



LE THÈME DU MOIS

Les défis des marchés émergents



Alessia BERARDI,
Responsable des Marchés
émergents, Recherche Stratégie
Macroéconomique



Debora DELBO,
Stratégiste Senior Marchés
émergents

L'environnement géopolitique et macroéconomique actuel augmente la probabilité de crises idiosyncratiques, mais il est peu probable qu'elles se transforment en crises systémiques

Le policy mix est progressivement devenu moins favorable, en particulier en ce qui concerne la politique monétaire

Nous n'envisageons pas la propagation d'un risque systémique dans les marchés émergents, mais les perspectives macro-financières restent difficiles dans un contexte de préoccupations en matière de croissance, d'inflation toujours élevée et de durcissement des conditions financières mondiales. L'environnement géopolitique actuel et son impact sur les conditions macroéconomiques et financières accentuent la probabilité de crises idiosyncrasiques.

Nous n'envisageons pas la propagation d'un risque systémique dans les marchés émergents, mais les perspectives macro-financières restent difficiles dans un contexte de préoccupations en matière de croissance en raison du fléchissement de la demande intérieure, du ralentissement de la demande mondiale et des taux d'inflation trop élevés, mais qui ont provoqué un resserrement des politiques monétaires et des conditions financières mondiales jusque-là ultra-accommodantes.

Par nature, l'environnement géopolitique actuel ne devrait pas entraîner de déstabilisation systémique. Il ne devrait toutefois pas s'améliorer de sitôt et ses répercussions sur les conditions macroéconomiques et financières augmentent la probabilité de crises idiosyncrasiques dans les marchés émergents et la nécessité d'interventions d'institutions internationales telles que le FMI. Dans le cas de la Turquie, la facture énergétique élevée et les importantes mesures de relance de l'économie en place continuent d'impacter les comptes extérieurs et d'aggraver le risque de crise de la balance des paiements une fois que le répit apporté par les recettes touristiques de l'été se sera dissipé. La capacité des pays à faible revenu à assurer le service de leurs dettes s'est fortement dégradée, sous l'effet de la hausse des prix de l'énergie et des importations de denrées alimentaires et de la nécessité de financer des systèmes de subventions coûteux. Dans un contexte de mesures ponctuelles (hausse de la supertaxe au Pakistan) et de réformes plus structurelles en cours de discussion, les pays sont plus nombreux à vouloir négocier de nouveaux financements auprès du FMI ou à actualiser des programmes existants. Le cadre commun du G20 pour les traitements de dette, quant à lui, ne progresse que lentement.

Concernant la croissance sous l'angle de la demande intérieure, plusieurs gouvernements tentent de limiter l'érosion du pouvoir d'achat des ménages due à la hausse du coût de la vie, en prolongeant les dispositifs mis en place lors de la pandémie ou en adoptant de nouvelles mesures comme le plafonnement des prix, l'augmentation des subventions, la baisse des droits d'accise ou diverses mesures non

monétaires. De manière générale, ces mesures ne freinent que très lentement la demande intérieure. Cela étant, pour les importateurs de matières premières, l'impact sur les comptes budgétaires est encore plus négatif et ne peut être négligé, celui-ci n'étant pas compensé par une augmentation des revenus, des dividendes ou des redevances comme c'est le cas pour les exportateurs de matières premières. Depuis le début de l'année, les objectifs de solde budgétaire pour 2022 se sont progressivement dégradés dans de nombreux pays émergents, à l'exception des pays du Golfe, de plusieurs pays d'Amérique latine, de l'Afrique du Sud et de certains pays d'Asie comme la Malaisie et l'Indonésie, où nous attendons une stabilisation plutôt qu'une véritable amélioration. Le caractère complexe et hétérogène de l'univers émergent est encore plus frappant lorsque l'on considère certains pays qui devraient bénéficier du contexte actuel, mais qui n'y parviennent pas. Au Nigéria, par exemple, le système de production obsolète ainsi que les quantités de pétrole qui disparaissent des comptes officiels font qu'il est difficile de tirer un quelconque avantage du prix relativement élevé du pétrole et, au contraire, la position budgétaire du pays souffre du coût élevé des subventions aux carburants.

Le retrait des dispositifs de relance budgétaire mis en place après la pandémie ainsi que la normalisation des politiques monétaires amorcée en début 2021 (et même déjà au second semestre 2020 en Chine) vont progressivement peser sur l'activité économique et la demande intérieure. L'inflation très élevée a permis aux taux directs réels de rester longtemps favorables, même au milieu du cycle actuel de resserrement de la politique monétaire. Seuls quelques pays émergents ont progressé vers des taux réels positifs (Chine, Brésil, Mexique, pour en citer quelques-uns). **La progression de l'inflation a été plus marquée que prévu et a principalement été portée par des facteurs mondiaux volatils tels que l'énergie et les denrées alimentaires. Toutefois, l'absence de pression de la demande en raison du prolongement des restrictions sur la mobilité et les politiques de subventions efficaces ont permis de différencier les scénarios**

LE THÈME DU MOIS

L'économie chinoise devrait s'améliorer après sa récente récession transitoire

Les marchés semblent avoir intégré la morosité du contexte économique

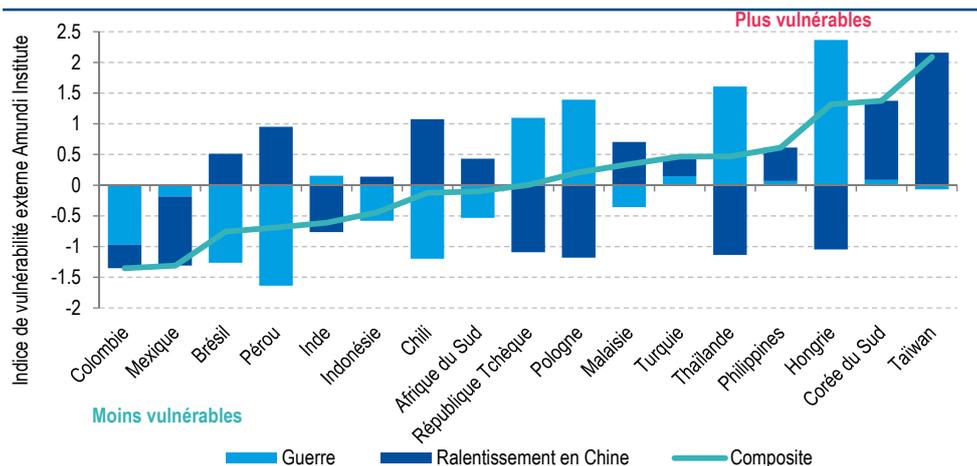
d'inflation en Asie de ceux d'Amérique latine et de la région CEEMEA. Au cours des six prochains mois, la dynamique de l'inflation devrait se stabiliser, puis se modérer, sous l'effet d'une évolution plus favorable des prix du pétrole et des matières premières (par rapport aux sommets atteints au premier semestre de l'année) et d'une réduction des goulets d'étranglement de l'offre (déjà visible dans la baisse des coûts du fret sur certaines routes). Selon nos prévisions, **les pays ayant amorcé un cycle haussier plus vite et plus fort auront un temps d'avance sur les autres ME : le Brésil, par exemple, a déjà atteint le point d'inflexion entre avril et mai.**

Contrairement à ce qui se passe habituellement, les marchés émergents ont amorcé la normalisation de leur politique monétaire et l'abandon de leurs positions exceptionnellement accommodantes bien plus tôt que les marchés développés. **La vague des normalisations monétaires s'est poursuivie sans relâche jusqu'à aujourd'hui et ce n'est pas fini. C'est notamment le cas en ce qui concerne les déterminants externes des politiques monétaires des pays émergents, car bien que la Réserve fédérale n'ait commencé à muscler son discours que tardivement, elle n'a cessé de durcir le ton et de prendre des mesures depuis lors.** Les pays émergents ne peuvent donc pas se contenter de tenir compte des facteurs intérieurs et le durcissement des conditions financières mondiales a amené les autorités de politique monétaire des pays émergents à se montrer plus prudentes. Certaines banques centrales ont même dû renoncer à leur politique prématurée de neutralité ou de souplesse de leur politique monétaire, tandis que d'autres ont finalement entrepris de relever leurs taux en l'absence de toute pression inflationniste.

Toutefois, compte tenu de nos perspectives d'inflation dans les pays émergents et de nos anticipations d'évolution du cycle haussier de la Fed (avec un taux final d'environ 3,75 % d'ici début 2023), des rendements américains et du dollar, le point d'inflexion des politiques monétaires des pays émergents, qui devrait concerner une poignée de pays au début, n'a été que légèrement repoussé de fin 2022 à début 2023.

Pour en revenir à la dynamique de croissance sous l'angle extérieur, il convient de souligner qu'en raison du conflit ukrainien, les prévisions de croissance mondiale ont été fortement revues à la baisse et que, presque simultanément, nous avons assisté à une série de reconfinements locaux en Chine. Du jour au lendemain, la demande mondiale s'est vue privée de quelques-uns de ses plus gros contributeurs : la croissance européenne flirtera avec des taux nuls, voire négatifs, le PIB américain a été sensiblement revu à la baisse et la Chine devrait réaliser une performance inférieure à l'objectif de croissance officiel fixé fin 2021 (environ 3,5 % en glissement annuel contre 5,5 %). Dans les pays émergents, les exportateurs de matières premières bénéficieront d'un certain répit grâce à la flambée des matières premières, qui atténuera ou compensera le ralentissement de la demande. De fait, les derniers chiffres relatifs aux balances commerciales mettent en évidence une dynamique nettement positive pour les exportateurs de matières premières, alors qu'elle est négative pour les pays importateurs. En Asie, par exemple, ceci est clairement mis en évidence par les différentes tendances de la balance commerciale de l'Indonésie et des Philippines. Malheureusement, certaines mesures protectionnistes visant à orienter la production de matières premières vers le

1/ La guerre et le ralentissement de la Chine accentuent la fragmentation des marchés émergents



Source : Amundi Institute, ComTrade, FMI, CEIC, Bloomberg. Données au 15 juin 2022.

LE THÈME DU MOIS

Catalyseurs positifs
pour les marchés
d'actions chinois

marché intérieur au lieu de l'exporter limitent en partie l'avantage lié aux prix élevés des matières premières.

En ce qui concerne la Chine, la mise en place des confinements devrait entraîner le pays dans une récession passagère au deuxième trimestre. Cependant, depuis le mois d'avril, le nombre de nouveaux cas de Covid a chuté. L'activité a pu progressivement reprendre et on peut légitimement s'attendre à ce que la réouverture se poursuive. Compte tenu de ces hypothèses, nos perspectives de croissance pour la Chine au second semestre sont nettement plus constructives. En parallèle de la réouverture, la Chine a adopté ses propres politiques économiques : le pays a adopté des politiques monétaires et budgétaires plus accommodantes qui se sont accélérées depuis le mois de mai. L'amélioration des perspectives chinoises est un pilier important du scénario de croissance relativement favorable des pays émergents.

Au cours des derniers mois, **les classes d'actifs émergentes semblent avoir intégré une grande partie du climat négatif évoqué plus haut.** Les rendements de la dette en devises fortes et en devises locales se sont envolés, tandis que les devises émergentes se sont considérablement dépréciées vis-à-vis du dollar, à l'exception du rouble russe et de quelques devises d'Amérique latine. En parallèle, les marchés actions ont davantage sous-performé dans la région EMOA, pénalisée par sa proximité avec le conflit ukrainien et les incertitudes grandissantes quant aux prévisions de croissance et d'inflation.

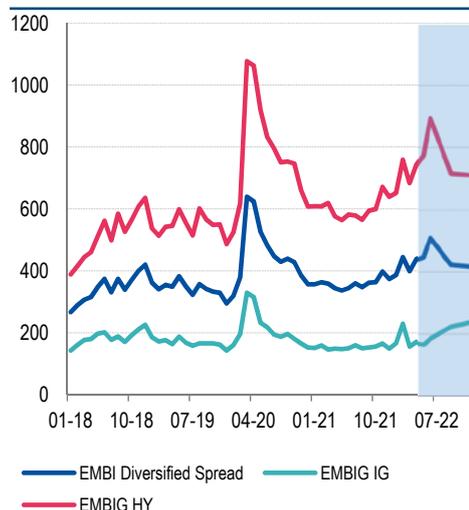
Au cours des prochains mois, les marchés devraient rester aux aguets, avec une attention particulière pour le ralentissement de la croissance, la dynamique de l'inflation

(risque de stagflation) et l'évolution des risques géopolitiques.

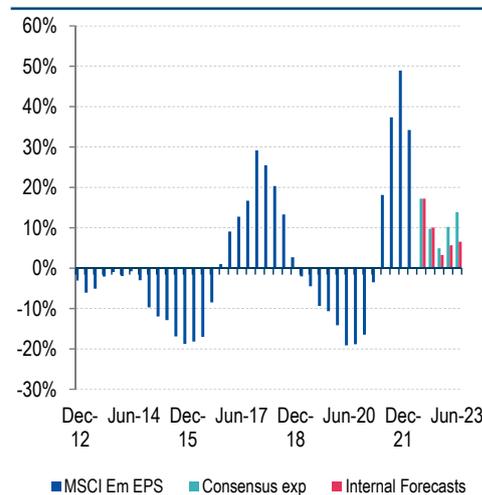
Cela dit, il convient de mentionner l'existence d'**éventuels catalyseurs positifs.** Les indicateurs avancés confirment le scénario selon lequel la Chine aurait touché le fond et que le pire est derrière nous. En 2021, le marché actions chinois a traversé une longue phase baissière qui a débuté avec la mise en place d'un nouveau cadre réglementaire impactant essentiellement les secteurs de la technologie et de l'immobilier et qui a été amplifiée par un durcissement politique et le manque de clarté sur la question des retraits de la cote. Bien que ces éléments mettent du temps à se dissiper et qu'ils contribuent à un environnement très volatile, ils devraient déjà être pris en compte dans les valorisations des actions chinoises. **Le relâchement de l'effort réglementaire et les signaux politiques plus accommodants associés à la poursuite de la levée des restrictions sanitaires devraient favoriser la reprise du marché des actions H** qui a été boudé par les investisseurs ces derniers mois. En parallèle, les actions A devraient bénéficier des politiques nationales visant à stimuler la demande et la production intérieures. Celles-ci présentent dès à présent des points d'entrée attractifs.

Dans la seconde moitié de l'année et au début de 2023, les déterminants macroéconomiques offrant une prime de croissance plus large aux pays émergents devraient fixer un plancher pour certaines classes d'actifs émergents qui ont fortement sous-performé jusqu'à présent. Les pays émergents exportateurs de matières premières bénéficieront de l'effet de substitution (par rapport au pétrole et au gaz russes) et de l'amélioration des termes de l'échange. L'inflation devrait passer son

2/ Le spread du «HY EMBI Diversified» devrait se resserrer



3/MSCI Marchés émergents - Prévisions BPA - USD





LE THÈME DU MOIS

pic et se stabiliser avant de baisser dans les prochains mois, même si elle devait rester plus élevée qu'avant la pandémie. Le dollar étant fort, nous recommandons une grande sélectivité et un positionnement tactique sur les marchés des changes des pays émergents (exportateurs de matières premières, perspectives de croissance plus favorables et politique monétaire saine). **En ce qui concerne les titres obligataires, nous maintenons notre préférence pour les titres libellés en devises fortes et pour le haut rendement plutôt que l'investment grade, en cherchant à tirer profit de la vigueur du dollar américain et du maintien des prix élevés du pétrole.** Pour l'heure, la dette en devises locales bénéficie d'un soutien moindre, bien que la stabilité

(ou l'absence de flambée) des rendements américains à 10 ans et la stabilisation, voire le retournement, des politiques monétaires locales, pourraient bientôt offrir des points d'entrée attractifs. Les premiers pays à avoir amorcé leur cycle haussier, notamment certains pays d'Amérique latine, voient, ou verront bientôt, l'inflation culminer et la fin de leur cycle de resserrement monétaire. Les pays d'Europe de l'Est offrant un portage attractif emprunteront le même chemin, mais avec un temps de retard. Le principal risque pour la dette des marchés émergents est l'augmentation de l'incertitude géopolitique et, par conséquent, du risque de stagflation.

Achévé de rédiger le 28 juin 2022

Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications
sur le site :
research-center.amundi.com

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Bottom-up
Exchange Corporate Equities
Sovereign Bonds High Forecasts
ESG Fixed Income Yield Real Estate
Quant Investment Asset
Strategies Allocation

INFORMATION IMPORTANTE

Ce document est uniquement à titre informatif.

Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'une offre d'achat, ni une recommandation d'un titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services mentionnés peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être réglementés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction.

Les informations contenues dans ce document ne peuvent être utilisées que pour votre usage personnel, ne peuvent être reproduites ou rediffusées sous quelque forme que ce soit et ne peuvent servir de base ou de composant à des instruments ou produits financiers ou à des indices.

En outre, aucun élément de ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou en matière d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 07 juillet 2022. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à leur utilisation. Les données et analyses antérieures ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse, estimation ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces points de vue ne doivent pas être utilisés comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent certains risques, y compris de marché, politiques, de liquidité et de change.

En outre, Amundi ne pourra en aucunement être tenu pour responsable d'un quelconque dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans s'y limiter, la perte de profits) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation: 8 juillet 2022.

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée – SAS au capital de 1143615555 euros – Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social: 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com

Photo crédit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - d3sign

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, *Chairman d'Amundi Institute*

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, *Directrice d'Amundi Institute*

Avec la contribution d'Amundi Institute

AINOUZ Valentine, *CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des Marchés Développés*

BERARDI Alessia, *Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique*

BERTONCINI Sergio, *Stratégiste Senior Taux*

BLANCHET Pierre, *Responsable Investment Intelligence*

BOROWSKI Didier, *Responsable Global Views*

CESARINI Federico, *Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset*

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, *Responsable d'Amundi Investment Insights Unit*

CARULLA POL, *Spécialiste Investment Insights*

FIOROT Laura, *Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit*

Conception et support

BERGER Pia, *Spécialiste communication*

PONCET Benoit, *Spécialiste communication*

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, *Responsable Investment Intelligence*

BOROWSKI Didier, *Responsable Global Views*

DELBO'Debora, *Stratégiste Senior Marchés émergents*

DROZDZIK Patryk, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

GEORGES Delphine, *Stratégiste Senior Taux*

HUANG Claire, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

PORTELLI Lorenzo, *Responsable de la Recherche Cross Asset*

USARDI Annalisa, *CFA, Macrostratégiste Senior, Recherche Cross Asset*

VARTANESYAN Sosi, *Analyste Souverains Senior*

DHINGRA Ujjwal, *Spécialiste Investment Insights*

PANELLI Francesca, *Spécialiste Investment Insights*