

HAUSSE DES TAUX D'INTÉRÊT : UNE NOUVELLE DONNE POUR LES EMERGENTS ?

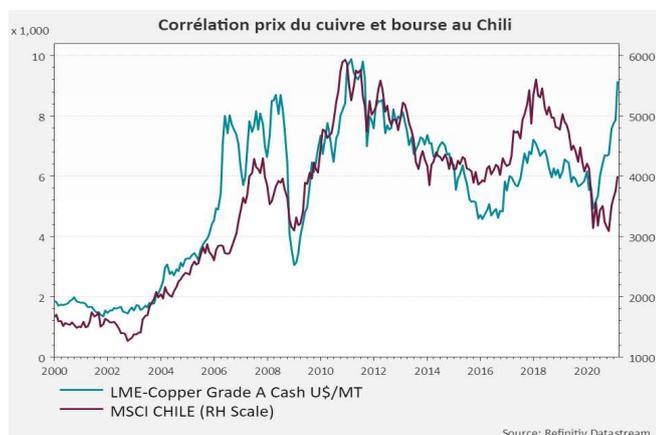
Par Laetitia Baldeschi, Responsable des Etudes et de la Stratégie, CPR AM



La hausse brutale des taux d'intérêt américains a stoppé net la progression des actifs émergents à partir du mois de février dernier. Des parallèles ont été rapidement faits avec des épisodes précédents de cet ordre, et notamment le *taper tantrum* de mai 2013. Il nous semble qu'il faut rester prudent dans cet exercice et reprendre une analyse factuelle de la situation des pays émergents. Celle-ci apparaît bien plus solide dans un environnement de reprise du commerce mondial. Des opportunités d'investissement dans cette zone ne manqueront donc pas de se faire jour, si le mouvement de hausse de taux reste ordonné.

A la fin de l'année 2020, l'espoir suscité par les vaccins enclenchait une phase favorable pour les Emergents. Les perspectives de reprise de la demande mondiale permettaient un rebond des actifs risqués.

Les premiers pays à bénéficier du redémarrage ont été les pays producteurs de matières premières en amont du cycle de reprise, l'Amérique latine en tête. Rappelons que cette zone a été particulièrement touchée par la crise sanitaire et ses actifs ont été largement délaissés en 2020.



Les pays dont la dépendance commerciale à la Chine est très importante ont également bénéficié du redémarrage de celle-ci. Effectivement, la Chine a ré-ouvert plus tôt

son économie, dès le deuxième trimestre 2020, avec une maîtrise quasi complète de la pandémie. Elle a profité de cette situation unique en inondant le monde des produits dits « covid ». L'accélération du financement de l'économie, par crédits bancaires ou émissions d'obligations publiques a permis une hausse des importations chinoises, et joué un effet d'entraînement sur le reste du monde. Plus généralement, les pays très ouverts au commerce mondial ont bénéficié de cette dynamique de reprise de la demande mondiale. C'est notamment le cas de la zone asiatique, dont les chaînes de production sont particulièrement bien intégrées. A ce titre, le signal envoyé par le renforcement de la coopération à travers la signature du RCEP (partenariat régional économique global), entre 15 pays d'Asie, afin de créer une zone de libre-échange, a été très positif.

De plus, la plupart des pays émergents ont pu s'appuyer sur des politiques monétaires et budgétaires expansionnistes. Certaines banques centrales ont été jusqu'à mettre en place des politiques non conventionnelles d'achats d'actifs. D'autres gouvernements, plus rares, comme le Brésil, ont distribué des fonds publics directement aux ménages les plus démunis, avec un plan d'urgence global de mesures budgétaires représentant 18,2% du PIB, soit 2 fois la moyenne des plans budgétaires des émergents. Tout ceci

a permis un rebond plus rapide des économies dans le monde émergent. **Les pays émergents ont ainsi vu leur taux de croissance nettement progresser en 2^{ème} partie d'année 2020, et certains d'entre eux ont d'ores et déjà retrouvé le niveau d'activité d'avant crise : la Chine bien entendu, mais également Taiwan, l'Inde ou la Turquie.**

Mais la brusque remontée des taux d'intérêt américains qui a commencé en février est venue perturber, il nous semble seulement temporairement, cet alignement des planètes émergentes.

Pourquoi envisageons-nous un mouvement de repli temporaire des investisseurs sur cette classe d'actifs ?

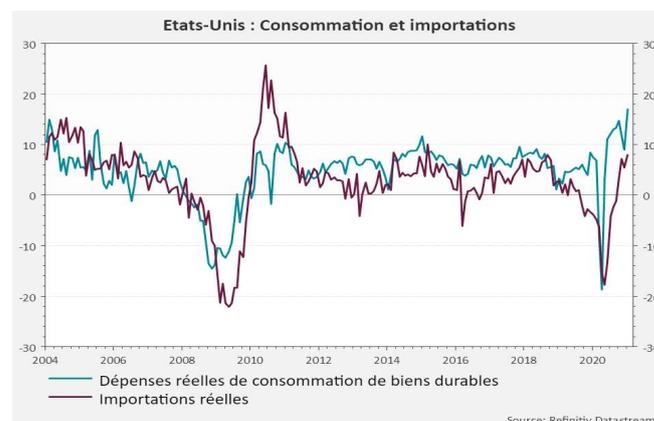
D'une part, nous ne pensons pas que la Réserve fédérale envisage de modifier sa politique monétaire dans un avenir proche, compte tenu avant tout de l'état du marché de l'emploi américain. N'oublions pas qu'il manque encore plus de 9 millions d'emplois au regard de la situation d'avant crise. Certes, la vaccination est rapide, et le Président américain annonce un retour à la normale pour le 4 juillet prochain, mais il faudra encore quelques mois de soutiens monétaire et budgétaire pour renforcer la reprise américaine. Les anticipations de remontée du taux des fed funds qui se matérialisent dans la remontée des taux réels pourraient être plus modestes.

D'autre part les facteurs qui ont tiré le rebond de la fin de l'année 2020 dans les émergents sont toujours présents, voir même encore amplifiés.

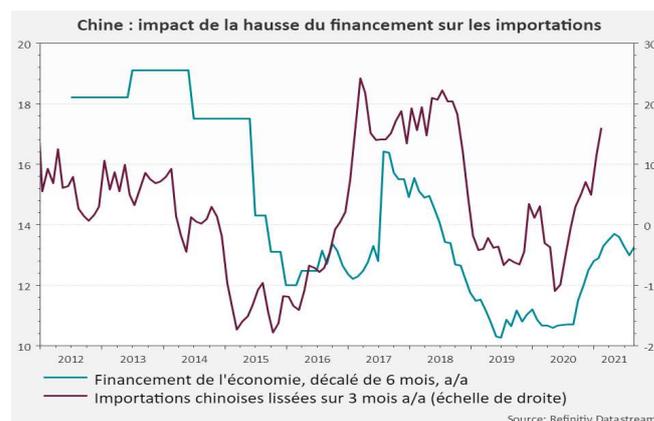
Ainsi, la vaccination accélère et s'étend sur l'ensemble des pays du G20. L'Inde a d'ores et déjà injecté 30 millions de doses de vaccin alors même que la campagne n'a débuté que le 16 janvier. Dans le classement mondial par taux de vaccination, après Israël, le Royaume Uni et les Etats-Unis, on retrouve le Chili, pays dans lequel 25,2% de la population a reçu une première dose, essentiellement du Sinovac, vaccin d'un laboratoire chinois.

Le programme de soutien budgétaire massif de Joe Biden, de 1900 Mds \$ a pour premier but de soutenir l'économie américaine bien évidemment, mais il aura également un impact favorable sur la croissance des pays partenaires des Etats-Unis. L'OCDE l'évalue à près d'un point de croissance supplémentaire pour le Mexique en particulier. En effet, et on avait déjà pu le constater lors de la mise en œuvre du *Cares Act* en avril dernier, une partie des aides versées aux ménages modestes américains se retrouvent dans ce qu'on appelle les « *remittances* », les rapatriements de fonds des mexicains expatriés au pays. Ceci a compensé en partie la faiblesse du soutien budgétaire du gouvernement mexicain.

L'autre canal plus classique est celui des échanges commerciaux. Le Mexique réalise 85% de ses exportations avec les Etats-Unis. L'accélération de la consommation des ménages américains s'accompagne usuellement d'une nette accélération des importations ! L'OCDE indique dans ses dernières prévisions que même le Brésil ou la Chine bénéficieront de cette demande supplémentaire...

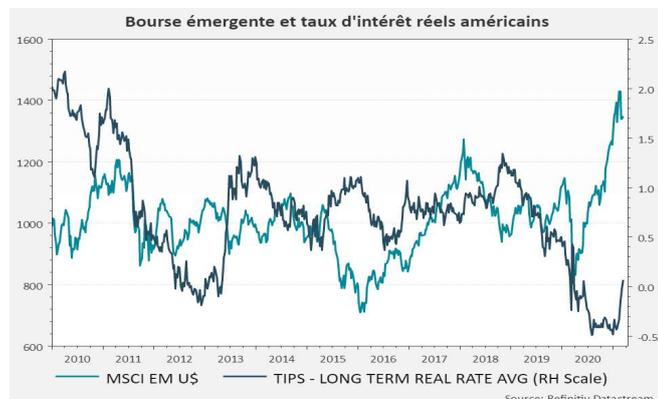


La Chine ne semble pas souhaiter un resserrement brutal de sa politique monétaire ou budgétaire. Certes, le nouvel objectif de croissance annoncé lors des « *Deux Sessions* » apparaît modeste, le PIB devant croître à minima de 6% en 2021. Il semble qu'il faille considérer ce chiffre comme un plancher. D'ailleurs, si on fait une moyenne pondérée des objectifs de croissance de chacune des régions chinoises on atteindrait un niveau supérieur à 6,8%. Par ailleurs les effets de base permettent d'enregistrer un acquis de croissance au début de 2021 de... 6,5%. Autrement dit, si on enregistrait une croissance nulle du PIB au cours des 4 trimestres de 2021, le PIB en moyenne annuelle de 2021 serait en hausse de 6,5%. Dans ce contexte, la Chine devrait continuer de jouer son rôle de moteur pour la croissance du reste du monde. Pour illustrer ce point on peut noter que la croissance de l'encours de financement total de l'économie (TSF) atteint encore +13,3% sur un an à la fin février. Difficile de parler d'une réduction du crédit...



Toujours est-il que l'impact d'une remontée rapide des taux d'intérêt réels américains influence négativement les actifs émergents

C'est en tout état de cause ce que le passé nous a enseigné et ce que l'on a encore pu observer au cours des dernières semaines.



Le premier réflexe est de regarder dans le passé les épisodes précédents d'une brusque remontée des taux. L'exemple le plus pertinent est peut-être celui de 2013, le « taper tantrum » associé à Ben Bernanke. Rappelons-nous, au mois de mai 2013, après 4 ans de politique monétaire ultra accommodante, le Président de la Réserve fédérale avait indiqué que la politique d'achats de titres de la Fed pourrait prendre fin. Il s'en était suivi une chute des devises et des actions émergentes, et une remontée des taux. Est-on dans la même situation ? Il nous semble nécessaire de nuancer cette appréciation.

En effet, en premier lieu, le scénario attendu de la politique monétaire américaine est très différent. L'heure de la normalisation n'a pas encore sonné ! Si l'accélération de l'ouverture de l'économie américaine, le soutien budgétaire extraordinaire et la résilience somme toute de l'économie américaine rassurent, il reste encore du chemin pour atteindre le plein emploi, qui est l'un des objectifs clés de la Fed. Certes, l'inflation accélère, mais il s'agit a priori de facteurs conjoncturels et l'on ne parle pas encore de tendance structurellement haussière des prix.

Les investisseurs ont assez rapidement fait le tri entre les pays émergents et ont appliqué une analyse sélective de ces derniers au regard de l'évolution constatée des devises. En effet, les devises des pays producteurs de matières premières ont limité leur baisse voire inversé assez rapidement la tendance. C'est notamment le cas de la Russie, du Chili ou de la Colombie.

Les devises qui souffrent le plus sont celles des pays à vulnérabilité chronique : ces pays sont lourdement endettés, avec un fort endettement du secteur public

pour le Brésil, l'Inde ou l'Afrique du sud, ou un fort endettement du secteur privé en devises dures comme en Turquie. Remarquons également que ces pays sont confrontés à des problématiques politiques spécifiques. Ainsi, c'est le traditionnel enchaînement risque de change - risque de liquidité - risque de solvabilité qui nécessite certes une surveillance étroite, mais qui relève plutôt du risque spécifique.

Si nous concentrons l'analyse sur les fondamentaux des pays émergents en les comparant à ceux observables en 2013, plusieurs points positifs apparaissent.

En premier lieu, la plupart des pays ont amélioré leur balance courante, avec a minima une très nette diminution du déficit, si ce n'est comme au Brésil ou en Inde par exemple un passage en excédent courant. Bien évidemment, ceci est la conséquence de la chute de la demande intérieure au plus fort de la pandémie dans la plupart des pays.

(graphique 1, en page 5)

Par ailleurs, les banques centrales ont très largement gagné en crédibilité, dans leur contrôle de l'inflation. Elles ont d'ailleurs pu mettre à profit cette situation pour assouplir comme jamais leur politique monétaire, en baissant leurs taux directeurs, voire en se lançant pour certaines d'entre elles dans des politiques non conventionnelles d'achats de titres en 2020. L'inflation est proche de l'objectif pour la plupart des pays, à l'exception notable de la Turquie.

Les réserves de change de la plupart des pays sont suffisantes pour assurer les échéances de dette extérieure de court terme à l'exception là aussi de la Turquie. Pour exemple, les réserves de change de l'Inde atteignent aujourd'hui 580 Mds \$, soit l'équivalent de 104% de l'ensemble de la dette extérieure du pays. En 2013, elles ne couvraient que 69% de celle-ci. Autre métrique rassurante dans le cas de l'Inde, ces mêmes réserves de change correspondent aujourd'hui à 19 mois d'importations du pays. En 2013, elles permettaient d'assurer seulement 7 mois d'importations.

Seules les finances publiques se sont dégradées, ce qui semble évident compte tenu des circonstances. Mais au regard de ce que l'on peut observer dans certains grands pays développés cette hausse des déficits apparaît encore gérable. Toujours est-il que cette dégradation nécessitera une plus grande vigilance. Ce sera particulièrement le cas dans les pays qui sont entrés dans cette crise sanitaire avec un niveau de dette publique déjà important. Il faudra

donc être prudent notamment au Brésil, en Afrique du sud ou en Inde.

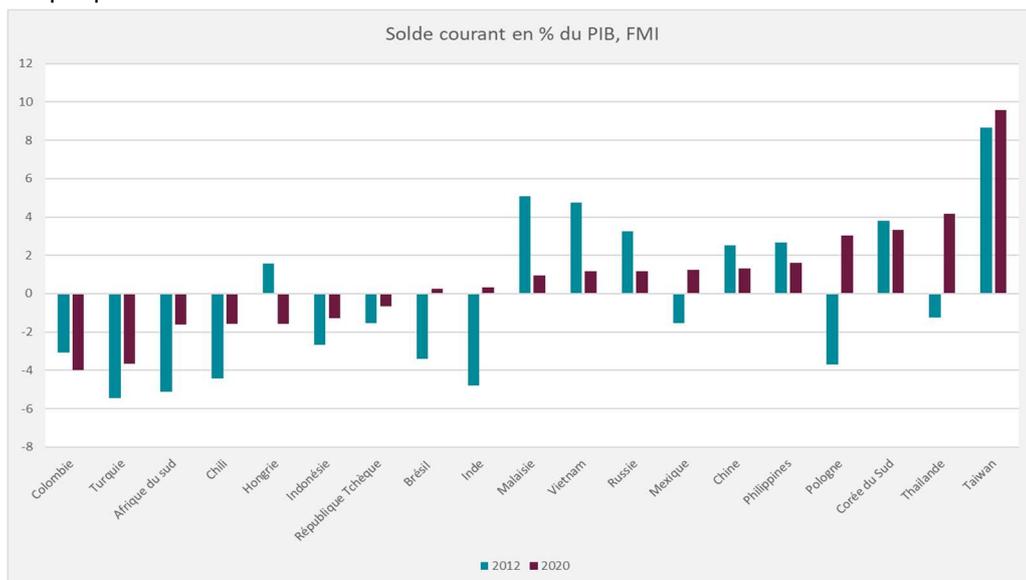
(graphique 2, en page 5)

Si en 2013 le choc avait été rude pour les émergents, c'est aussi et en grande partie parce que la remontée des taux américains était accompagnée des premiers signes de ralentissement de la croissance chinoise. Comme indiqué précédemment, il ne nous semble pas opportun de parler aujourd'hui de ralentissement. A l'époque, la Chine était au début de sa phase de transformation d'une économie « *usine du monde* » vers une économie de services, recentrée sur sa demande intérieure. Certes, cette transformation n'est pas achevée, mais la pandémie et les tensions commerciales avec les Etats-Unis ont modifié le calendrier de sa réalisation et surtout ont rappelé aux autorités chinoises la nécessité de maîtriser ce qu'elles appellent la « *circulation duale* ». Il s'agit d'optimiser les échanges extérieurs chinois, et en particulier de réduire progressivement leur dépendance

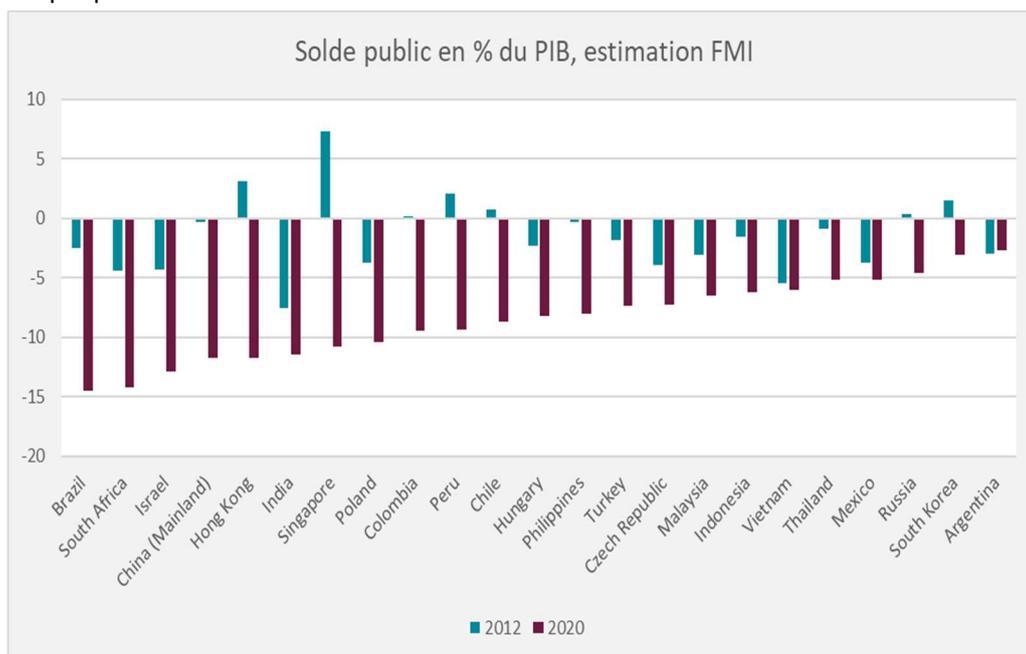
vis-à-vis de certains biens dits stratégiques, en particulier dans le domaine des technologies avancées. Ceci va se traduire par des investissements massifs dans de nouveaux domaines et une recherche accrue. On parle ici des nouvelles technologies, mais aussi de la réorientation des investissements pour répondre à l'engagement de la neutralité carbone pour 2060, pris à l'automne dernier. **Une nouvelle révolution industrielle se dessine, et cela aura nécessairement un impact sur les partenaires commerciaux de la Chine.** Cela impliquera également des efforts colossaux en matière d'éducation, pour former les ingénieurs et chercheurs de demain à l'intérieur même du pays ! Les discussions lors des « *Deux Sessions* », le rendez-vous politique annuel chinois, qui se sont terminées le 11 mars dernier, sont riches d'enseignement à cet égard, mais nous y reviendrons à travers une prochaine publication.

Publié le 29 mars 2021

Graphique 1



Graphique 2


Information :

Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de CPR AM sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle et n'engagent pas la responsabilité de CPR AM. Elles sont basées sur des sources que nous considérons fiables, mais nous ne garantissons pas qu'elles soient exactes, complètes, valides ou à propos, et elles ne doivent pas être considérées comme telles à quelque fin que ce soit. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle. Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans l'autorisation préalable de CPR AM. Sous réserve du respect de ses obligations, CPR AM ne pourra être tenu responsable des conséquences financières ou de quelque nature que ce soit résultant de l'investissement. L'ensemble de la documentation réglementaire est disponible en français sur le site www.cpram.fr ou sur simple demande au siège social de la société de gestion.

CPR Asset Management, Société anonyme au capital de 53 445 705 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 01-056 - 90 boulevard Pasteur, 75015 Paris - France – 399 392 141 RCS Paris.


cpr-am.com

[@CPR_AM](https://twitter.com/CPR_AM)

[cpr-asset-management](https://www.linkedin.com/company/cpr-asset-management)