

VOLATILITE ACCRUE SUR LA DETTE EMERGENTE

Le marché de la dette émergente connaît depuis la deuxième moitié du mois d'avril une période de volatilité accrue. Le renchérissement du dollar US, au-delà du taux 10 ans US qui est passé de 2,8% à 3%, est certainement l'élément déclencheur de cette correction sur les actifs obligataires émergents. Le rebond du dollar a certainement plusieurs explications, mais pour l'essentiel il traduit la désynchronisation de la croissance américaine avec le reste du monde. En effet, les attentes en matière de croissance en Europe, ainsi que pour les pays émergents, se sont heurtées à des indicateurs légèrement moins bons. On connaît les conséquences d'un dollar fort sur les marchés émergents, les devises se déprécient, principalement sur les pays dont les équilibres sont fragiles tels qu'en Argentine ou en Turquie.

C'est précisément ce qui s'est passé en Argentine, dont la devise s'est dépréciée de 8% depuis le 24 avril. La banque centrale décide d'intervenir sur le marché du change puis de relever les taux de 300 points de base. L'inverse eût été plus judicieux. Les marchés doutent et la correction s'accélère. La banque centrale devra intervenir pour 5 milliards de dollars US de réserves et remonter les taux au total de 12,5 points à 40 % pour stabiliser un tant soit peu le marché. Finalement, l'Argentine officialise une demande de soutien auprès du FMI le 8 mai dernier dans le but de rassurer les marchés. Idem en Turquie, la devise recule et la banque centrale décide de remonter ses taux de 75 points de base, insuffisamment pour enrayer la baisse des cours. Comme souvent en phase de stress, les banques centrales des pays émergents sont très vite testées et leur crédibilité mise à l'épreuve.

L'aversion est d'abord plus marquée sur les obligations en devises fortes, en dollars US et en euro. C'est en effet un marché qui a connu beaucoup de flux positifs depuis 2017. Ainsi, depuis mi-avril, la prime de risque moyenne (Indice EM JPMorgan Global Diversified), est passée de 295 à 338 points de base le 8 Mai 2018 et retrouvent ses niveaux de début 2017.

La forte accélération du mouvement baissier, dans un contexte macroéconomique positif de croissance haussière et de faible inflation, nous fait penser qu'il s'agit là, d'une correction technique et temporaire. Nous n'avons d'ailleurs pas du tout observé de réallocation vers des valeurs refuges. Par ailleurs, quand on observe le marché des obligations locales, il a plutôt très bien résisté au pic de volatilité. C'est un marché qui répond davantage aux problématiques domestiques, d'inflation et de croissance, et son comportement depuis le début de l'année nous conforte sur les raisons techniques plus que fondamentales de cette correction. Les aspects fondamentaux des économies émergentes restent très bons dans leur ensemble et nous n'avons par ailleurs aucune crainte sur un éventuel ralentissement chinois qui pourrait mettre à mal ces économies. Le FMI prévoit toujours des niveaux de croissance moyens de 4,9% en 2018 et de 5,1% en 2019 dans les pays émergents. Ces pays sont encore en début de cycle de reprise, et les sorties de capitaux observées dans ces phases de cycle sont généralement temporaires. Par conséquent, le fondamental devrait prévaloir sur les aspects techniques.

L'Argentine a fait une demande d'assistance financière auprès du FMI. Selon nous, au vu des réformes engagées par le Gouvernement Macri, l'Argentine a une très forte probabilité d'obtenir ce soutien. C'est une crise de confiance qui secoue l'Argentine, dans un contexte où l'on observait une assez forte surpondération des investisseurs sur ce pays. La réponse du gouvernement ne s'est pas fait attendre, et les mesures adoptées telles que la hausse des taux d'intérêt et l'accélération de l'ajustement fiscal de 0,5% à 2,7% pour l'année courante, traduisent l'orthodoxie des réponses apportées et la crédibilité nécessaire auprès du FMI. Cette crise s'est propagée sur d'autres grands pays, tels que la Russie, le Brésil, la Turquie, avec une forte accélération des corrélations, propres aux corrections techniques, sans distinction idiosyncratique.

Notre conviction à horizon Q3 2018 reste positive sur la dette émergente. La baisse des marchés qui vient d'avoir lieu, a permis de reconstituer les primes de risque et les niveaux sont actuellement ceux de janvier 2017. La hausse soudaine des corrélations est typique d'un « sell-off » plutôt technique au-delà des fondamentaux. En revanche, un renforcement supplémentaire du dollar est probablement à surveiller et il faut certainement s'en protéger, au moins à court terme.

La gestion maintient son positionnement en l'état. En Argentine, un accord du type « Stand-by Agreement » devrait avoir lieu et nous devrions en connaître les termes rapidement, ce qui profitera à l'ensemble du marché de la dette émergente. Nous jugeons aujourd'hui que les primes de risque sont largement sous évaluées à l'aune des conditions économiques et financières favorables dont bénéficient les pays émergents. Ainsi, sur nos stratégies directionnelles nous privilégions le maintien de nos positions sur les obligations en devises fortes et nous nous réservons la possibilité d'investir opportunément sur celles qui offrent aujourd'hui un couple risque/rendement encore plus intéressants. Les stratégies de valeurs relatives à l'aplatissement des courbes de crédit en Amérique latine sont également conservées ainsi que les positions de convergence des primes de risque entre des entreprises d'état et le risque souverain correspondant. Enfin sur le marché des changes nous avons un biais légèrement négatif sur les devises qui pâtiraient de nouvelles tensions commerciales entre Chine et Etats-Unis.

Avertissement :

Document promotionnel à destination des investisseurs professionnels. Les informations contenues dans ce document ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'investir, ni un conseil en investissement ou une recommandation sur des investissements spécifiques. Les opinions exprimées par La Française se fondent sur les conditions de marché actuelles et sont susceptibles d'être modifiées sans avertissement. Ces opinions peuvent diverger de celles d'autres professionnels de l'investissement. Document publié par La Française AM Finance Services, siège social 128, boulevard Raspail, 75006 Paris, France, agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel en qualité de prestataire de services d'investissement sous le numéro 18673 X, société affiliée de La Française.