



Pourquoi les marchés émergents ont-ils sous-performé, est-ce différent cette fois-ci ?

Viewpoint

Juin 2018

Le récent accès de faiblesse des marchés émergents ne concorde pas avec la solidité fondamentale sous-jacente d'une classe d'actifs arrivant à maturité

Les obligations des marchés émergents ont été mises à rude épreuve cette année et ont sous-performé leurs équivalentes des marchés développés. Selon nous, les raisons de cette sous-performance sont variées, allant des inquiétudes liées à une guerre commerciale jusqu'à la hausse des taux aux États-Unis, en passant par la vigueur du dollar américain. Nous allons examiner chacun de ces points.

De nombreux investisseurs craignent une réédition des crises des pays émergents des années 90 et durant lesquelles la vulnérabilité d'un pays (le Mexique) en a gagné d'autres (la Thaïlande), entraînant ainsi des corrections massives sur les marchés mondiaux. Nous pensons que bon nombre des problèmes des crises passées ont en grande partie été résolus grâce aux pays qui ont permis à leurs monnaies de flotter librement et aux entreprises des pays émergents qui se sont de plus en plus financées sur leurs marchés nationaux en devise locale. La solidité des fondamentaux des entreprises et le niveau attractif des valorisations donnent à penser que les marchés émergents peuvent abriter d'intéressantes opportunités d'achat.

Craintes grandissantes d'une guerre commerciale et dévaluations des devises émergentes

Au cours des derniers mois, l'administration Trump a annoncé une série de tarifs douaniers sur l'acier et l'aluminium, ainsi que des taxes sur les marchandises chinoises pour un montant estimé à 50 milliards de dollars¹. Ces tarifs douaniers ont non seulement touché la Chine, mais également des alliés de longue date des États-Unis comme le Canada et l'UE.

Les marchés ont accueilli nerveusement les nouvelles en craignant que la multiplication des mesures de rétorsion conduise à une intensification des tensions et à des guerres commerciales. Les guerres commerciales pourraient à terme détériorer la qualité des dynamiques de croissance/d'inflation et, dans le cas de 2018, les tarifs douaniers pourraient paralyser la reprise synchronisée de la croissance mondiale.

Afin de tenter de lutter contre les tarifs douaniers, nous pensons que la plupart des marchés émergents ont dévalué leur devise. Les fluctuations de change à court terme sont le plus souvent considérées comme une mesure du sentiment du marché, à savoir de la façon dont il montre son degré de confiance dans l'indépendance et l'efficacité des banques centrales et la détermination des gouvernements à ne pas dévier de leurs projets de réforme et de leur rigueur en matière de dépenses.

1. Source : Financial Times, 15 juin 2018. La Chine riposte contre les tarifs douaniers américains sur 50 milliards de dollars d'importations.



Warren Hyland - Gérant de portefeuille

Warren Hyland a rejoint Muzinich en 2013. Avant cela, il était gérant de portefeuille senior pour les marchés émergents internationaux chez Schroders où il gérait 2 milliards de dollars et a contribué au développement des ressources dédiées aux entreprises des marchés émergents de la société. Il est titulaire d'une licence (B.Sc.) en mathématiques financières d'entreprise de l'Université du Middlesex à Londres et d'une maîtrise (M.Sc.) en commerce maritime et finance de la CASS Business School. Il est également Chartered Financial Analyst.

Cette mesure de la confiance des marchés peut être très efficace pour écartier ou ramener dans le rang des gouvernements comme nous avons pu le voir dans un passé récent en Inde, au Brésil et en Afrique du Sud.

Si d'abondantes réserves de change et de grandes possibilités de recourir à des outils macroéconomiques ont aidé à gérer l'ajustement contrôlé, rien n'est toutefois gratuit.

Des fluctuations de change excessives déstabilisent et contraignent les banques centrales à resserrer leur politique monétaire de manière agressive, ce qui peut entraîner une baisse de la consommation des ménages, un ralentissement du cycle d'investissement, une hausse de l'inflation et, à terme, un environnement macroéconomique moins porteur.

Pour les entreprises, les fluctuations des taux de change font plus de peur que de mal dans la mesure où les défauts sont rarement dus à des asymétries de devises. Les défauts sont plutôt la conséquence de la baisse des prix des produits et/ou de la mauvaise gestion des bilans.

Les secteurs axés sur les exportations bénéficient de l'augmentation des ventes en dollar par rapport aux coûts en devise locale, contrebalançant ainsi les coûts des tarifs douaniers.

Normalisation de la politique monétaire aux États-Unis

Depuis que le président de la Réserve fédérale américaine (Fed) Ben Bernanke a évoqué le mot « tapering » en 2013, la Fed s'est engagée sur la voie de la normalisation de sa politique monétaire.

En d'autres termes, la Fed relève les taux d'intérêt à court terme afin de les rendre plus conformes aux niveaux historiques et réduit également la taille de son bilan de 4 000 milliards de dollars en permettant l'arrivée à maturité des investissements actuels sans en réinvestir le produit.

Le retrait des liquidités du système est généralement considéré comme un élément négatif pour toutes les classes d'actifs, dont les marchés émergents, dans la mesure où les canaux de financement deviennent plus coûteux.

En 2013, lorsque la Fed a annoncé pour la première fois le changement de sa politique monétaire, la classe d'actifs émergente a clairement souffert car les situations financières dans les pays émergents étaient en mauvais état de santé après cinq années d'abus de liquidités bon marché.

Cette expérience n'a pas été prise à la légère et, depuis 2013, les entreprises et les États des pays émergents se sont employés à renforcer leurs situations financières, à accroître leurs réserves de change, à réduire les déficits des balances courantes (dans l'ensemble, elles sont désormais positives), à limiter la croissance du crédit et à réévaluer leurs devises.

A l'heure actuelle, nous pensons que les pays émergents sont moins dépendants du financement international et plus résistants au resserrement de la politique monétaire.

Des coûts de financement en dollar plus élevés dus à la hausse des taux aux États-Unis

Pour les entreprises des pays émergents qui se financent en dollar américain, la hausse des taux signifie que leurs coûts de financement en dollar ont augmenté. Ce problème est moins grave aujourd'hui que dans les années passées dans la mesure où les entreprises des pays émergents ne dépendent plus des marchés de capitaux internationaux. De nombreuses entreprises ont également couvert leur exposition à la dette libellée en dollar américain.

Les marchés de la dette en devise locale ont gagné en taille et en diversité. Nous pensons que les entreprises émergentes ont désormais le choix et qu'elles peuvent maintenant se poser la question de savoir quel est le marché le plus rentable pour lever des fonds.

Les coûts de financement ayant augmenté sur le marché en dollar américain (en raison de la hausse des taux), moins d'entreprises émergentes primo-émettrices ont eu recours au marché de la dette en dollar (Graphique 1). Nous avons constaté une nette préférence pour les entreprises émergentes primo-émettrices de se financer en devise locale à des conditions plus favorables.

Le Graphique 1 illustre le recours par les primo-émetteurs au marché en dollar en pourcentage de l'ensemble des émetteurs émergents au cours des 12 derniers mois.

Graphique 1 - Baisse de la demande de financement en dollar américain



Source : ICE Data Indices, LLC. BofA Merrill Lynch Global Research, au 31 mai 2018.

Appréciation du dollar américain - moins un problème pour les pays qui permettent à leurs devises de flotter

La hausse des taux coïncide généralement (mais pas toujours durant les dernières années) avec une appréciation du billet vert. Dans le passé, de nombreuses devises émergentes étaient ancrées au dollar. Ce faisant, l'évolution de la valeur du dollar avait un impact significatif sur ces mêmes devises.

De nombreux pays ont depuis lors abandonné l'ancrage et permettent désormais à leurs monnaies de flotter librement. Un régime de change flottant signifie que les fluctuations du dollar ont moins d'impact et donne aux banques centrales locales la possibilité d'utiliser des outils afin de réévaluer leurs devises.

Événements idiosyncratiques - les calendriers électoraux

Une autre source d'instabilité est le calendrier électoral dans les pays émergents. Après la Turquie (Recep Erdogan l'a emporté au moment de la rédaction du présent article), le Mexique et le Brésil vont eux aussi être les témoins d'élections présidentielles au cours des 4 prochains mois.

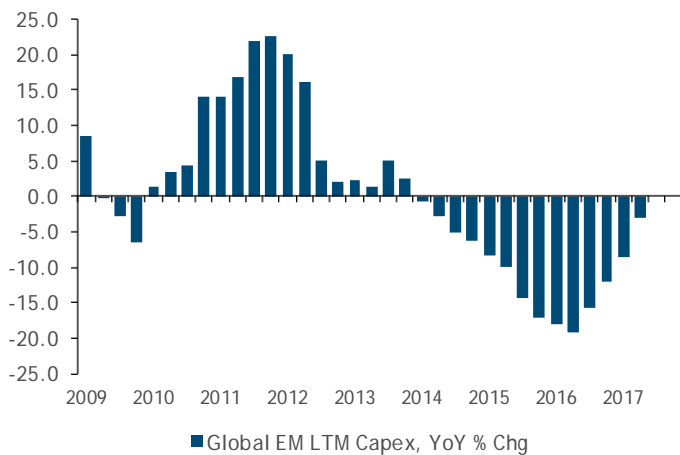
L'incertitude entourant le climat politique dans ces grandes économies émergentes est une source de volatilité et de pressions potentielles sur les cours.

Marchés émergents : des fondamentaux solides et des valorisations plus attractives

Selon nous, les fondamentaux des pays émergents sont solides. Depuis la crise financière, les États et les entreprises des pays émergents ont beaucoup fait pour redresser leurs situations financières (Graphique 2). Nous constatons généralement des niveaux d'endettement inférieurs à ceux des marchés développés et les sociétés sont généralement bien capitalisées.

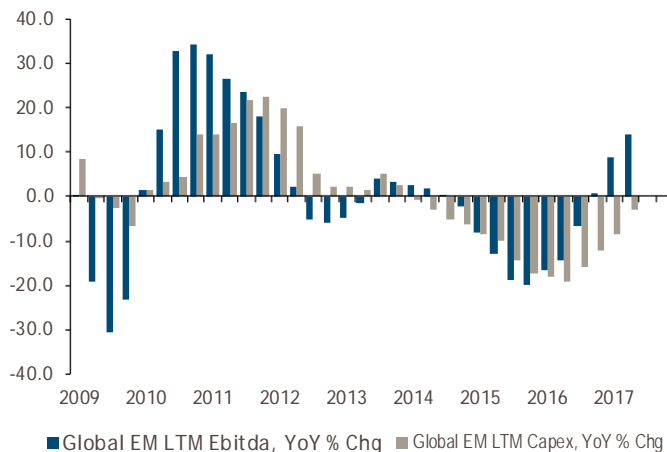
En règle générale, les bilans des entreprises ont l'air d'en être aux premiers stades du cycle économique. La solide croissance économique offre un fort soutien à ces entreprises (Graphique 3).

Graphique 2 - Cycle des dépenses d'investissement : le désendettement



Source : JP Morgan, au 30 juin 2017.

Graphique 3 - Augmentation des chiffres d'affaires et des marges des entreprises des pays émergents



Source : Source : JP Morgan, au 30 juin 2017.

Les spreads sur les marchés émergents se sont considérablement élargis depuis la mi-avril, lorsque les tarifs douaniers et les guerres commerciales sont devenus pour la première fois des sujets d'actualité. A l'heure actuelle, le spread de l'indice ICE BofA ML High Yield Emerging Markets Corporate Plus (EMHB) est de 100 points de base plus élevé que celui du marché *high yield* américain (Graphique 4).

Cette situation soulève bien sûr la question suivante : les marchés émergents sont-ils intéressants pour les investisseurs à la recherche de rendement ?

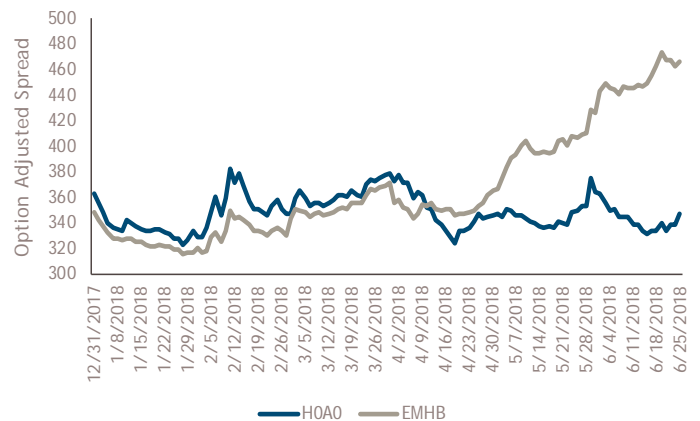
Nous pensons que les fondamentaux des entreprises sont solides et que ces dernières ne sont plus otages du financement en dollar américain. Ce qui est toutefois préoccupant, c'est la nature imprévisible des événements macroéconomiques, en particulier la menace d'une guerre commerciale de plus en plus intense.

Comme c'est toujours le cas, s'il existe actuellement un risque accru, nous pensons que le potentiel de performance est lui aussi accru. Au 26 juin, l'indice ICE BofA ML High Yield EM Corporate Plus (EMHB) présentait un *yield-to-worst* de 7,23 % et une qualité de crédit moyenne de BB3.

Quant à l'indice ICE BofA ML US High Yield (H0A0), son *yield-to-worst* était de 6,27 % et sa qualité de crédit moyenne de B1.

A la lumière de ces deux seules données, nous pensons que les marchés émergents offrent de meilleures performances pour un moindre risque de crédit. C'est aux investisseurs de décider de franchir ou non le pas au regard des événements macroéconomiques.

Graphique 4 - Spreads : des entreprises émergentes attractives par rapport aux émetteurs *high yield* américains



Source : Bloomberg, ICE BofA ML, au 25 juin 2018.

Le présent document a été produit à titre d'information uniquement et n'est pas destiné à constituer une offre, un conseil ou une recommandation d'achat de titres ou d'autres instruments financiers. Les stratégies d'investissement et les thèmes abordés ici peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs, et ce, en fonction de leurs objectifs d'investissement et de leur situation financière spécifiques. Il revient aux investisseurs d'effectuer leur propre analyse et de consulter leurs propres conseillers juridiques, comptables, fiscaux et autres afin d'évaluer de façon indépendante le bien-fondé d'un investissement.

Les avis et opinions ci-inclus ne doivent en aucun cas être interprétés comme une quelconque offre d'achat ou de vente de tout produit d'investissement ou une incitation à investir et ne sont présentés qu'à titre d'information. Certains renseignements contenus dans le présent document constituent des « énoncés prospectifs » qui peuvent être identifiés par l'utilisation de termes prospectifs tels que « peut », « sera », « devrait », « s'attendre », « anticiper », « projeter », « estimer », « avoir l'intention », « continuer » ou « croire », ou les termes négatifs ou d'autres variantes de ces mêmes termes, ou une terminologie comparable. En raison de divers risques et diverses incertitudes, les véritables événements, résultats ou performances des titres, des investissements ou des stratégies dont il est question peuvent différer sensiblement de ceux qui sont reflétés ou envisagés dans ces énoncés prospectifs. Rien dans le présent document ne peut être considéré comme une garantie, une promesse, une assurance ou une allégation quant à l'avenir.

La performance passée ne préjuge pas de la performance future. La valeur des investissements et du revenu tiré de ceux-ci peut varier à la hausse comme à la baisse et n'est pas garantie. Il n'est en aucun cas garanti que les investisseurs récupèrent l'intégralité du montant initialement investi. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre de possibles pertes. L'évolution du taux de change d'une devise peut avoir une incidence négative sur la valeur, le prix ou le revenu d'un investissement. Les marchés émergents peuvent être plus risqués que les marchés plus développés pour diverses raisons, y compris, mais sans s'y limiter, une instabilité politique, sociale et économique accrue, une volatilité accrue des prix et une liquidité réduite du marché.

Toutes les informations contenues dans le présent document ne sont à jour qu'à la date indiquée et peuvent être rendues caduques par des événements de marché ultérieurs ou pour d'autres raisons. Rien dans le présent document n'est destiné à constituer un conseil en matière d'investissement, juridique, fiscal ou autre, et celui-ci ne doit pas non plus être utilisé pour prendre une décision d'investissement ou autre. Les tendances de marché historiques ne sont pas des indicateurs fiables du comportement futur des marchés.

Certaines informations contenues dans le présent document sont basées sur des données obtenues auprès de tiers et, bien qu'elles soient considérées comme fiables, elles n'ont pas fait l'objet d'une vérification indépendante par Muzinich & Co. ou par une société affiliée à Muzinich & Co., et leur exactitude ou leur exhaustivité ne peut être garantie.

Aucune partie du présent document ne peut être reproduite sous quelque forme que ce soit ou mentionnée dans une autre publication sans l'autorisation écrite expresse de Muzinich & Co.

Publié en Europe par Muzinich & Co. Ltd, société agréée et régulée par la Financial Conduct Authority. Enregistrée en Angleterre et au Pays de Galles sous le numéro 3852444. Siège social : 8 Hanover Street, London W1S 1YQ, Royaume-Uni.

Descriptions des indices de marché:

EMHB - L'indice ICE BofA ML High Yield Emerging Markets Corporate Plus (EMHB) est un sous-ensemble de l'indice ICE BofA ML Emerging Markets Corporate Plus (EMCB) incluant tous les titres notés BB1 ou moins.

HOAO - L'indice ICE BofA ML US High Yield reproduit la performance des obligations d'entreprises *sub-investment grade* libellées en dollar, émises et échangées sur le marché domestique américain. Les titres éligibles doivent avoir une notation *non-investment grade* (sur la base d'une moyenne des notations attribuées par Moody's, S&P et Fitch), une durée résiduelle d'au moins 18 mois au moment de l'émission, au moins un an jusqu'à l'échéance à la date de rebalancement, un échéancier de coupons fixe et un encours d'au moins 250 millions de dollars.

Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice, lequel ne tient également pas compte des commissions ou des coûts de négociation. La volatilité des indices peut différer sensiblement de la volatilité de la performance d'un investissement.