

4 Devises émergentes : 2016 ressemblera-t-il à 2015 ?

ABBAS AMELI-RENANI, *Stratégie et Recherche Économique*
BASTIEN DRUT, *Stratégie et Recherche Économique*

Un grand nombre des facteurs qui ont pénalisé les devises émergentes en 2015 continueront à se manifester encore en 2016. Les marchés émergents sont pris entre la politique de resserrement monétaire de la Fed, la chute du prix des matières premières (due en partie au ralentissement chinois) et une augmentation des risques idiosyncratiques. Néanmoins, une bonne partie de ces éléments ont déjà été *pricés* et puisque notre vue générale sur la classe d'actifs reste prudente, nous pensons qu'un positionnement de valeur relative est plus approprié. Selon nous, la dépréciation du renminbi sera clairement, un déterminant clé de la performance relative des devises.

Les pressions déflationnistes vont peser sur les devises asiatiques

Alors que nous avons déjà assisté à une correction substantielle des devises sud-américaines et des devises « matières premières » en 2015, les devises asiatiques ont, elles, bien résisté, à l'exception du ringgit malais (MYR) qui a lourdement chuté. Cela a induit une perte de compétitivité relative sur les marchés internationaux pour les pays asiatiques. Notons que la forte dépréciation du yen depuis l'arrivée au pouvoir du gouvernement Abe en 2012 a aggravé cette tendance ces dernières années. C'est d'autant plus vrai pour les devises à faible rendement comme le won coréen (KRW), le dollar singapourien (SGD) et le bath thaïlandais (THB), mais aussi pour le peso philippin (PHP). Ces devises (KRW, SGD, THB, PHP) resteront sous pression contre le dollar, notamment car nous nous attendons à davantage de dépréciation du renminbi (nous avons une cible de 7 pour la parité USD/CNY pour la fin d'année). Les voisins de la Chine chercheront eux aussi à obtenir davantage de dépréciation de leur devise afin de préserver leur compétitivité mais aussi de combattre les forces déflationnistes. D'un point de vue macroéconomique, la flexibilité accrue de la devise peut être positive pour la Chine à moyen terme. La Chine essaie par tous les moyens de tendre vers l'impossible trinité de taux de changes fixes, d'un compte de capital ouvert et d'une politique monétaire indépendante. Permettre une flexibilité accrue de la devise pourrait accroître l'efficacité de la politique monétaire et améliorer les outils à la disposition de la PBoC pour s'assurer d'un atterrissage en douceur de l'économie.

Ailleurs en Asie, l'Inde reste le favori des marchés. L'Inde a été nettement identifiée comme étant l'un des plus grands bénéficiaires de la baisse des prix des matières premières et est l'un des seuls pays asiatiques où les perspectives de croissance ne se sont pas détériorées et restent même très robustes. D'ailleurs, il existe un certain nombre de spéculations au sujet de la possibilité que l'Inde devienne la « nouvelle Chine » : par exemple, Stanley Fischer, le vice-président du *Board of Governors*, a récemment soulevé la question « L'Inde peut-elle recharger la croissance en Asie émergente ? » (« L'Asie émergente en transition », 19 novembre 2015). Mais même si l'Inde a un immense potentiel (le PIB par habitant reste largement sous la moyenne asiatique), des obstacles substantiels restent sur son chemin (comme des goulets d'étranglement au niveau des infrastructures). La stabilité des prix du pétrole à un niveau bas est un facteur de stabilité pour la roupie indienne (le taux de change réel effectif a grimpé en ligne avec les termes de l'échange). Cela dit, nous avons des inquiétudes au sujet du fait que le marché soit trop positionné à l'achat sur la devise et nous préférons adopter une approche plus neutre sur la roupie indienne (INR) et anticipons la stabilité contre le dollar.

Pour la première fois depuis des années, nous préférons la roupie indonésienne (IDR) à la roupie indienne (INR). Le positionnement de marché est plus favorable pour la première et nous pensons que le marché a sous-évalué l'amélioration significative des équilibres externe et budgétaire, ainsi que l'amélioration

L'essentiel

Un grand nombre des facteurs qui ont pénalisé les devises émergentes en 2015 continueront à se manifester en 2016. Les marchés émergents sont pris en étau entre la politique de resserrement monétaire de la Fed, la chute du prix des matières premières et une augmentation des risques idiosyncratiques.

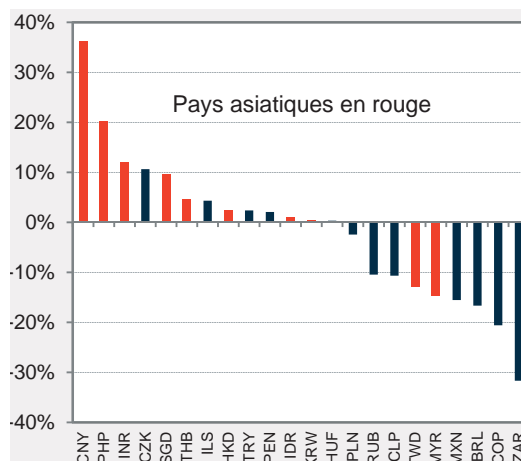
Notre vue générale sur la classe d'actifs reste prudente, nous pensons qu'un positionnement de valeur relative est plus approprié. La dépréciation du renminbi sera incontestablement un déterminant clé de la performance relative.



Un grand nombre des facteurs qui ont pénalisé les devises émergentes en 2015 continueront à se manifester en 2016.



1 Déviation du taux de change réel effectif par rapport à la moyenne de long terme (depuis 1994)



Source : Datastream, Recherche Amundi

du climat politique sous le président Jokowi. Par ailleurs, le pays est moins exposé à la Chine que d'autres pays dans la région, même s'il peut être amené à souffrir d'un nouvel accès de faiblesse des prix des matières premières. Une surpondération de l'Indonésie couplée à une sous-pondération de devises asiatiques à bas rendement permet de bénéficier d'un différentiel de taux d'intérêt confortable.

La situation du ringgit malais (MYR) est très particulière parmi les devises asiatiques. Après une décennie de quasi-stabilité, le taux de change réel effectif de la Malaisie a chuté lourdement en 2014-2015 (-12 % rien qu'en 2015) et est tombé dans des zones de forte sous-évaluation. Le ringgit a souffert en partie de la chute des prix du pétrole mais aussi d'une incertitude politique accrue. Le ringgit offre de la valeur (les perspectives de croissance restent parmi les plus robustes de la région) mais les catalyseurs de performances positives manquent encore. Alors que le compte courant et la « *basic balance* » sont clairement en territoire positif, les flux de portefeuille ont été significatifs ces derniers mois et cela pourrait bien durer quelque temps.

Les devises sud-américaines souffrent encore à cause des matières premières

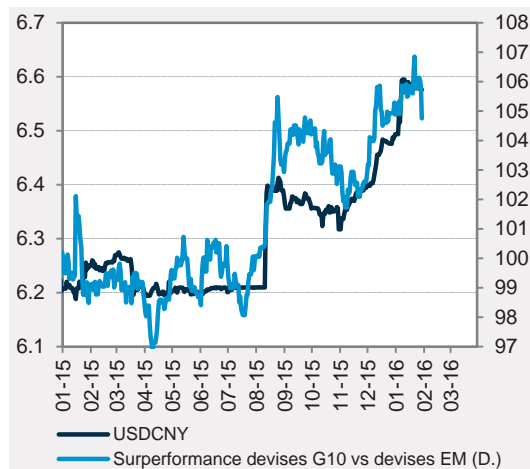
Dans le monde émergent, ce sont les pays d'Amérique Latine qui font face aux plus grands défis, étant donné leur exposition aux matières premières. Mais c'est aussi dans cette zone géographique que les valorisations sont devenues les plus attractives. Cela dit, même pour l'Amérique Latine, il est préférable selon nous de privilégier une approche de valeur relative. Même si le real brésilien (BRL) s'est sans doute déprécié plus que ne l'aurait justifié le choc négatif sur les termes de l'échange, nous pensons que cela peut aisément se comprendre étant donné la détérioration au niveau de la situation politique, le dérapage de la situation budgétaire et le vaste scandale de corruption. Le principal facteur de soutien pour le BRL proviendra de la forte amélioration des équilibres externes et d'une « *basic balance* » positive. Néanmoins, une nouvelle année de sévère récession combinée à une politique monétaire toujours restrictive implique qu'il faut plutôt s'attendre à davantage de faiblesse pour le BRL. La situation du Mexique est relativement saine mais l'exposition au pétrole reste un obstacle. Dans un environnement qui deviendrait plus positif pour les marchés émergents, le peso mexicain pourrait tirer parti de la reprise. Ailleurs dans cette zone, le Chili est le pays le plus exposé au ralentissement de la Chine en raison de ses activités liées au cuivre, ce qui nous fait adopter un biais négatif sur la devise. Bien que le peso colombien (COP) soit très corrélé aux prix du pétrole, le fait que la banque centrale soit de plus en plus vigilante est un facteur de stabilité pour la devise.

Nous préférons le rouble au rand

Globalement, les pays d'Europe de l'Est (Pologne, Hongrie, République Tchèque) bénéficient de la chute des prix du pétrole mais cela n'a pas entraîné d'appréciation de leurs devises en termes réels, celles-ci étant fortement ancrées à l'euro, qui s'est fortement déprécié face aux autres devises majeures non-européennes (USD, CNY, JPY) en 2014-2015. Contrairement à ce que certains avaient prédit, le QE et les taux négatifs de la BCE n'ont pas impliqué de flux entrants massifs dans ces pays.

Nous restons négatifs sur le rand sud-africain (ZAR), l'Afrique du Sud conservant des déficits externes substantiels (la « *basic balance* » est l'une des plus négatives du monde) malgré une dépréciation substantielle de la devise en 2015 (-14 % en termes effectifs réels). Les perspectives de croissance restent vraiment médiocres : le FMI vient d'ailleurs de revoir ses prévisions de croissance à la baisse pour ce pays, à seulement 0,7 % pour 2016 et 1,8 % pour 2017. L'Afrique du Sud souffre de la baisse des prix des matières premières mais aussi d'énormes contraintes d'offre. Le ZAR a atteint son plus bas niveau historique contre le dollar il y a peu, tout comme le rouble (RUB) mais nous préférons clairement le RUB au ZAR. Comparativement à l'Afrique du Sud, la Russie bénéficie d'un environnement externe plus favorable et nous pensons que les fondamentaux sont plus solides pour les actifs russes.

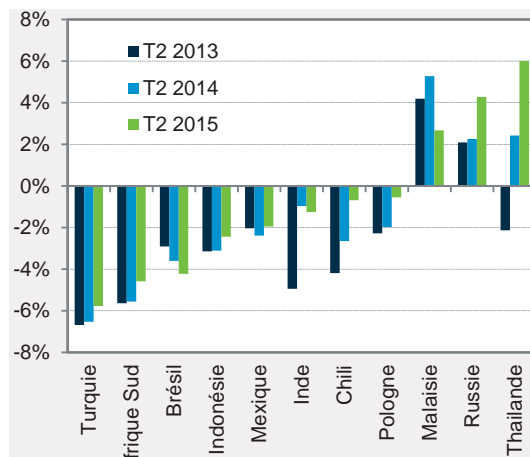
2 Parité USDCNY et performance relative des devises G10 face aux devises EM (100 jan. 15)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi

“ La devise continuera d'être le principal canal d'ajustement pour les émergents ”

3 Compte courant en % du PIB



Source : Datastream, Recherche Amundi

La Turquie est de loin l'un des plus grands gagnants de la baisse des prix du pétrole. Mais nous pensons que cela a été largement pris en compte dans le *pricing* de la devise, étant donné la surperformance relative de la livre (TRY) par rapport aux autres devises émergentes. Par ailleurs, la Turquie sera confrontée à des risques géopolitiques considérables en 2016, que cela soit vis-à-vis de la relation du gouvernement à la population kurde ou vis-à-vis de l'État Islamique (ISIS). La perspective d'un référendum sur l'octroi de pouvoirs supplémentaires pour le président pourrait introduire de la volatilité sur la devise. Toutefois, le risque le plus identifiable à court terme concernera le changement de gouverneur de la banque centrale en avril.

Une année pleine de défis pour les devises émergentes

Globalement, nous pensons que les économies émergentes feront face à de nombreux défis en 2016, en particulier à cause de la situation de l'économie chinoise. La devise continuera d'être le principal canal d'ajustement pour les émergents et d'éviter une dégradation plus marquée des fondamentaux. En moyenne, la forte dépréciation des devises émergentes ces trois dernières années a permis une amélioration sensible des balances courantes. Pour les pays exportateurs, la dépréciation de la devise a également permis une moindre détérioration du solde budgétaire que ce qui aurait été le cas en situation de change fixe.



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

- **Towards Greater Diversification in Central Bank Reserves**
MARIE BRIÈRE, *Recherche, Stratégie et Analyse*, VALÉRIE MIGNON, *EconomiX-CNRS, University of Paris Ouest and CEPII*, KIM OOSTERLINCK, *Université Libre de Bruxelles (ULB), SBS-EM, CEB*, ARIANE SZAFARZ, *Université Libre de Bruxelles*
- **Global Excess Liquidity and Asset Prices in Emerging Markets: Evidence from the BRICS**
JULIEN MOUSSAVI – *Stratégie et Recherche Économique*
- **Sovereign default in Emerging market countries: A transition model allowing for heterogeneity**
ANNE-CHARLOTTE PARET, *Stratégie et Recherche Économique* & GILLES DUFRÉNOT – *AMSE, CEPII, Banque de France*

Discussion Papers Series

- **Les banques centrales: premier pilier du cycle d'investissement**
ÉRIC MIJOT – *Stratégie et Recherche Économique*
- **Investir dans les facteurs de risque des actions en fonction de l'environnement macroéconomique**
ALESSANDRO RUSSO – *Recherche Quantitative*
- **Les cycles longs et les marchés d'actifs**
ÉRIC MIJOT – *Stratégie et Recherche Économique*
- **Le cycle court de l'investissement: feuille de route**
ÉRIC MIJOT – *Stratégie et Recherche Économique*

Spécial Focus

- **L'approche par facteurs: quels bénéfices pour l'allocation d'actifs?**
MARIE BRIÈRE, *Recherche, Stratégie et Analyse*, ALESSANDRO RUSSO – *Recherche Quantitative*, ÉRIC TAZÉ-BERNARD, *Conseil en allocation d'actifs*
- **Hybrid Pensions Schemes with Risk-Sharing: Are They the Future of Occupational Pensions?**
MARIE BRIÈRE, LING-NI BOON, *Recherche, Stratégie et Analyse*
- **Brésil: la fête doit continuer. Mais est-ce possible?**
KARINE HERVÉ – *Stratégie et Recherche Économique*
- **Brésil: à la croisée des chemins**
NICOLAS DOISY, KARINE HERVÉ – *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 596262615 € - 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 - kwanisik