

Pourquoi investir dans la dette émergente ?



Xinghang LI

Managing Director
SYNCICAP AM

Pierre-Emmanuel HUBERT

Emerging Market Fund
Manager
SYNCICAP AM

La dette souveraine des marchés émergents se divise en deux grandes classes d'actifs : une libellée en devise locale et une libellée en devise forte. Les obligations en devise locale, qui répondent aux critères de liquidité requis pour figurer dans les principaux indices de référence, témoignent d'un certain degré de maturité des marchés de capitaux domestiques. Ces obligations sont principalement émises par des marchés émergents plus avancés, tels que la Pologne, la Malaisie et le Mexique, et sont en grande partie destinées aux investisseurs locaux, notamment les fonds de pension et les banques locales. D'autre part, les obligations en devise forte, souvent émises en dollars américains, couvrent un éventail plus large de pays. Cette catégorie englobe non seulement des marchés émergents plus développés, mais également des pays dits « frontières », comme l'Angola, l'Équateur ou la Mongolie, où le recours à la dette extérieure est souvent plus pertinent en raison de marchés de capitaux moins développés. Cet article examine les deux catégories d'actifs et explique comment chacune d'entre elles peut tirer parti de l'évolution actuelle du cycle économique américain.

LA DETTE ÉMERGENTE EN DEVISE LOCALE : UNE OPPORTUNITÉ ATTRACTIVE ALORS QUE LA FED S'APPRÊTE À ASSOULPIR SA POLITIQUE MONÉTAIRE

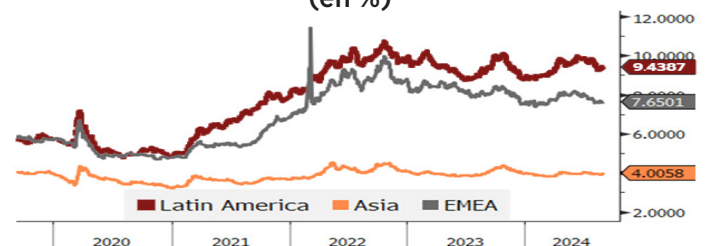
Les récents indicateurs macroéconomiques signalent un ralentissement du marché du travail aux États-Unis, ainsi qu'une maîtrise progressive de l'inflation, laissant entrevoir un possible assouplissement de la politique monétaire de la Réserve fédérale. Dans ce contexte, la dette émergente en devise locale apparaît bien positionnée, bénéficiant à la fois de rendements historiquement élevés et de valorisations monétaires attractives.

UNE VALORISATION ATTRACTIVE

À la suite de la pandémie de Covid-19 et à la flambée des taux d'inflation mondiaux, les rendements de la dette émergente en devise locale ont augmenté de manière significative, en particulier en Amérique latine et dans les régions EMEA (Europe, Moyen-Orient et Afrique). Bien que les taux d'inflation aient déjà considérablement diminué, les rendements de cette classe d'actifs restent élevés. En moyenne, la dette souveraine en Amérique

latine offre un rendement de 9,44 %, tandis que dans la région EMEA, elle offre un rendement de 7,65 %.

Rendements de la dette émergente en devise locale (en %)

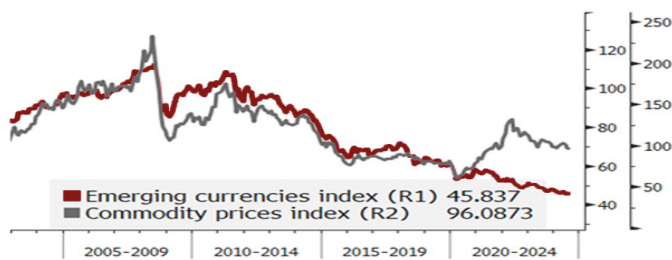


Sources : Bloomberg, Syncicap AM, à fin août 2024

Grâce à son exposition à 20 pays émergents, cette classe d'actifs offre également la possibilité de bénéficier d'une appréciation potentielle des devises locales, notamment dans le contexte de la hausse des prix mondiaux des matières premières observée depuis la pandémie. Historiquement, une augmentation des prix des matières premières s'est souvent accompagnée d'une appréciation des devises des marchés émergents. Cette corrélation s'explique par le fait que de nombreuses économies

émergentes sont exportatrices de matières premières. Lorsque les prix de ces dernières augmentent, leur balance des paiements se renforce, favorisant ainsi l'appréciation de leur devise.

Devises émergentes et prix des matières premières



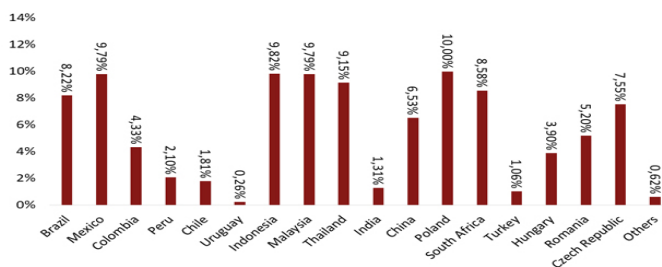
Sources: Bloomberg, Syncicap AM, à fin août 2024

Étonnamment, les devises émergentes n'ont pas enregistré l'essor attendu à la suite de la hausse des prix des matières premières après la pandémie. Cette divergence s'explique probablement par l'augmentation significative des taux directeurs de la Fed et par la performance exceptionnelle des actions américaines, qui ont détourné l'attention et les flux d'investissements des marchés émergents. Cependant, avec la perspective d'une baisse des taux par la Fed dès septembre 2024, et des valorisations boursières américaines relativement élevées, il est probable que les marchés émergents reçoivent enfin l'attention qu'ils méritent.

DIVERSIFICATION ET LIQUIDITÉ

Cette classe d'actifs offre une diversification intéressante grâce à son exposition à diverses conditions économiques et cycles de taux d'intérêt. Par exemple, en août 2023, le Brésil a entamé un nouveau cycle d'assouplissement monétaire, abaissant les taux d'intérêt de 13,75 % à 10,50 % actuellement. À l'inverse, la Réserve fédérale américaine a relevé son taux cible de 0,25 % au cours du même mois, le plaçant entre 5,25 % et 5,50 %. Par ailleurs, de nombreux pays émetteurs sont classés « Investment Grade » et disposent de systèmes financiers nationaux bien développés, leur permettant d'émettre des obligations dans leurs propres monnaies. Cette capacité réduit non seulement le risque de change, mais renforce également la liquidité de cette classe d'actifs. À ce jour, l'univers d'investissement de la dette émergente en devise locale est estimé à environ 9 000 milliards de dollars, offrant ainsi un marché suffisamment vaste et liquide pour accueillir des investissements importants, même pour les investisseurs institutionnels de grande envergure.

Répartition par pays de la classe d'actifs

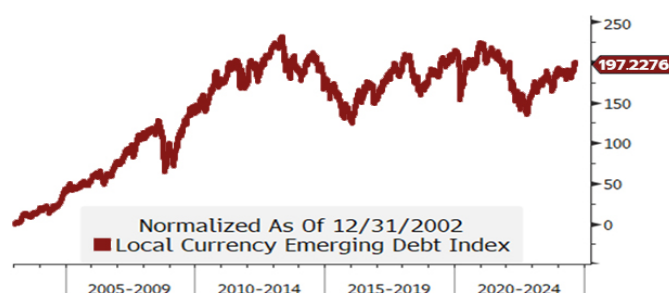


Sources : Bloomberg, Syncicap AM, J.P. Morgan, août 2024

PERFORMANCES HISTORIQUES ET PERSPECTIVES

Entre 2003 et 2013, la dette émergente en devise locale a largement surperformé la plupart des classes d'actifs, y compris le S&P 500, avec une performance annuelle moyenne de 10,17 %. Cette performance a été soutenue par plusieurs facteurs, notamment une baisse prolongée du dollar américain sur une période de 10 ans après l'éclatement de la bulle internet, la montée rapide de la Chine sur la scène économique mondiale, et une forte hausse des prix des matières premières. Cependant, la décennie suivante s'est avérée plus difficile. La classe d'actifs a sous-performé, en grande partie en raison d'une gouvernance défailtante, d'un dollar américain fort, et d'une baisse des prix des matières premières (conséquence d'une surcapacité mondiale et de la révolution du gaz de schiste aux États-Unis).

Performance historique (en % vs USD)



Sources : Bloomberg, Syncicap AM, J.P. Morgan, août 2024

Depuis 2023, cependant, la situation a commencé à s'améliorer : de nombreux pays ont réduit leurs déficits budgétaires et de progrès significatifs ont été réalisés en matière de gouvernance. Par exemple, en Afrique du Sud, la réélection de Cyril Ramaphosa pour un second mandat en juin 2024 a été obtenue grâce à une coalition regroupant le Congrès national africain (ANC), l'Alliance démocratique (DA) et d'autres petits partis. Cette coalition a été favorablement accueillie par les marchés, en grande partie parce que les partis d'extrême gauche ont été écartés (EFF et MKT). De plus, l'Alliance démocratique, reconnue pour son agenda politique pro-marché, pourrait favoriser la mise en œuvre de diverses réformes économiques, une opportunité pour sortir le pays de la période de faible croissance qu'il traverse actuellement et attirer de nouveaux investissements étrangers. Depuis les élections, la dette sud-africaine a augmenté de plus de 19 % par rapport au dollar.

La Turquie est un autre exemple de pays qui modifie son approche économique. Longtemps critiquée pour sa mauvaise gestion économique, la Turquie a récemment adopté des politiques plus orthodoxes. Après la réélection de Recep Tayyip Erdoğan en mai 2023, la Banque Centrale turque a pris la décision notable d'augmenter considérablement les taux d'intérêt pour lutter contre l'inflation - une mesure qui aurait semblé improbable il y a seulement quelques années. En outre, le pays a récemment remboursé un dépôt de 5 milliards de dollars à l'Arabie saoudite, signe de confiance économique et de progrès dans la reconstitution de ses réserves de devises étrangères.

À l'avenir, la classe d'actifs devrait bénéficier de plusieurs

tendances favorables. Au-delà du cycle d'assouplissement de la Fed, les prix des matières premières - et par extension les marchés émergents - devraient bénéficier de l'essor du développement des énergies renouvelables et de la demande croissante de matières premières telles que le cuivre et le nickel, indispensables à ces technologies. En outre, ces dernières années, les pays occidentaux ont manifesté une volonté croissante de diversifier leurs chaînes d'approvisionnement en réduisant leur dépendance à l'égard de la Chine. Cette évolution a entraîné une augmentation substantielle des investissements directs étrangers dans plusieurs pays émergents. Une stratégie notable dans ce contexte est l'approche « Chine +1 », où les entreprises maintiennent leurs opérations en Chine tout en élargissant leurs capacités de production dans d'autres pays d'Asie du Sud-Est, tels que la Malaisie, la Thaïlande et l'Indonésie. La tendance du « nearshoring » gagne également en popularité. L'Amérique latine, par exemple, devient une destination privilégiée pour les entreprises qui visent le marché nord-américain, avec le Mexique et le Brésil qui connaissent un boom dans leurs activités manufacturières et d'assemblage.

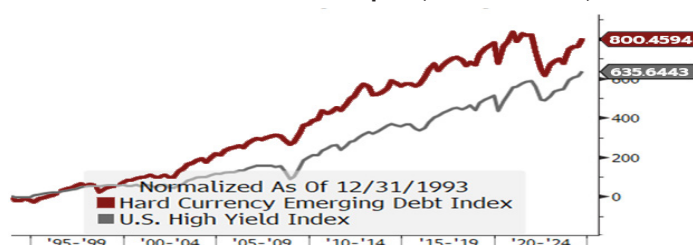
LA DETTE ÉMERGENTE EN DEVISE FORTE : UNE ALTERNATIVE SOLIDE AUX OBLIGATIONS D'ENTREPRISES AMÉRICAINES

Bien que la classe d'actifs investisse dans des obligations émises par des pays émergents, elle est étroitement liée au marché du Trésor américain et à l'économie américaine au sens large. Pour les investisseurs qui recherchent une alternative aux obligations d'entreprises américaines, cette classe d'actifs est très intéressante. Elle offre de meilleurs rendements ajustés au risque, et a démontré une performance relativement constante sur le long terme.

DES RENDEMENTS SUPÉRIEURS AJUSTÉS AU RISQUE

Au cours des 30 dernières années, la dette émergente en devise forte a généré une performance annuelle moyenne de 7,42 %. Celle-ci est étroitement liée au cycle du crédit américain, et la classe d'actifs a surperformé les obligations « High Yield » américaines, malgré un profil de risque crédit similaire.

Performance historique (en % vs USD)



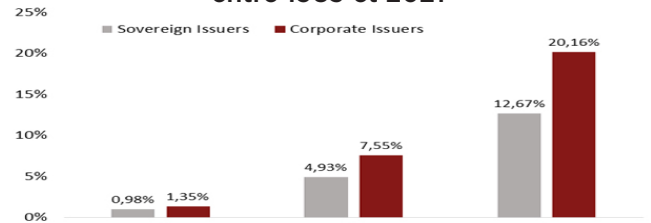
Sources : Bloomberg, Syncicap AM, J.P. Morgan, août 2024

Cette surperformance peut être attribuée au fait que, après ajustement pour refléter le risque crédit, les obligations souveraines des marchés émergents se négocient généralement à un spread plus élevé que les obligations d'entreprises américaines de même

notation. Cela se produit en dépit du fait que les obligations souveraines présentent généralement des taux de défaut plus faibles et des valeurs de recouvrement plus élevées que les obligations d'entreprises. Les raisons de ce phénomène demeurent incertaines, mais ce dernier pourrait s'expliquer en partie par une méconnaissance relative des marchés émergents. Les investisseurs ont souvent tendance à privilégier les entreprises dont ils consomment les produits, plutôt que d'investir dans des pays éloignés qu'ils connaissent peu.

Entre 1983 et 2021, la probabilité de défaut des pays notés en dessous de la catégorie « Investment Grade » sur un horizon 1 an était de 2,727 %, contre 4,167 % pour les obligations « High Yield » américaines. Pendant cette même période, la valeur de recouvrement moyenne était de 53 % pour les obligations souveraines, contre seulement 37 % pour les obligations « High Yield » américaines.

Probabilité de défaillance après 5 ans entre 1983 et 2021

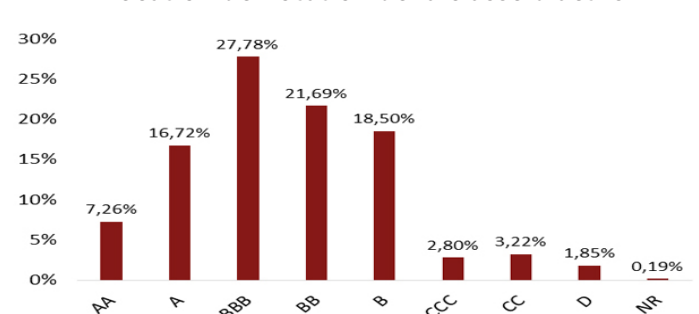


Sources : Bloomberg, Syncicap AM, J.P. Morgan, août 2024

GESTION ACTIVE ET LIQUIDITÉ

Il est important de souligner que, de manière similaire aux obligations d'entreprises américaines, la génération d'alpha dans cette classe d'actifs repose principalement sur l'exploitation des cycles de crédit, plutôt que sur un positionnement en prévision d'un resserrement structurel des spreads. En période de ralentissement économique, le rendement se révèle souvent insuffisant pour compenser l'élargissement des spreads des émetteurs à « High Yield », tandis que les émetteurs de catégorie « Investment Grade » font preuve d'une plus grande résilience. Cette caractéristique rend cette classe d'actifs particulièrement attrayante lorsqu'elle est combinée à des stratégies de gestion active, permettant d'anticiper et d'ajuster efficacement les positions en fonction des cycles de crédit. De plus, cette classe d'actifs couvre presque toutes les catégories de notation crédit, allant de AA à CC, offrant ainsi une flexibilité importante pour ajuster l'exposition au risque selon les conditions du marché.

Allocation de notation de la classe d'actifs



Sources : Bloomberg, Syncicap AM, J.P. Morgan, août 2024

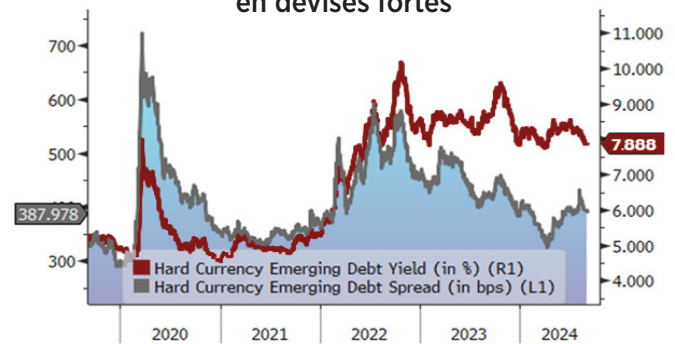
Le trading de la dette émergente en devises fortes nécessite également une analyse approfondie et minutieuse, basée sur une approche « bottom-up », afin de formuler des décisions d'investissement adaptées aux spécificités de chaque pays. Ce processus inclut généralement l'évaluation de la position financière extérieure d'un pays, de ses finances publiques, ainsi que de ses niveaux d'endettement. Il n'est pas rare que certaines obligations soient mal valorisées par rapport à leurs fondamentaux de crédit, créant ainsi des opportunités d'investissement uniques au sein de cette classe d'actifs. Avec un univers d'investissement d'environ 2 000 milliards de dollars, cette classe d'actifs offre une liquidité suffisante pour satisfaire les exigences des investisseurs institutionnels, tout en conservant des inefficiences exploitables. En outre, une part importante de l'univers d'investissement est « euroclearable », ce qui signifie que ces obligations peuvent être traitées par une chambre de compensation pour le règlement. Cette caractéristique améliore l'accessibilité du marché et simplifie le processus d'investissement.

VALORISATION ACTUELLE

La classe d'actifs se trouve actuellement à un carrefour. D'un côté, les rendements sont élevés, avec une moyenne de 7,89 %. De l'autre, les spreads pourraient s'élargir, car les indicateurs

macroéconomiques suggèrent un possible tournant dans le cycle économique américain.

Rendement et spread de la dette émergente en devises fortes



Sources : Bloomberg, Syncicap AM, J.P. Morgan, août 2024

Cependant, la classe d'actifs devrait bénéficier directement d'une baisse des rendements des bons du Trésor américain. À nos yeux, aux valorisations actuelles et avec une gestion rigoureuse du risque crédit, les investisseurs pourraient bénéficier d'une appréciation en capital des obligations émergentes en plus du coupon offert par la classe d'actifs.

En résumé, les deux classes d'actifs présentent des opportunités d'investissement attractives. Les fondamentaux économiques dans de nombreux marchés émergents montrent des signes d'amélioration, et les valorisations sont intéressantes. Par ailleurs, des tendances structurelles comme la transition énergétique et l'essor du « nearshoring » devraient également favoriser ces marchés. Alors que la Réserve fédérale américaine s'oriente vers une politique monétaire plus accommodante, il est probable que les marchés émergents reçoivent enfin l'attention qu'ils méritent.



Syncicap AM est une société de gestion détenue par le groupe Ofi Invest (66 %) et Degroof Petercam Asset Management (34 %), agréée le 4 octobre 2021 par la Securities and Futures Commission de Hong Kong. Cette société, spécialisée dans les pays émergents, permet d'établir une présence en Asie, depuis Hong Kong. Elle gère également une gamme de fonds émergents proposés aux investisseurs européens par Ofi Invest Asset Management.

Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Ces placements permettent de profiter du potentiel de performance des marchés financiers en contrepartie d'une certaine prise de risque. Le capital investi et les performances ne sont pas garantis et il existe un risque de perte en capital. Source des indices cités : www.bloomberg.com

Ce document d'information 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 Syncicap AM. Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Syncicap AM à partir de sources qu'elle estime fiables. Les liens vers des sites web gérés par des tiers, présents dans ce document ne sont placés qu'à titre d'information. Syncicap AM ne garantit aucunement le contenu, la qualité ou l'exhaustivité de tels sites web et ne peut par conséquent en être tenue pour responsable.

La présence d'un lien vers le site web d'un tiers ne signifie pas que Syncicap AM a conclu des accords de collaboration avec ce tiers ou que Syncicap AM approuve les informations publiées sur de tels sites web. Les perspectives mentionnées sont susceptibles d'évolution et ne constituent pas un engagement ou une garantie. Syncicap AM se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis. Syncicap AM ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers.

Photos : Shutterstock.com/Ofi Invest AM.