

4 Rally sur les actifs émergents et baisse des prix des matières premières : faut-il s'en inquiéter ?

KARINE HERVÉ, *Stratégie et Recherche Économique*

Les actifs émergents ont le vent en poupe mais certains analystes de marchés s'interrogent du bien-fondé de ce rally

De nombreux intervenants et analystes de marchés s'étonnent de l'ampleur et s'interrogent sur la pérennité du rally sur les actifs émergents (cf. graphique n° 1). À tort ou à raison, telle est la question ? Les fondamentaux économiques se sont améliorés dans de nombreux pays y compris dans les pays émergents et en voie de développement. Le repli des discours protectionnistes de Trump, la baisse des anticipations de reflation de l'économie américaine et donc de hausse des Fed funds sont autant de points favorables aux économies émergentes et plus globalement à la croissance mondiale. C'est d'ailleurs le scénario pour lequel nous plaidons depuis novembre dernier : le maintien de la croissance mondiale aux alentours de 3 % au cours des deux prochaines années. Dans un environnement de taux bas dans la plupart des économies avancées, les actifs émergents continuent d'offrir des rendements attractifs. Il convient donc de ne pas délaissier une classe d'actifs aussi profitable. L'indice MSCI émergent, par exemple, a progressé de près de 15 % depuis le début de l'année et pourrait continuer de monter.

Toutefois, les derniers mouvements de prix sur les marchés des matières premières (cf. graphique n° 2) ont généré de nouvelles appréhensions du côté des analystes et intervenants de marchés. Il est vrai que l'ampleur des flux entrants dans les émergents depuis deux trois mois peut poser question. Plus précisément, il convient de se demander si ces flux sont réellement en ligne avec l'amélioration observée des fondamentaux économiques dans ces pays et s'il n'existe pas un risque de voir ces flux se retourner (*sudden-stop*). La question de l'éventuel excès des flux de capitaux vers les émergents fait sens dans la mesure où il peut exister une divergence entre flux de capitaux et fondamentaux économiques mais celle-ci ne dure jamais bien longtemps ! N'oublions pas que ces pays, même s'ils sont plus résilients aujourd'hui qu'ils ne l'étaient il y a encore quelques années, seraient sensibles à un nouvel épisode de *sudden-stop* dans la mesure où beaucoup ont déjà été affectés par i) la chute des cours des matières premières de 2014-2015 et ii) des chocs idiosyncratiques, généralement de nature politique.

La poursuite de l'actuelle politique monétaire chinoise pourrait peser sur la demande mondiale et sur les prix des matières premières

Les dernières mesures de la PBoC (hausse des taux directeurs, des taux de réserves obligatoires) et du régulateur du marché bancaire visent clairement à limiter (pour ne pas dire diminuer) l'expansion du crédit (formel et informel) ainsi que la hausse des prix immobiliers qui portent en eux les germes d'une crise. A priori, cette orientation politique est donc raisonnable d'autant que les mesures de resserrement monétaire ont été décidées à un moment où les signaux renvoyés par l'économie réelle étaient au beau fixe. Les autorités chinoises vont certainement vouloir profiter du temps de cette embellie pour poursuivre cette politique. Il pourrait donc y avoir dans les mois à venir de nouveaux épisodes i) de baisse des importations chinoises et ii) de diminution de la liquidité qui pourrait entraîner dans son sillage une nouvelle jambe de baisse des prix des matières premières ou pour le moins davantage de volatilité sur ces marchés.

Un tel scénario n'est évidemment pas le plus propice aux redressements des fondamentaux économiques des pays émergents et en développement qui dépendent d'une façon ou d'une autre de la demande chinoise. Toutefois, tous les pays ne seraient pas affectés de la même manière : les pays exportateurs

L'essentiel

Les derniers mouvements de prix sur les marchés des matières premières ont généré de nouvelles appréhensions du côté des analystes et intervenants de marchés.

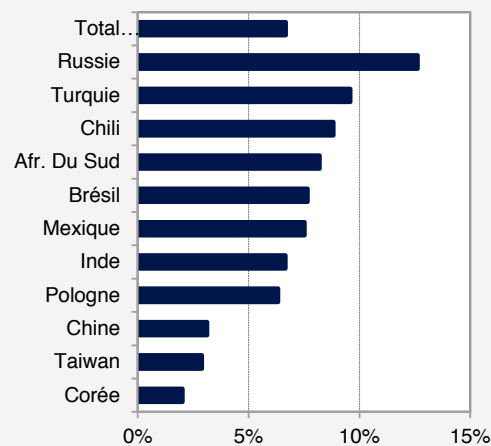
Beaucoup s'interrogent sur l'ampleur et la pérennité du rally actuel sur les actifs émergents. Toutefois, même s'il existe des risques baissiers en provenance de Chine surtout, nous pensons qu'à ce stade il convient de rester vigilant sans pour autant tirer le signal d'alarme.



Les flux continuent d'abonder dans les pays émergents et certains analystes s'interrogent



1 Flux obligatoires depuis janvier (% des encours)



Sources: EPFR, Recherche Amundi



Le ralentissement du crédit et le resserrement de la politique monétaire chinoise pourraient peser sur la demande mondiale et sur les prix des matières premières



Juin 2017

nets de matières premières seraient sans aucun doute les plus pénalisés. Si on regarde la part de leurs exportations dans le PIB ainsi que leur exposition aux matières premières (part de ces produits dans les exportations totales), la Russie, le Chili ainsi que le Pérou et la Malaisie seraient les plus affectés (cf. tableau 1). Le Brésil et le Mexique semblent de ce point de vue plus à l'abri : le premier en raison d'une moindre ouverture de son économie et le second de sa plus grande diversification.

Sensibilité aux prix des matières premières							
	Exports % PIB	Énergie % Exports	Énergie % PIB	Métaux % Exports	Métaux % PIB	Énergie et Métaux % Exports	Énergie et Métaux % PIB
Brésil	18	7	1	11	2	18	3
Chili	30	1	0	54	16	55	16
Colombie	15	68	10	1	0	69	10
Mexique	35	6		3	1	9	3
Pérou	25	9	2	49	12	57	14
Russie	30	63	19	6	2	69	21
Afrique du Sud	30	12	4	24	7	36	11
Indonésie	25	30	8	5	1	35	9
Malaisie	70	16	11	4	3	20	14

Sources : Datastream, Recherche Amundi

Une nouvelle baisse des cours des matières premières pourrait remettre en cause le cycle d'assouplissement monétaire amorcé dans plusieurs pays via un effet change

Les liens commerciaux ne sont pas les seuls canaux de diffusion des mouvements de prix des matières premières sur l'économie réelle. Les taux de change jouent un rôle tout aussi important. En effet, il existe une forte corrélation entre prix des matières premières et évolutions des changes : plus les prix des matières premières sont élevés, plus les monnaies des pays exportateurs sont fortes. Aussi, si les prix des matières premières subissaient de nouvelles pressions baissières soutenues, les monnaies des pays exportateurs pourraient de nouveau se déprécier. Ce mouvement aurait deux conséquences directes fâcheuses : i) accroître le coût de la dette libellée en devises étrangères et ii) renforcer les pressions inflationnistes via les effets *pass-through*. Avec des ratios de dette libellée en devises étrangères supérieures à 60 % de leur PIB, le Chili, le Pérou, la Colombie et la Malaisie seraient fragilisés. Du côté des pressions inflationnistes, les pays où les niveaux d'inflation actuels sont déjà élevés et/ou au-dessus de leur cible pourraient être contraints de ralentir le rythme de l'assouplissement monétaire en cours. De ce point de vue, le Pérou, la Colombie et la Malaisie avec des niveaux d'inflation au-dessus de leur cible apparaissent comme les plus exposés. Alors que ces pays ont entamé récemment des baisses de taux et que le consensus mise sur une accélération de cet assouplissement monétaire dans les mois à venir, la volatilité des prix des matières premières pourrait jouer en sens inverse.

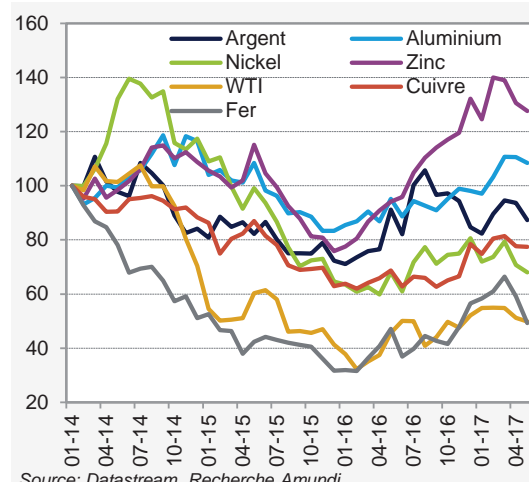
En Russie, l'inflation a convergé vers sa cible et les anticipations d'inflation semblent bien ancrées. La Banque Centrale Russe (CBR), qui a amorcé avec beaucoup de prudence la baisse de ses taux, pourrait néanmoins faire machine arrière au moindre choc persistant sur le pétrole étant donné le fort *pass-through* entre change et inflation. Toutefois, il nous semble que tant que le prix du pétrole ne descend pas en dessous de 40USD/baril (hypothèse de travail de la CBR), les risques sur le rouble sont limités. En effet, la Russie semble être sortie de la récession : d'après les chiffres préliminaires, le PIB russe aurait augmenté de 0.5 % en glissement annuel au premier trimestre et ses fondamentaux (déficit et dette publique, compte courant, etc.) malgré la crise passée restent solides. Au Brésil, la situation est plus complexe. En effet, même si le déficit courant s'est résorbé, la reprise économique tarde et les incertitudes économiques



Si les cours des matières premières venaient à baisser durablement, les pays en phase d'assouplissement monétaire pourraient être contraints de stopper le cycle



2 Prix des matières premières



Juin 2017

(une réforme des retraites doit être votée) et politique en cours sont encore nombreuses. Le réal est donc de ce point de vue plus fragile. Si la banque centrale brésilienne devait mettre un terme au cycle d'assouplissement actuel, la reprise s'éloignerait encore davantage. Pour le Mexique, une nouvelle jambe de baisse des cours du pétrole serait tout aussi préjudiciable. Suite à l'élection présidentielle américaine, le peso mexicain s'est fortement déprécié entraînant dans son sillage une hausse de l'inflation, contraignant la Banxico à relever ses taux directeurs. Des pressions supplémentaires sur la monnaie mexicaine prolongeraient le cycle de durcissement en cours alors même que l'économie peine à rebondir.

Les risques baissiers sur les prix des matières premières ne sont pas nuls mais il apparaît prématuré de tirer le signal d'alarme

Il existe des risques baissiers sur les prix des matières premières mais ils apparaissent de notre point de vue relativement limités. Tout d'abord, le ralentissement du crédit et le resserrement monétaire en Chine devraient être modérés. En effet, en cette année de transition politique, les autorités chinoises auront à cœur de ne pas mettre en péril la stabilité économique et financière du pays. Ensuite, les producteurs de pétrole semblent être en ligne pour diminuer leur production et leurs stocks. La Russie et l'Arabie Saoudite ont conclu un accord le 15 mai visant à réduire les stocks à leur moyenne des cinq dernières années ce qui devrait favoriser la reconduite de l'accord entre pays membres de l'OPEP à la réunion du 25 mai. Le prix du pétrole devrait donc se stabiliser dans les prochains mois sans pour autant enregistrer une nouvelle jambe de hausse conséquente en raison notamment de la concurrence exercée par le shale. Enfin, la baisse des cours des matières premières (hors agriculture) depuis décembre 2016 touche essentiellement l'acier, le nickel et le gaz naturel avec une chute de près de 15 % pour les deux premiers et de 8 % pour le troisième. Le recul des prix du pétrole et du cuivre, les matières auxquelles les pays susmentionnés sont les plus exposés, a été de moindre ampleur : 5 % et 2 % respectivement.

À ce stade, nous estimons qu'il n'y a pas lieu de tirer le signal d'alarme même si la vigilance reste de rigueur.



Même si les risques baissiers semblent modérés, il convient de rester vigilant





Amundi Research Center

Top-down
Asset Allocation
Bottom-up
Corporate Bonds
Fixed Income



Foreign Exchange
Money Markets **Equities**

Retrouvez l'ensemble de notre expertise sur le site:
research-center.amundi.com

Monetary Policies
Forecasts
Investment Strategies
Quant
Emerging Markets
Sovereign Bonds
Private Equity
Real Estate **High Yield**

Publications récentes

Working Papers

- **Factor Investing: The Rocky Road from Long-Only to Long-Short**
MARIE BRIÈRE, *Head of Investor Research Center – Amundi*,
ARIANE SZAFARZ, *Université Libre de Bruxelles*
- **Longevity Risk: To Bear or to Insure?**
LING-NI BOON, *Investor Research Center – Amundi*, MARIE BRIÈRE, *Head of Investor Research Center – Amundi*, BAS J.M WERKER, *Professor of Finance and Econometrics at Tilburg University*
- **Alternative Risk Premia: What Do We Know?**
THIERRY RONCALLI – *Recherche Quantitative*

Discussion Papers Series

- **Cycles et allocation d'actifs: les choix essentiels en matière de placement**
ÉRIC MIJOT – *Stratégie et Recherche Économique*
- **Droits de l'homme et entreprises. Comment évaluer la responsabilité des entreprises en matière de protection des droits de l'homme?**
MARIE NAVARRE, ARNAUD PEYTHIEU – *Analyse ESG*
- **Extraction et exploitation du charbon. Vers une exclusion du secteur ou une plus grande sélectivité?**
CATHERINE CROZAT – *Analyse ESG*

Éditions spéciales _ Élection présidentielle française 2017

- #10 – **Spread OAT/Bund : évolution récente, niveau d'équilibre et perspectives**
BASTIEN DRUT – *Stratégie et Recherche Économique*
- #9 – **Macron Président : les risques disparaissent ... retour aux fondamentaux**
PHILIPPE ITHURBIDE – *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*
- #8 – **Second tour de l'élection présidentielle: Macron vs. Le Pen: enjeux et risques**
PHILIPPE ITHURBIDE – *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*
- #7 – **Premier tour de l'élection présidentielle: Les scénarios de risque extrême disparaissent et l'incertitude se dissipe**
PHILIPPE ITHURBIDE – *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*
- #6 – **Les candidats et l'Europe: loyauté, protestation, défection?**
PHILIPPE ITHURBIDE – *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*, VALERIE LETORT – *Stratégie et Recherche Économique*
- #5 – **Dette publique française: liquide et sûre**
BASTIEN DRUT – *Stratégie et Recherche Économique*
- #4 – **Les candidats et la politique budgétaire: une analyse des divergences**
VALERIE LETORT – *Stratégie et Recherche Économique*

Correspondants

Rédacteur en chef

– PHILIPPE ITHURBIDE
Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

Rédacteurs en chef adjoints

– DIDIER BOROWSKI – *Paris*, RICHARD BUTLER – *Paris*, ÉRIC MIJOT – *Paris*,
MO JI – *Hong-Kong*, STÉPHANE TAILLEPIED – *Paris*

Support

– PIA BERGER
Recherche, Stratégie et Analyse – Paris
– BENOIT PONCET
Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

AVERTISSEMENT

Directeur de la publication: Pascal Blanqué
Rédacteur en chef: Philippe Ithurbide

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933.

Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement.

Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: info@amundi.com

Amundi, Société anonyme au capital de 1 086 262 605 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris www.amundi.com

Crédit photo: iStock by Getty Images - wissanu01