

Titres de créance des marchés émergents en monnaie locale

Les étoiles pourraient bientôt s'aligner

Auteurs



Ward Brown, CFA, Ph. D.
Gestionnaire de portefeuille
de titres à revenu fixe



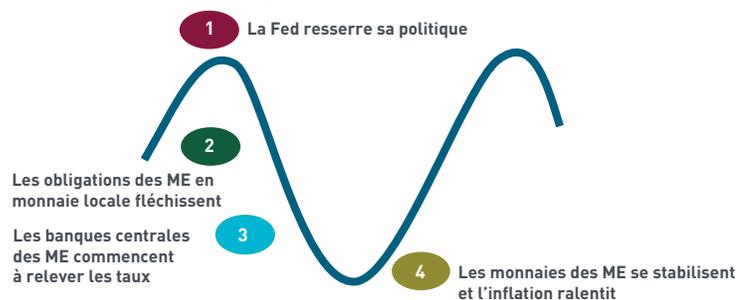
Benoit Anne
Directeur général, groupe
des solutions de placement

Au cours des vingt dernières années, les titres de créance des marchés émergents en monnaie locale ont traversé plusieurs cycles. Chaque cycle comporte quatre phases, la quatrième étant généralement été associée à des rendements robustes pour ces titres. Or, la quatrième étape du cycle en cours approche et nous croyons que les investisseurs pourraient avoir intérêt à étoffer leurs placements en titres de créance des marchés émergents en monnaie locale.

Les titres de créance des marchés émergents (ME) en monnaie locale sont une catégorie d'actif cyclique, car leurs évaluations et celles des devises sont influencées par les taux directeurs, que les banques centrales ajustent constamment en fonction des conditions économiques locales. Ces conditions sont quant à elles sensibles au cycle économique des États-Unis, bien que le degré de synchronisation varie d'un cycle à l'autre. Le cycle des titres de créance des ME en monnaie locale se déroule généralement en quatre phases (voir la figure 1) :

- 1. La Réserve fédérale américaine (Fed) amorce un cycle de hausse des taux.** Durant cette phase, les marchés émergents ont souvent une politique monétaire expansionniste, qui favorise leur croissance et contribue à l'augmentation du déficit de leur compte courant.
- 2. Les obligations des ME en monnaie locale et les devises des ME fléchissent, à mesure que la Fed poursuit les hausses de taux.** Ce déclin incite les banques centrales des marchés émergents à commencer à relever les taux d'intérêt pour stabiliser les monnaies et lutter contre l'inflation.
- 3. La croissance décelère et la Fed suspend le relèvement des taux.** Les bénéfices des sociétés ralentissent de concert avec la croissance économique et l'appétit pour le risque a tendance à diminuer. Le recul de l'appétit pour le risque exerce des pressions supplémentaires sur les monnaies des marchés émergents, obligeant les banques centrales à continuer d'augmenter les taux. Le ralentissement de la croissance à ce stade peut entraîner soit un atterrissage en douceur, soit un atterrissage brutal. Le résultat dépend de plusieurs facteurs, dont la durée de la pause de la Fed. En 2016, la Fed a fait une pause après une seule hausse de taux; en 2019, elle a commencé à annoncer des réductions très peu de temps après la dernière hausse décrétée en décembre 2018. Dans les deux cas, un atterrissage en douceur a eu lieu, bien que le deuxième ait été perturbé par la pandémie.
- 4. La Fed assouplit sa politique et commence à abaisser les taux.** Ce changement contribue à stabiliser l'appétit pour le risque et jette les bases d'une reprise de la croissance. Les monnaies des marchés émergents s'apprécient, l'inflation ralentit et les taux réels des titres de créance en monnaie locale s'accroissent, attirant les capitaux. Les banques centrales des marchés émergents finissent par assouplir à leur tour leur politique monétaire. Cette phase s'accompagne généralement de solides rendements des titres de créance en monnaie locale, d'une baisse des taux et d'une appréciation des devises.

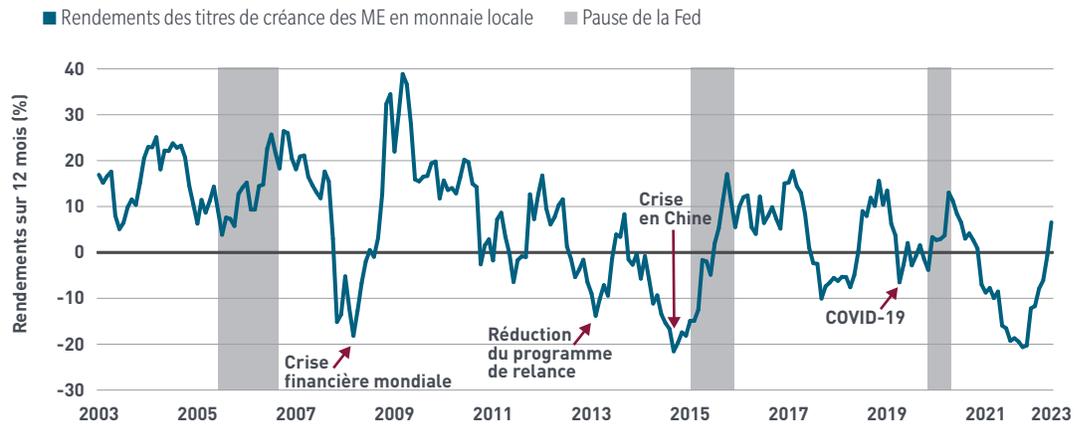
Figure 1 : Le cycle des titres de créance des ME en monnaie locale



À titre indicatif seulement.

Nous avons assisté à quatre cycles des titres de créance des ME en monnaie locale (voir l'annexe 1).

Figure 2 : Pause de la Fed et rendement des titres de créance des ME en monnaie locale

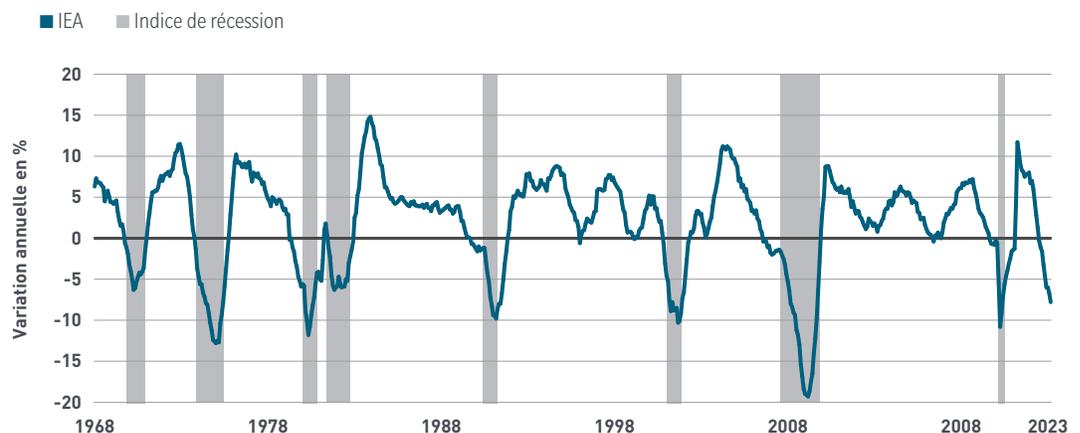


Source : Données mensuelles de Bloomberg, jusqu'en avril 2023. Rendements des titres de créance des ME en monnaie locale = indice J.P. Morgan GBI-EM Diversified Composite (\$ US, non couvert), JGENVUUG. Les zones ombrées indiquent les périodes de pause de la Fed (après un resserrement de la politique monétaire en territoire restrictif). Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur.

À quelle phase du cycle actuel des titres de créance des ME en monnaie locale nous trouvons-nous? Nous croyons que nous en sommes actuellement à la troisième phase. La Fed est sur le point de faire une pause. À l'heure actuelle, le marché prévoit une autre hausse de 25 points de base pour la période allant jusqu'en juillet 2023. De plus, les indicateurs économiques avancés laissent entrevoir un ralentissement de la croissance. La figure 3 illustre l'évolution des indicateurs avancés de l'économie américaine au fil du temps. Ces indicateurs se situent maintenant à un niveau correspondant à une récession (au cours des 12 prochains mois). D'autres indicateurs, comme la courbe des taux américains, signalent la même chose. Enfin, les bénéfices des sociétés ont ralenti.

Toutefois, la baisse de l'appétit pour le risque qui caractérise habituellement la fin de la troisième phase ne s'est pas encore matérialisée sur les marchés. Les mesures du risque, comme les écarts de taux des obligations de sociétés, la volatilité des actions et la prime de risque des actions, ne sont pas suffisamment élevées pour indiquer une baisse importante de l'appétit pour le risque.

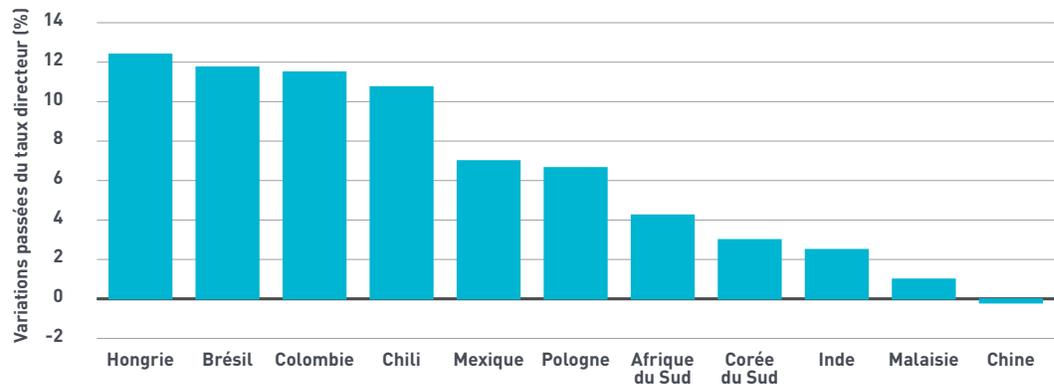
Figure 3 : Indicateurs avancés et récessions de l'économie américaine



Sources : Bloomberg, Conference Board, NBER. Données mensuelles de janvier 1968 à mars 2023. Les barres grises signalent les récessions aux États-Unis telles que définies par le National Bureau of Economic Research (NBER). L'indice du Conference Board des États-Unis regroupe dix indicateurs avancés. IEA = indicateurs économiques avancés.

Selon nous, les titres de créance des ME en monnaie locale deviennent intéressants au début de la quatrième phase, lorsque la Fed réduit les taux, avant qu'une surpondération de cette catégorie d'actif soit envisagée. En effet, le déclin de l'appétit pour le risque durant la troisième phase entraîne généralement des ventes massives des titres des ME en monnaie locale et une dépréciation des devises de ME, qui peuvent engendrer des évaluations intéressantes à long terme pour les investisseurs.

Figure 4 : Resserrement opéré par les banques centrales des marchés émergents depuis la fin de 2020

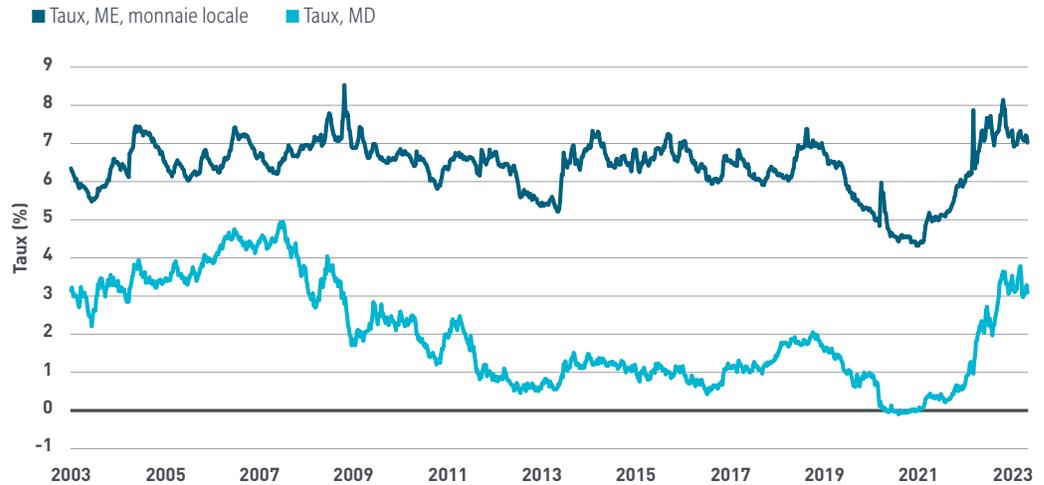


Source : Bloomberg, au 2 mai 2023. Le resserrement passé tient compte de l'évolution des taux directeurs depuis la fin de 2020.

D'après nous, la quatrième phase est relativement propice à des placements en titres de créance des ME en monnaie locale. Nous sommes néanmoins d'avis qu'une légère augmentation de la pondération de ces titres pourrait s'avérer bénéfique dès maintenant.

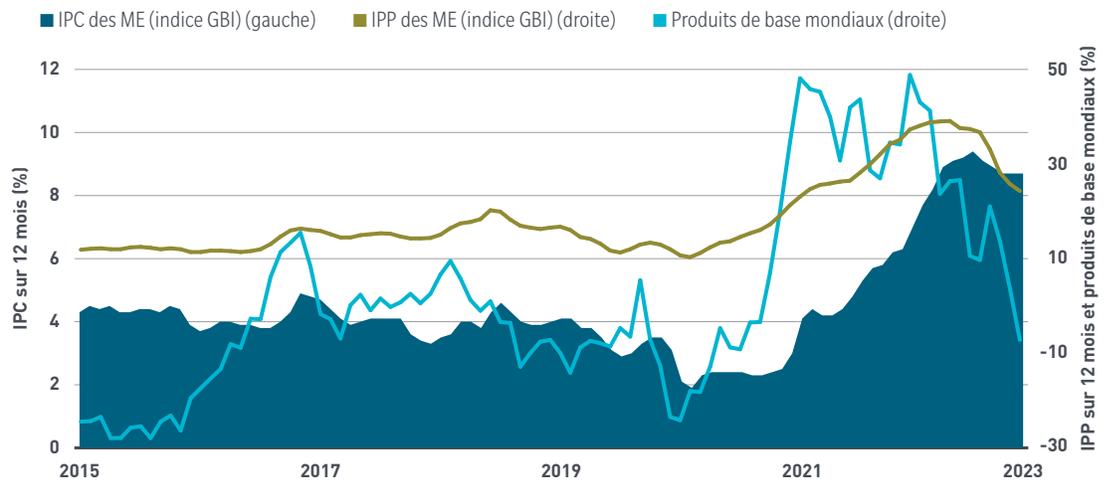
- 1. Ce cycle se distingue par le fait que les banques centrales des marchés émergents ont été les premières à relever des taux.** Habituellement, elles attendent que la Fed commence. Cette fois, elles ont amorcé les hausses avant la Fed et elles ont déjà considérablement resserré leur politique monétaire, comme le montre la figure 4. Par conséquent, les écarts de rendement sont très élevés pour de nombreuses devises, ce qui devrait atténuer leur dépréciation durant la troisième phase.
- 2. Atterrissage en douceur.** Même s'il ne s'agit pas de notre scénario de base, le cycle de relèvement des taux de la Fed pourrait se conclure par un atterrissage en douceur. Dans ce cas, nous croyons que la Fed abaissera également les taux d'intérêt, mais dans une moindre mesure qu'en cas d'atterrissage brutal. Toutefois, contrairement à un atterrissage brutal, nous pensons que les actifs risqués, y compris les monnaies des marchés émergents, pourraient commencer à se redresser bien avant que la Fed décrète des baisses de taux.
- 3. Vigueur limitée du dollar en cas d'atterrissage brutal.** Selon plusieurs mesures, le dollar américain semble déjà surévalué en raison de l'appréciation importante qu'il a connue en 2022.
- 4. Les évaluations des titres de créance des ME en monnaie locale sont intéressantes.** Elles le sont encore plus lorsqu'on les compare avec celles observées sur les marchés développés (MD) : les taux des titres des ME demeurent supérieurs d'environ 3 % à ceux des titres des MD, et ce, malgré la correction majeure des titres des MD (figure 5). La plupart des banques centrales des marchés émergents à l'extérieur de l'Asie ont relevé leurs taux directeurs à des niveaux très élevés et font maintenant une pause. Le taux de l'indice J.P. Morgan GBI-EM GD, un indice de référence couramment utilisé qui représente les titres de créance des ME en monnaie locale, est actuellement d'environ 7 %¹. Compte tenu du ralentissement de l'inflation et de la croissance, nous pensons qu'il est peu probable que les banques centrales des marchés émergents auront besoin de relever à nouveau leurs taux, même en cas d'atterrissage brutal (figure 6).
- 5. Les évaluations des monnaies des marchés émergents sont également intéressantes, selon nous.** Un panier de monnaies des marchés émergents se négocie actuellement près du creux de plusieurs années par rapport à un panier de dollars américains et d'euros, sur une base réelle, c'est-à-dire en tenant compte des différences entre l'inflation des pays émergents et celle relevée aux États-Unis et dans la zone euro (figure 7)¹. Enfin, par le passé, les évaluations des monnaies des marchés émergents ont affiché une corrélation positive avec les prix des produits de base. Cependant, nous constatons que ces monnaies n'ont pas suivi la remontée des prix des produits de base l'an dernier. Par conséquent, les monnaies des ME pourraient être moins sensibles à une possible baisse des prix des produits de base liée au ralentissement de la croissance (figure 8).

Figure 5 : Rendements des titres de créance des ME en monnaie locale par rapport aux titres des marchés développés (MD)



Source : Bloomberg. Données hebdomadaires du 3 janvier 2003 au 2 mai 2023. Taux des titres de créance des ME en monnaie locale = rendement à l'échéance de l'indice J.P. Morgan GBI-EM Diversified. Taux nominal des titres des marchés développés = 67 % d'obligations du Trésor américain à 5 ans et 33 % d'obligations d'État allemandes à 5 ans.

Figure 6 : L'inflation diminue dans les marchés émergents



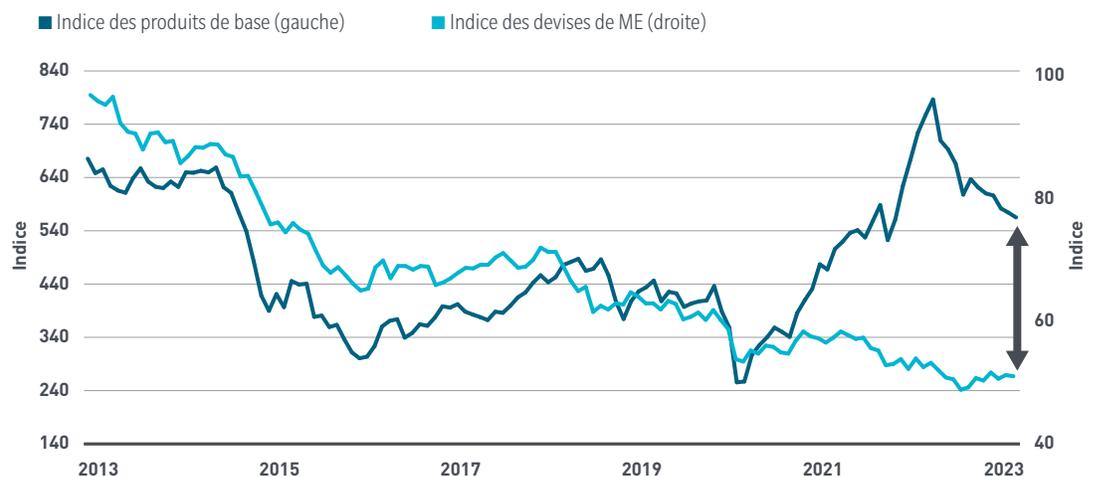
Sources : Gauche – J.P. Morgan, Bloomberg, recherche MFS. Données mensuelles d'avril 2015 à février 2023 pour les produits de base mondiaux, et l'IPC et l'IPP des marchés émergents. L'IPP des marchés émergents est établi à l'aide de l'IPP et des prix à la production des pays compris dans l'indice J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified, l'IPP de chaque pays étant pondéré selon la pondération du pays dans l'indice. Pondérations statiques utilisées au 31 décembre 2022. Cette analyse exclut l'Égypte et la République dominicaine en raison des limitations des données. Les Philippines sont exclues jusqu'en janvier 2019 en raison des limitations des données. Produits de base mondiaux = indice Bloomberg Commodities.

Figure 7 : Taux de change réel d'un panier de devises des ME par rapport à un panier de dollars américains et d'euros



Source : Bloomberg. Données mensuelles jusqu'en mars 2023. Janvier 2001 = 100. Le taux de change réel de chaque devise est estimé à l'aide du différentiel d'inflation entre chaque pays émergent et les États-Unis et la zone euro. Le panier de référence est composé de 50 % de dollars américains et de 50 % d'euros. L'indice global utilise les pondérations des ME de l'indice GBI pour un panier de 16 pays (les Philippines, l'Uruguay, la République dominicaine, la Serbie et l'Égypte sont exclus).

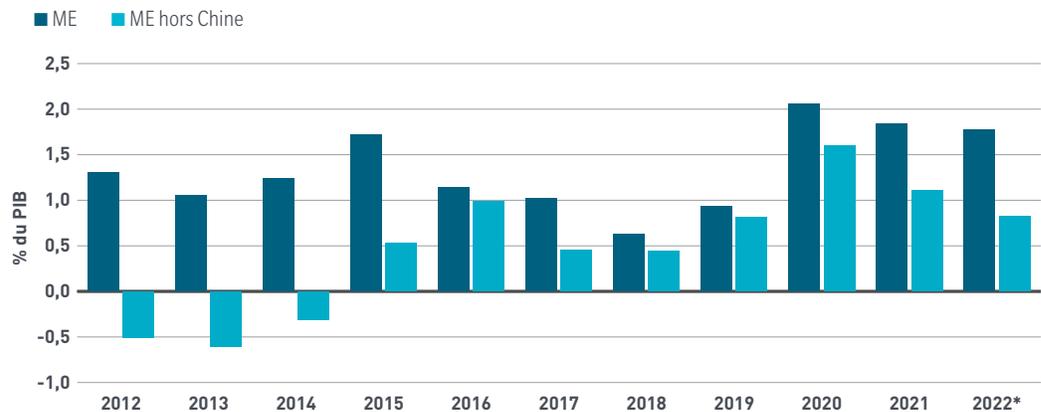
Figure 8 : Devises des ME et produits de base



Source : Bloomberg. Données mensuelles de février 2013 à avril 2023. Indice des produits de base = indice Bloomberg Commodities. Devises des ME = indice FXJPEMCS, indice J.P. Morgan Emerging Market Currency (EMCI).

Les marchés des titres de créance des ME en monnaie locale demeurent soutenus par de solides paramètres fondamentaux. La position externe des marchés émergents demeure saine, la balance de base – qui regroupe le solde du compte courant et les investissements étrangers nets dans les titres de créance – étant largement positive (figure 9). Une solide position externe renforcera la résilience des marchés émergents, en particulier leurs réserves de change, dans un contexte de ralentissement de la croissance mondiale.

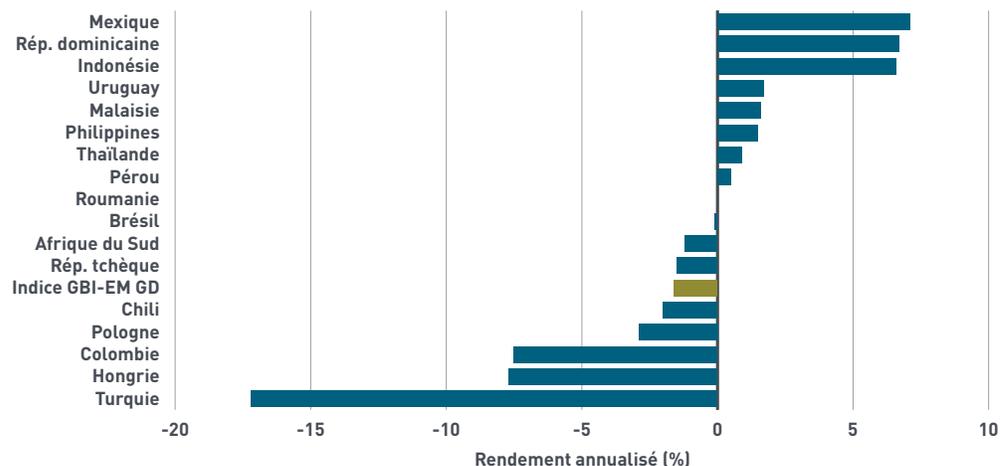
Figure 9 : Balance de base des ME (compte courant + investissements directs étrangers)



Sources : EIU, recherches de MFS. Données annuelles de 2012 à 2022. * 2022 représente les prévisions de MFS au 31 décembre 2022. Balance de base = compte courant + investissements directs étrangers. ME = Chine, Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, Thaïlande, Russie, République tchèque, Hongrie, Pologne, Roumanie, Afrique du Sud, Turquie, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Uruguay.

Il est important de souligner que choisir le moment opportun du cycle n'est qu'un des aspects des placements en titres de créance des ME en monnaie locale. Selon nous, l'élément qui contribue le plus à la réussite d'une telle stratégie est une sélection judicieuse des pays. Les investisseurs doivent comprendre le cycle des titres de créance des ME en monnaie locale d'un point de vue macroéconomique mondial descendant. De plus, le processus de placement doit inclure un solide cadre d'analyse des obligations souveraines. En effet, les titres de créance des ME en monnaie locale affichent généralement une forte volatilité, principalement à cause de leur exposition aux devises des marchés émergents. Par ailleurs, la solidité des paramètres fondamentaux varie grandement d'un pays émergent à l'autre, de même que les rendements (figure 10). Par conséquent, il est essentiel de privilégier les marchés qui présentent d'excellents paramètres fondamentaux ainsi qu'un potentiel intéressant d'appréciation de leur monnaie. Il est important que l'investisseur comprenne la dynamique des politiques monétaires locales ainsi que les facteurs techniques de chaque marché, car ils peuvent avoir une incidence sur le risque lié à la duration.

Figure 10 : Titres de créance des marchés émergents en monnaie locale – Rendement annualisé sur cinq ans de l'indice des pays



Sources : Bloomberg, J.P. Morgan. Indice GBI-EM GD = indice J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified Composite (\$ US, non couvert). Rendements annualisés sur cinq ans d'avril 2018 à avril 2023 en dollars américains. Le rendement de l'indice des pays est fondé sur les pays compris dans l'indice J.P. Morgan GBI-EM GD.

À notre avis, la quatrième phase du cycle actuel des titres de créance des ME en monnaie locale approche. Cette phase a généralement été associée à des rendements robustes pour ces titres. Nous pensons que cela pourrait être également le cas durant ce cycle. Toutefois, étant donné certaines différences entre ce cycle et les précédents, nous croyons qu'il pourrait être intéressant d'étoffer les placements en titres de créance des ME en monnaie locale avant le début de la quatrième phase. ▲

Annexe 1 : Les précédents cycles des titres de créance des ME en monnaie locale

- **Cycle de hausse de taux de la Fed de 2004 à 2006 :** Les rendements des titres de créance des ME en monnaie locale ont d'abord été soutenus par la forte croissance mondiale en 2004, mais à compter du milieu de 2005, ils ont commencé à reculer de façon marquée sous l'effet du resserrement opéré par la Fed. La Fed a fait une pause de 14 mois avant d'entreprendre un assouplissement en 2008, qui a impulsé la reprise des titres de créance en monnaie locale en 2009.
- **La crise de la réduction des mesures de relance en 2013 :** Bien qu'il ne s'agisse pas vraiment d'un cycle, cette crise a eu des effets similaires. En mai 2013, Ben Bernanke, le président de la Fed à l'époque, a surpris les marchés mondiaux en annonçant la réduction prochaine des mesures d'assouplissement quantitatif. Les taux des obligations du Trésor américain ont bondi et le rendement des titres de créance des ME en monnaie locale a chuté fortement au début de 2014, avant de se redresser avec vigueur une fois que les craintes liées à la réduction des mesures de relance se sont dissipées.
- **La hausse de 2015 :** En 2015 et 2016, les marchés ont commencé à anticiper un nouveau cycle de hausses des taux de la Fed. Parallèlement, l'économie américaine s'est affaiblie. La Fed a procédé à la première hausse de taux en décembre 2015, mais elle a de nouveau fait une pause dès janvier 2016. Les marchés ont alors cessé de prévoir un relèvement des taux, favorisant des rendements de plus de 10 % pour les titres de créance en monnaie locale durant la seconde moitié de l'année.
- **Cycle de relèvement des taux de la Fed en 2018 :** En 2018, le taux directeur de la Fed est passé en territoire restrictif, accroissant la volatilité des marchés qui redoutaient principalement une récession induite par la Fed. Les rendements des titres de créance des ME en monnaie locale sont alors tombés à -10 % sur 12 mois en août 2018². La Fed a commencé à abaisser ses taux en 2019. Ces réductions ont favorisé un redressement vigoureux des rendements des titres de créance en monnaie locale, qui ont avoisiné 15 %.

Notes

¹ Données au 2 mai 2023.

² Sources : Bloomberg, J.P. Morgan. Indice J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified Composite (\$ US, non couvert).

Source : Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG^{MD} est une marque de commerce et de service de Bloomberg Finance L.P. et de ses sociétés affiliées (collectivement « Bloomberg »). Bloomberg ou les concédants de licence de Bloomberg détiennent tous les droits patrimoniaux des indices Bloomberg. Bloomberg n'approuve ni n'endosse ce document, n'offre de garantie quant à l'exactitude ou l'exhaustivité des renseignements qu'il contient ou n'offre de garantie, expresse ou implicite, relativement aux résultats pouvant être obtenus par suite de leur utilisation et, dans toute la mesure où cela est permis par la loi, ne saurait être tenue responsable des préjudices ou dommages pouvant en découler.

Les renseignements proviennent de sources jugées fiables, mais J.P. Morgan ne garantit pas leur exhaustivité ni leur exactitude. L'indice est utilisé avec permission. On ne peut copier, utiliser ou distribuer l'indice sans obtenir au préalable le consentement écrit de J.P. Morgan. © J.P. Morgan Chase & Co., 2022. Tous droits réservés.

Les points de vue exprimés sont ceux du ou des auteurs et peuvent changer sans préavis. Ils sont fournis à titre indicatif seulement et ne doivent pas être considérés comme une recommandation d'achat d'un titre, une sollicitation ou un conseil en placement. Les prévisions ne sont pas garanties.

Sauf indication contraire, les logos ainsi que les noms des produits et services sont des marques de commerce de MFS^{MD} et de ses sociétés affiliées, qui peuvent être déposées dans certains pays.

Distribué par : **États-Unis** – MFS Institutional Advisors, Inc. (« MFSI »), MFS Investment Management et MFS Fund Distributors, Inc.; **Amérique latine** – MFS International Ltd.; **Canada** – MFS Gestion de Placements Canada Limitée. Aucune commission des valeurs mobilières ni aucun organisme de réglementation analogue au Canada n'ont passé en revue le présent document. **Note à l'intention des lecteurs du Royaume-Uni et de la Suisse** : publié au Royaume-Uni et en Suisse par MFS International (UK) Limited (« MIL UK »), une société privée à responsabilité limitée inscrite en Angleterre et au pays de Galles sous le numéro 03062718, dont les activités de placement sont autorisées et réglementées par la UK Financial Conduct Authority. Le siège social de MIL UK, filiale indirecte de MFS^{MD}, se trouve au One Carter Lane, Londres (EC4V 5ER), au Royaume-Uni. **Note à l'intention des lecteurs européens (hors Royaume-Uni et Suisse)** : publié en Europe par MFS Investment Management (Lux) s. à r. l. (MFS Lux) – société autorisée en vertu des lois du Luxembourg en tant que société de gestion pour les fonds domiciliés au Luxembourg – les deux offrent des produits et des services de placement aux investisseurs institutionnels. Le siège social se situe au S.a.r.l. 4, rue Albert Borschette, Luxembourg L-1246. Tél. : 352 2826 12800. Le présent document est réservé aux investisseurs professionnels (dans la mesure où les organismes de réglementation locaux le permettent). On ne doit pas s'y fier et il ne doit pas être distribué si cela contrevient à la réglementation locale; **Singapour** – MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australie/Nouvelle-Zélande** – MFS International Australia Pty Ltd (« MFS Australia ») (ABN 68 607 579 537) détient le permis numéro 485343 pour la prestation de services financiers en Australie. MFS Australia est régie par l'Australian Securities and Investments Commission; **Hong Kong** – MFS International (Hong Kong) Limited (« MIL HK »), une société privée à responsabilité limitée inscrite auprès de la Hong Kong Securities and Futures Commission (« SFC ») et réglementée par celle-ci. MIL HK est autorisée à exercer des activités réglementées de négociation de titres et de gestion d'actifs, et peut fournir certains services de placement à des « investisseurs professionnels » au sens de la *Securities and Futures Ordinance* (« SFO »); **pour les investisseurs professionnels en Chine** – MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, Chine, une entreprise chinoise à responsabilité limitée réglementée pour fournir des services-conseils en gestion financière; **Japon** – MFS Investment Management K.K. est inscrite à titre d'opérateur d'instruments financiers, Kanto Local Finance Bureau (FIBO) No. 312, membre de l'Investment Trust Association du Japon et de la Japan Investment Advisers Association. Comme les frais assumés par les investisseurs varient selon les circonstances (produits, services, période de placement, conditions du marché, etc.), le montant total et les méthodes de calcul ne peuvent être indiqués à l'avance. Tous les placements comportent des risques, y compris les fluctuations de marché, et les investisseurs peuvent perdre le capital investi. Avant de faire des placements, les investisseurs devraient obtenir et lire attentivement le prospectus et les documents indiqués dans l'article 37-3 de la *Financial Instruments and Exchange Act*.