

Devises émergentes : Les planètes restent alignées

Londres - 6 avril 2023

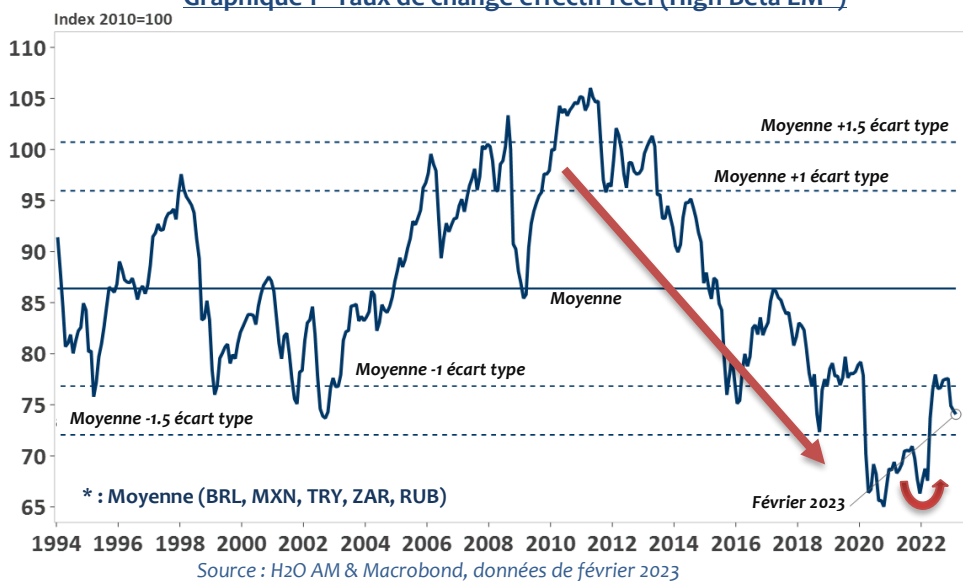
En 2022, la croissance des économies émergentes a fait preuve de résilience malgré de forts vents contraires : i) la guerre Russie-Ukraine ; ii) le ralentissement chinois lié aux restrictions Covid ; iii) le resserrement des taux directeurs pour lutter contre les pressions inflationnistes. Pour autant, les indices des marchés émergents ont subi de fortes corrections en raison de la force du dollar, soutenue par la hausse des taux américains, combinée à la surperformance frappante de l'économie américaine.

Le cycle de resserrement monétaire américain pourrait atteindre son pic prochainement, ce qui devrait encore peser sur le dollar au profit d'autres investissements. Cela marquerait la fin d'un cycle de 10 années de dollar US fort, commencé en 2013 avec le "taper tantrum" de la Fed et la surperformance de l'économie américaine par rapport aux pays émergents, que la faiblesse des matières premières a entraîné dans un long cycle baissier. Aujourd'hui, le contexte est favorable aux actifs émergents dans la mesure où le scénario de ralentissement brutal de l'économie mondiale ("hard-landing") reste éloigné, tel qu'H2O AM le considère dans son scénario de base ([lien vers la vidéo du scénario!](#)).

Les récentes perturbations des chaînes de production et la montée des tensions géopolitiques, ont révélé des risques majeurs en termes de souveraineté et de croissance économique. Les États-Unis et l'Europe ont depuis impulsé un souffle de "relocalisation" visant à rapatrier la production sur leur territoire ou celui de pays alliés, susceptible de bénéficier à plusieurs pays émergents. De surcroît, la reprise chinoise ainsi que les investissements en infrastructures pour la transition écologique dans tous les pays devraient ouvrir un cycle haussier pour les matières premières, constituant ainsi un atout supplémentaire pour la croissance des pays émergents.

Cet environnement favorise un premium plus élevé pour les économies émergentes, ajouté au fait que la valorisation de leurs devises reste très attrayante en termes réels, comme l'atteste leur taux de change effectif réel moyen ("REER - Real Effective Exchange Rate" - graphique 1). En effet, les devises des pays **exportateurs de matières premières à fort rendement et avec une faible valorisation représentent toujours une bonne combinaison et devraient performer en 2023**, après dix années de sous-performance. Parmi eux, le Brésil, le Mexique, le Chili et l'Afrique du Sud ont clairement bénéficié de cette tendance au cours des derniers mois.

Graphique 1 - Taux de change effectif réel (High Beta EM*)



¹Mot de passe : H2OAMvideo

Nota Bene : Les analyses et les opinions mentionnées dans cette note représentent les points de vue subjectifs de l'auteur ou des auteurs cités, sont valables à la date indiquée et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Cette note a été conçue et réalisée à partir de sources qu'ils considèrent comme fiables.

Perspectives de croissance pour 2023 : Le ralentissement américain, la résilience de l'Europe et la réouverture de la Chine.

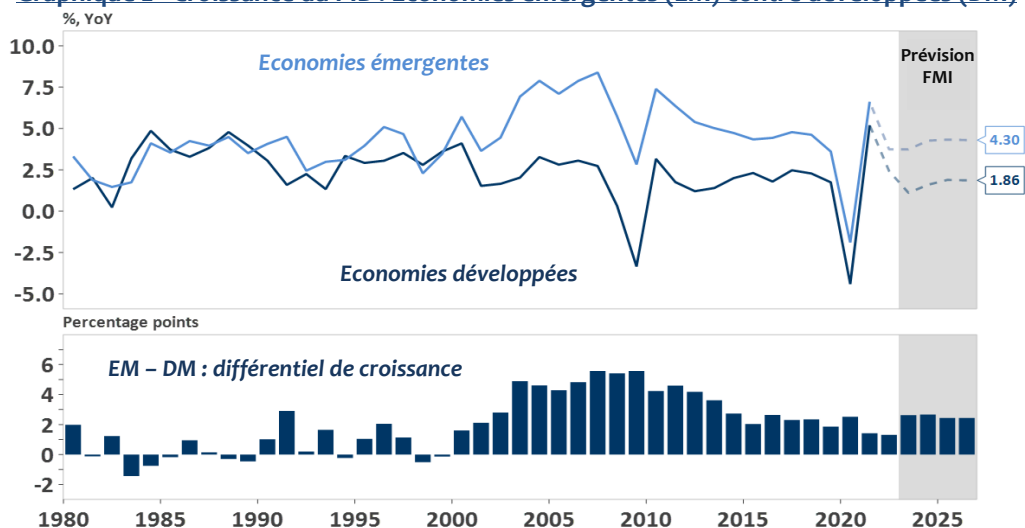
L'économie américaine ralentit mais résiste. Bien que l'impact du resserrement des conditions d'emprunt pèse sur la croissance, les données globales suggèrent un résultat encore positif pour 2023 et pour le début 2024. Le stress financier actuel induit par les banques régionales américaines sera contenu, car la Fed et la FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) ont les outils nécessaires pour prévenir les risques de contagion.

Du côté européen, les perspectives de croissance présentent un profil plus robuste, avec un secteur des services dynamique, des prix de l'énergie en baisse améliorant le pouvoir d'achat et un système bancaire moins sujet aux défaillances. La pression sur l'industrie manufacturière mondiale devrait s'estomper avec la résolution des goulets d'étranglement dans les chaînes d'approvisionnement, et avec le rebond de la Chine.

Bien qu'attendue depuis longtemps, la réouverture de la Chine est intervenue plus tôt et plus rapidement que prévu, levant ainsi un obstacle qui aura pesé pendant deux ans sur les économies des pays émergents et les chaînes d'approvisionnement. Ceci constitue un stimulus cyclique important pour l'économie mondiale, qui devrait favoriser les marchés émergents en 2023. Les importations chinoises, qui représentent une composante majeure du secteur manufacturier mondial, ont considérablement diminué en 2022 en raison des blocages successifs. Mais, à la suite de la levée des restrictions sanitaires, les importations de biens devraient se redresser fortement, la consommation privée et les exportations rebondissant simultanément. La part des produits importés dans les exportations chinoises reste importante. En outre, les pays asiatiques dotés d'un important secteur touristique sont ceux qui bénéficieront le plus du retour des touristes chinois, qui viennent de recommencer à voyager.

Par conséquent, la **surperformance de la croissance des pays émergents par rapport à celle des pays développés devrait s'accroître dans les années à venir** (graphique 2). Dans un contexte de saturation des taux américains et d'inquiétudes croissantes concernant les actifs américains, les investisseurs devraient considérer les marchés émergents comme une alternative intéressante.

Graphique 2 - Croissance du PIB : Economies émergentes (EM) contre développées (DM)



Nota Bene : Les analyses et les opinions mentionnées dans cette note représentent les points de vue subjectifs de l'auteur ou des auteurs cités, sont valables à la date indiquée et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Cette note a été conçue et réalisée à partir de sources qu'ils considèrent comme fiables.

FOCUS SUR NOTRE SÉLECTION DE DEVISES LATAM

Réal brésilien



Le réal brésilien (BRL) est l'un des meilleurs candidats pour bénéficier de la réouverture de la Chine grâce à la forte proportion d'exportations de matières premières et de produits manufacturés dans son économie. Les comptes extérieurs resteront sains en 2023 grâce à des termes de l'échange forts et à des investissements directs étrangers importants. Le risque de viabilité de la dette reste limité, car la forte croissance nominale permettra de contenir l'augmentation des niveaux d'endettement.

Le rendement de la devise par rapport au dollar US devrait rester élevé car la politique monétaire de la BCB (Banco Central do Brasil) devrait rester inchangé pendant encore un moment. Bien qu'il soit en cours de ralentissement, le cycle économique actuel génère encore des pressions inflationnistes supérieures à la cible ; la BCB prévoyant que l'inflation atteindra 5,7% en 2023. Une autre raison qui explique la réticence de la banque centrale à baisser ses taux est la récente dégradation des anticipations d'inflation par la crainte que l'autorité de politique économique du pays, le Conseil monétaire national (CMN), ne révisé la cible d'inflation à la hausse. En effet, le gouvernement souhaite faire baisser les taux d'intérêts qu'il estime actuellement préjudiciables à l'économie. Cela remet en cause la position de la banque centrale de maintenir la cible d'inflation actuelle, jugée trop basse pour les "standards brésiliens" par le président Lula da Silva. L'objectif est actuellement de 3,5% pour 2023.

Peso mexicain



Actif de prédilection pour de nombreux investisseurs en devises émergentes, le peso mexicain (MXN) a récemment souffert de la "malédiction du vainqueur", après que le positionnement sur la monnaie mexicaine fut rapidement renforcé au début de l'année. Néanmoins, le MXN reste attractif en termes de portage et de valorisation. Après une nouvelle hausse des taux en mars, portant les taux directeurs à 11,25%, la Banque du Mexique a fait part de son intention de garder ses options ouvertes, à savoir mettre fin au cycle de resserrement dès maintenant ou bien continuer à augmenter les taux en mai. La banque pourrait maintenir sa politique monétaire restrictive plus longtemps que ne le prévoient les investisseurs. Le Mexique devrait bénéficier de manière significative de la tendance à la relocalisation, ce qui laisse penser que le pays restera une destination clé pour les Investissements Directs Etrangers (en particulier dans l'industrie manufacturière). Sur le plan politique, le président Andrés Manuel López Obrador jouit d'un fort soutien de la population.

Peso chilien



La Banque centrale du Chili a maintenu ses taux inchangés depuis octobre 2022 à 11,25% après avoir mené un impressionnant cycle de resserrement (+1075 points de base) pour porter les taux directeurs à leur plus haut niveau depuis la fin des années 90. À l'avenir, nous pouvons nous attendre à ce que la banque reste prudente, bien que les prévisions d'inflation aient déjà convergé vers l'objectif de 3% et que le consensus prévoie des réductions imminentes. Le Chili a connu une forte amélioration de ses comptes extérieurs depuis décembre 2022. Les importations se sont contractées en raison du resserrement monétaire et de l'atténuation des retraits effectués sur les fonds de pension qui avaient stimulé la consommation. Dans le même temps, les exportations se sont renforcées sous l'effet d'une croissance mondiale robuste et de la baisse des prix du pétrole (le Chili est le premier exportateur mondial de cuivre, mais aussi un importateur net de pétrole). L'impact de la réouverture de la Chine sur les prix des métaux devrait continuer à améliorer les termes de l'échange du pays et soutenir les exportations de matières premières.

Peso colombien

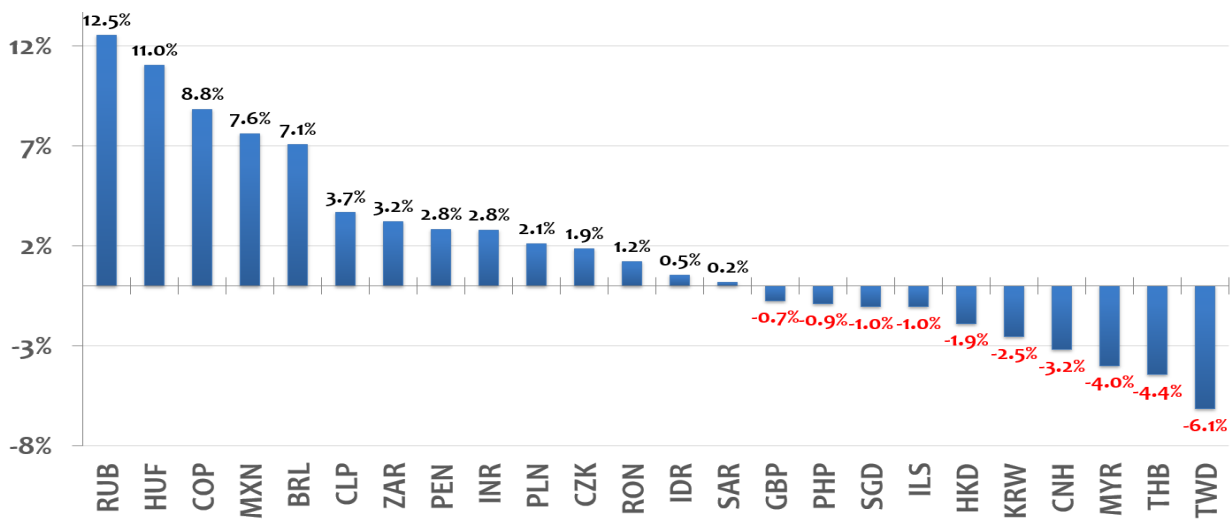


Fitch et S&P ont dégradé les perspectives de crédit du pays en catégorie spéculative à la mi-2021, exprimant des inquiétudes sur la trajectoire de la dette publique après le choc de la pandémie et un manque de confiance dans le programme de resserrement budgétaire de l'État. Le Peso colombien (COP) a sous-performé les devises émergentes depuis le second semestre 2022 en raison de la faiblesse des comptes extérieurs du pays : la Colombie a atteint le plus grand déficit de son compte courant depuis 2015. Sur le plan monétaire, la Banque centrale devrait continuer à augmenter son taux directeur après des chiffres élevés sur l'IPC de base ; nous anticipons une baisse de la pression inflationniste dans les mois à venir. Outre l'extrême sous-évaluation de la monnaie en termes réels ainsi que les rendements nominaux / réels élevés, d'autres arguments pour détenir le COP se trouvent dans l'amélioration potentielle du compte courant du pays découlant d'un cycle de resserrement agressif des taux et de meilleures recettes pétrolières.

Prime de risque élevée

Pour lutter contre l'inflation élevée et contenir la dépréciation de leur devise, la plupart des banques centrales des pays émergents (à l'exception de la Chine, de la Turquie et de la Russie) ont été non seulement les premières, mais aussi les plus agressives à resserrer leurs conditions financières. Bien que leurs taux directeurs soient susceptibles d'atteindre prochainement leur pic dans le sillage de la désinflation à venir, les responsables des banques centrales sont restés prudents quant à la trajectoire de l'inflation, suggérant une **période prolongée avant que les taux d'intérêt ne soient assouplis**. Avec des taux directeurs réels historiquement élevés, ces économies bénéficient aujourd'hui d'un portage élevé par rapport au dollar américain (graphique 3).

Graphique 3 - Portage FX vs. USD (contrats de change à terme à 1 mois contre dollar US, annualisés)



Source : Bloomberg, données de mars 2023

Compte tenu de la persistance de taux réels faibles voire négatifs sur les obligations souveraines du G4 en raison d'une inflation soutenue, la classe d'actifs des devises, et plus particulièrement des devises émergentes, représente une alternative de choix pour obtenir des rendements réels positifs. Certes, la trajectoire et la profondeur de ces marchés peuvent rendre la position plus volatile au quotidien ; mais, à plus long terme, le portage élevé, et le fait que le positionnement du marché a récemment été nettoyé à la suite du stress bancaire du mois de mars, l'emportent sur les inconvénients.

Edité par H2O AM à Londres le 6 avril 2023

DISCLAIMER

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de H2O Asset Management L.L.P.

Ce document a été produit à des fins purement informatives. Cette note a été conçue et réalisée par H2O Asset Management LLP à partir de sources que la société considère comme fiables. H2O Asset Management LLP ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base des informations contenues dans ce document, ni de l'usage qu'un tiers pourrait en faire. Les analyses et opinions référencées dans ce document représentent le point de vue de l'auteur ou des auteurs référencés à la date indiquée et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Il n'y a aucune garantie que les développements futurs correspondront à ceux prévus dans le présent document.

H2O Asset Management L.L.P. est une société de gestion de portefeuille autorisée et régulée par le Financial Conduct Authority ("FCA"), et enregistrée avec le numéro d'enregistrement 529105. H2O Asset Management L.L.P. est enregistré auprès du registre des sociétés anglaises sous le numéro OC356207. Le registre de la FCA est consultable sur le site <http://www.fca.org.uk/>.

Nom de la société et siège social : H2O Asset Management L.L.P. 33 Cavendish Square, 6th Floor, London W1G 0PW, Royaume-Uni. Company Number OC356207.

H2O Asset Management Europe est une société de gestion de portefeuille autorisée et régulée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP-19000011. Le registre de l'AMF est consultable sur le site <https://www.amf-france.org>.

Nom de la société et siège social : H2O AM Europe, 39 avenue Pierre 1er de Serbie, 75008 Paris, RCS Paris n° 843 082 538.

H2O Monaco SAM est autorisée et réglementée par la Commission de Contrôle des Activités Financières (CCAF SAF 2017-04).

Nom de la société et siège social : H2O Monaco SAM, 24 bd Princesse Charlotte 98000 Monaco, Numéro d'entreprise (RCI) 17S07498

Nota Bene : Les analyses et les opinions mentionnées dans cette note représentent les points de vue subjectifs de l'auteur ou des auteurs cités, sont valables à la date indiquée et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Cette note a été conçue et réalisée à partir de sources qu'ils considèrent comme fiables.