

# Note sur le revenu fixe: les marchés émergents devancent-ils les marchés développés?

Auteurs: Gonzalo Borja – Responsable des solutions d'investissement à revenu fixe, Andreas Fischer – Responsable des titres à revenu fixe des marchés émergents

## Points clés à retenir:

- Les marchés émergents (ME) constituent un ensemble hétérogène de pays. Les moteurs de l'économie dans ces pays ont souvent des sources et des dépendances différentes et peuvent se trouver à des moments différents du cycle économique, notamment par rapport aux marchés développés (MD).
- Dans l'ensemble, les économies émergentes devraient creuser leurs écarts de croissance par rapport aux marchés développés en 2023.
- Bien que l'inflation dans les économies émergentes soit plus élevée que dans les économies développées, l'ampleur de l'augmentation depuis 2020 a été beaucoup plus faible, et la probabilité que les banques centrales des pays émergents réduisent leurs taux est généralement plus élevée que celle de leurs homologues des marchés développés (MD).
- Les valorisations des obligations d'entreprises des marchés émergents libellées en dollars américains sont attrayantes par rapport à celles des entreprises américaines, en particulier dans l'univers du haut rendement.

## Évaluation des principaux facteurs macroéconomiques

L'une des décisions que les investisseurs doivent prendre concernant leurs portefeuilles est la répartition entre les marchés développés et les marchés émergents. Au sein des marchés émergents (ME), une décision importante consiste à choisir entre une exposition en devise forte et une exposition en devise locale. Investir dans des titres de créance libellés en devise locale signifie accepter le risque de change et une volatilité plus proche de celle des actions en échange d'une corrélation de performance plus faible. En général, les investisseurs doivent avoir une opinion neutre ou positive des devises des pays émergents pour investir dans des titres de créance libellés en devise locale. En revanche, les investissements sur les titres de marchés émergents libellés en dollars américains offrent des caractéristiques plus traditionnelles en matière de revenu fixe (c'est-à-dire des revenus plus stables), mais présentent une corrélation plus élevée avec les portefeuilles de titres à revenu fixe des marchés développés, car leur risque de taux d'intérêt est lié aux taux américains. Cependant, que l'on investisse dans

des obligations en devise forte ou en devise locale, une évaluation générale de la situation macroéconomique des économies émergentes par rapport à celle des économies développées est un préambule nécessaire.

## Meilleures prévisions de croissance pour les marchés émergents que pour les marchés développés

Au niveau global, les économies émergentes devraient accélérer leur croissance par rapport à leurs homologues des pays développés. Le Fonds monétaire international (FMI) table sur un ralentissement de la croissance des marchés développés de +2,7% en 2022 à +1,3% en 2023. Dans le même temps, la croissance des économies émergentes devrait rebondir depuis ses niveaux de 2022, sous l'effet de la réouverture de l'économie chinoise à la suite de la modification de la politique d'éradication du COVID dans le pays. En particulier, les grandes économies axées sur leur marché national, telles que l'Inde et l'Indonésie, devraient également bénéficier d'une croissance économique solide en 2023, car elles seront moins affectées par le ralentissement des économies développées.

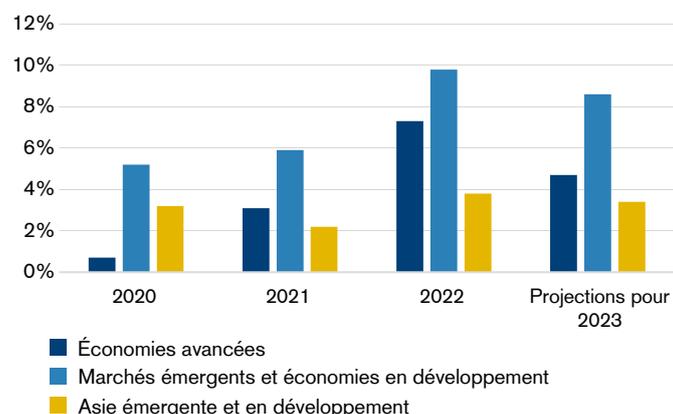
## Pourquoi la différenciation au sein de l'allocation aux marchés émergents est importante

Les marchés émergents ne sont pas un monolithe. Les économies dites des marchés émergents ont souvent des moteurs très différents et peuvent se trouver à différents points du cycle économique à un moment donné. La Chine en est un bon exemple (voir l'encadré).

Les différences d'inflation et de taux directeurs entre les principaux marchés émergents illustrent bien l'hétérogénéité au sein des économies émergentes. Les exemples vont de la Banque centrale du Brésil qui adopte une attitude très proactive pour lutter contre l'inflation en procédant à des hausses agressives des taux d'intérêt, à la Banque centrale de la République de Turquie qui n'augmente pas ses taux en dépit d'une hausse significative de l'inflation. Compte tenu de ce niveau d'hétérogénéité, l'allocation d'actifs d'un portefeuille au sein des marchés émergents est importante. Au niveau global, bien que l'inflation dans les économies émergentes soit évidemment plus élevée que dans les économies développées, l'ampleur de la hausse depuis 2020 a été beaucoup plus faible (voir Graphique 1).

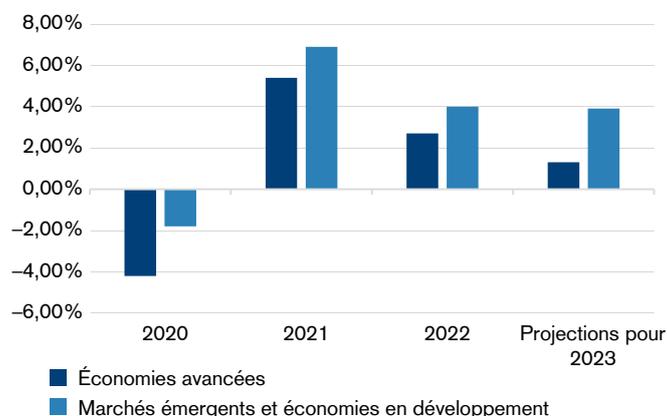
L'inflation de l'indice des prix à la consommation (IPC) dans les marchés développés est passée d'un taux de 0,7% en 2020 à 7,3% en 2022, soit une très forte augmentation sur une période très courte. En revanche, l'inflation dans les marchés émergents est passée de 5,2% en 2020 à 9,8% en 2022, soit une différence beaucoup moins importante. L'Asie, la plus grande région du monde des marchés émergents, n'a connu qu'une légère pression à la hausse sur les prix (de 3,2% en 2020 à 3,8% en 2022), ce qui a entraîné beaucoup moins de hausses de taux d'intérêt que dans les économies développées.

**Graphique 1: inflation (prix à la consommation)**



Source: FMI, Perspectives de l'économie mondiale, avril 2023

**Graphique 2: produit intérieur brut (PIB) réel**



Source: FMI, Perspectives de l'économie mondiale, avril 2023

Nous pensons que ces facteurs macroéconomiques favorables illustrent les raisons pour lesquelles les investissements dans les marchés émergents devraient être considérés comme faisant partie de l'allocation d'un portefeuille Global Fixed Income. Nous considérons les obligations d'entreprises des marchés émergents comme une classe d'actifs intéressante au sein des marchés émergents.

Ces prévisions ne constituent pas une garantie des résultats futurs.

## Perspectives de croissance du PIB de la Chine en 2023

### Le cas de la Chine: un cycle économique anormal en 2023

La Chine a enregistré une forte croissance du PIB de +4,5% en glissement annuel au premier trimestre 2023, dépassant la prévision consensuelle de +4,0%. Toutefois, la reprise économique de la Chine semble inégale, car les services ont tiré la croissance, tandis que l'industrie manufacturière et le secteur immobilier, très important, n'ont connu qu'une reprise modérée.

Dans le même temps, contrairement aux marchés développés, l'inflation est restée modérée en Chine. En fait, le pays a évité de justesse la déflation en glissement annuel en avril, alors qu'une grande partie du reste du monde connaît des hausses de prix douloureuses. Nous pensons que la Chine sera en mesure d'atteindre son objectif de croissance annuelle d'environ +5% et que la Banque populaire de Chine sera plus encline à assouplir encore sa politique monétaire, compte tenu de l'environnement inflationniste favorable.

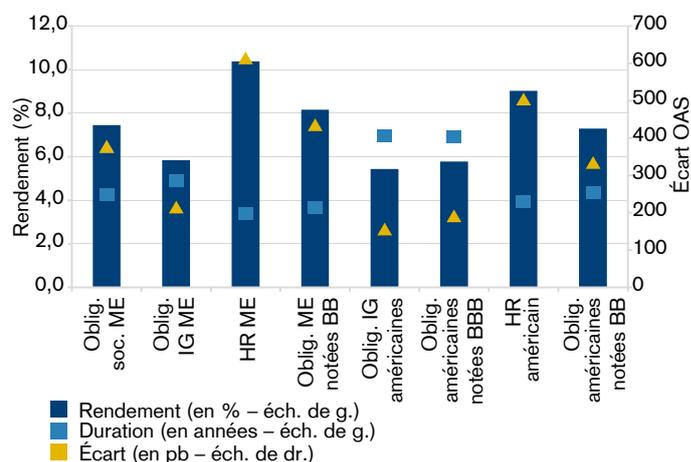
Cela illustre bien la différence de stade du cycle économique dans lequel se trouve la Chine par rapport aux économies développées. Du point de vue des marchés émergents, l'impact positif de la reprise post-COVID de la Chine sur le reste du monde sera un facteur important face au ralentissement économique des marchés développés.

Toutefois, à l'horizon du second semestre 2023, nous voyons les risques d'un ralentissement de la dynamique de croissance et d'un impact plus limité de la Chine sur le reste du monde que par le passé.

### Les entreprises des marchés émergents sont plus intéressantes que les obligations à haut rendement des marchés développés

Le graphique ci-dessous montre les rendements, les écarts de crédit et la durée de titres de divers marchés émergents et d'entreprises américaines libellés en dollars américains. Les valorisations actuelles montrent un avantage en termes de rendement pour les obligations des marchés émergents, car elles se négocient au-dessus de la moyenne à long terme. Dans le même temps, les obligations américaines à haut rendement se négocient au niveau de leur moyenne ou légèrement en dessous.

**Graphique 3: principales caractéristiques des entreprises des marchés émergents par rapport aux entreprises américaines**



Source: Indices JP Morgan, Bloomberg Finance LP; 31 mai 2023

## Valorisation: des arguments convaincants en faveur des obligations d'entreprises des marchés émergents libellées en dollars américains

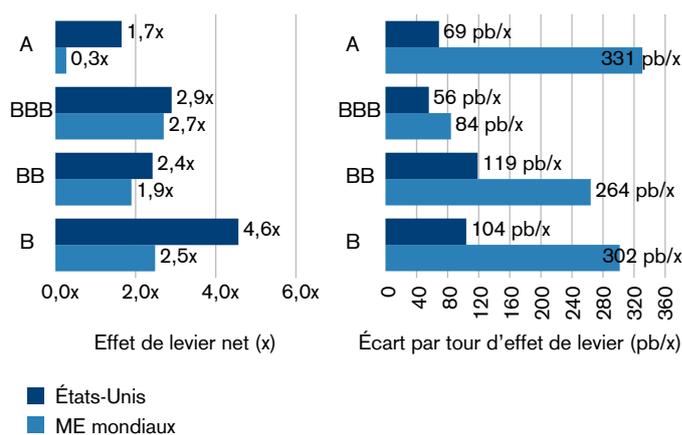
Les investissements dans les marchés émergents sont généralement associés à un risque plus élevé que les investissements dans les marchés développés, en particulier en ce qui concerne la gouvernance d'entreprise et les cadres institutionnels. Les écarts de crédit plus élevés pour les obligations d'entreprises des ME reflètent ce fait et, à notre avis, compensent le risque pris par les investisseurs. En outre, les obligations d'entreprises des marchés émergents ont une durée plus courte que leurs homologues américaines et sont donc moins sensibles aux variations des taux directeurs – une caractéristique particulièrement importante compte tenu des niveaux élevés de volatilité des taux d'intérêt.

Les obligations d'entreprises des marchés émergents libellées en dollars américains offrent actuellement une prime de risque d'environ 378 points de base, un rendement à l'échéance de 7,46% (au 31 mai 2023), une durée moyenne de 4,27 ans et une notation moyenne de BBB-.

Depuis la mi-mars, les écarts de crédit des pays émergents évoluent dans une plage étroite, dans le sillage de la crise du secteur bancaire régional américain et de la saga du plafond de la dette aux États-Unis. La faiblesse de l'écart a été récemment accentuée par les écarts relativement plus importants sur les sociétés financières américaines notées BBB. Si les valorisations des obligations investment grade (IG) des ME peuvent sembler onéreuses par rapport aux valorisations des obligations américaines investment grade, cette différence s'explique en partie par la durée plus courte de deux ans des IG des ME par rapport aux IG des États-Unis (voir Graphique 3).

Sur le segment à haut rendement, les obligations des marchés émergents offrent des rendements et des écarts plus intéressants que leurs homologues des marchés développés, même lorsque l'on tient compte des notations comparables. Si l'on considère les indices notés BB (voir Graphique 3) et que l'on retire des deux univers les obligations simples B et les obligations en difficulté, le rendement (ajusté en fonction de la durée) offert par les entreprises des marchés émergents est considérablement plus élevé que celui des entreprises américaines équivalentes. Les entreprises des pays émergents présentent également des fondamentaux généralement plus solides que leurs homologues américaines (voir Graphique 4).

## Graphique 4: les fondamentaux dans les pays émergents sont meilleurs que ceux aux États-Unis – effet de levier par catégorie de notation



Source: BofA Securities. Données au 31 décembre 2022 (effet de levier net) et au 30 avril 2023 (écart)

### Fondamentaux

Les fondamentaux des entreprises des ME restent solides malgré quelques facteurs défavorables dans certains pays et secteurs. Le marché étant confronté à une pression sur les coûts et à une inflation élevée, la question clé sera l'ampleur du ralentissement de la croissance et le type d'une éventuelle récession aux États-Unis. Cela dit, l'affaiblissement des indicateurs de crédit a été modeste et part d'une base très solide. Bien que nous ne voyions qu'une amélioration limitée des fondamentaux des entreprises des ME à l'avenir, nous ne pensons pas non plus qu'ils se détérioreront rapidement.

Le marché des obligations d'entreprises des marchés émergents en devises fortes est dominé par les investissements en dollars américains, de sorte que la comparaison avec le groupe de pairs américains est représentative. Si les chiffres globaux de l'effet de levier donnent une bonne indication générale de la tendance de l'effet de levier, une meilleure base de comparaison entre les entreprises des marchés émergents et les entreprises américaines consiste à examiner l'effet de levier net au sein des mêmes catégories de notation (voir Graphique 4). La rémunération sur les marchés émergents est beaucoup plus élevée par unité d'effet de levier net que celle aux États-Unis. En particulier dans les segments BB et B, l'écart de crédit payé par unité d'effet de levier net est résolument plus élevé pour les crédits des marchés émergents que pour les crédits américains.

La vaste catégorie des investissements dans les marchés émergents offre une série de solutions d'investissement attrayantes pour les investisseurs à revenu fixe. Alors que les marchés développés sont toujours accablés par une croissance plus lente et une forte volatilité des taux d'intérêt, de nombreux fondamentaux des marchés émergents restent robustes, ce qui constitue une base solide pour les actifs des marchés émergents. En particulier, nous identifions les principales caractéristiques fondamentales et de valorisation des obligations d'entreprises des ME libellées en dollars américains qui sont plus intéressantes que celles de leurs homologues des MD, et nous pensons que ces obligations devraient être considérées comme un élément clé de tout portefeuille à revenu fixe à long terme.

Source: Credit Suisse, sauf mention contraire.

Sauf mention contraire, les illustrations fournies dans le présent document ont été élaborées par Credit Suisse AG et/ou ses sociétés affiliées avec le plus grand soin et en toute bonne foi.

Ce support est un document marketing de Credit Suisse AG et/ou ses filiales (ci-après dénommé «CS»). Il ne constitue nullement ou ne fait partie d'aucune offre ou invitation à émettre ou vendre, ni une sollicitation d'offre de souscription ou d'achat de valeurs ou d'autres instruments financiers, ou à effectuer toute autre opération financière, ni ne constitue une incitation de souscription à un produit, une offre ou un placement. Ce document commercial n'est pas un document contractuellement contraignant ni un document d'information requis par une disposition législative quelconque. Aucun élément de ce support ne saurait constituer une recherche ou un conseil en investissement et ne peut en aucun cas y être assimilé. Il n'est pas adapté à votre situation personnelle ni ne constitue une recommandation personnalisée et ne suffit pas pour prendre une décision de placement. Les informations et les opinions exprimées dans le présent document reflètent celles du Credit Suisse au moment de la rédaction et sont sujettes à modification à tout moment sans préavis. Elles proviennent de sources considérées comme fiables. Le CS ne fournit aucune garantie quant au contenu et à l'exhaustivité de ces informations et, dans la mesure où la loi le permet, il décline toute responsabilité pour les pertes qui pourraient résulter de l'utilisation de ces informations. Sauf mention contraire, les chiffres n'ont pas été vérifiés. Les informations fournies dans le présent document sont réservées au seul usage de son destinataire. Les informations figurant dans ce support peuvent être modifiées sans préavis après la date d'émission de celui-ci sans que CS soit tenu de les actualiser. Ce support peut contenir des informations sous licence et/ou protégées par les droits de propriété intellectuelle des concédants de licence et des détenteurs du droit à la propriété. Rien dans ce support ne saurait être interprété comme imposant une responsabilité aux concédants de licence ou aux détenteurs du droit à la propriété. La copie non autorisée des informations des concédants de licence ou des détenteurs du droit à la propriété est formellement interdite. Ce document ne peut en aucun cas être transféré ou distribué à une autre personne ni ne peut être reproduit. Tout transfert, distribution ou reproduction est interdit et peut entraîner une violation de la loi américaine de 1933 sur les valeurs mobilières US Securities Act, telle que modifiée et actuellement en vigueur (loi ci-après dénommée «Securities Act»). De plus, il peut y avoir des conflits d'intérêts concernant l'investissement. Dans le cadre de la prestation de services, Credit Suisse AG et/ou ses filiales peuvent le cas échéant payer à des tiers ou recevoir de la part de tiers, sous forme de frais ou autre, une rémunération unique ou récurrente (par exemple commissions de souscription, commissions de placement ou de suivi). Avant de prendre toute décision de placement, les investisseurs potentiels doivent évaluer indépendamment et avec soin (avec leurs conseillers fiscaux, juridiques et financiers) les risques spécifiques décrits dans les supports accessibles, les conséquences légales, réglementaires, fiscales et comptables ainsi que l'impact sur le crédit.

Copyright © 2023 CREDIT SUISSE. Tous droits réservés.

Société de gestion (Fondsleitung): Credit Suisse Funds AG<sup>1</sup>, Uetlibergstrasse 231, CH-8070 Zurich | Dépositaire, distributeur: Credit Suisse (Suisse) SA, Paradeplatz 8, CH-8001 Zurich | Distributeur: Credit Suisse AG, Paradeplatz 8, CH-8001 Zurich | Distributeur: Credit Suisse Asset Management (Suisse) SA, Kalandergasse 4, CH-8045 Zurich | Versions linguistiques disponibles: allemand, anglais, français et/ou italien | Superviseur (Autorité d'enregistrement): Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA)

<sup>1</sup> Entité, auprès laquelle la documentation complète présentant l'offre, le document d'information clé pour l'investisseur (DICI), les documents constitutifs (règlement ou statuts) du fonds ainsi que les rapports annuels et bisannuels, si ceux-ci existent, peuvent être obtenus gratuitement.