



LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

Chronique hebdomadaire

1^{er} août 2022

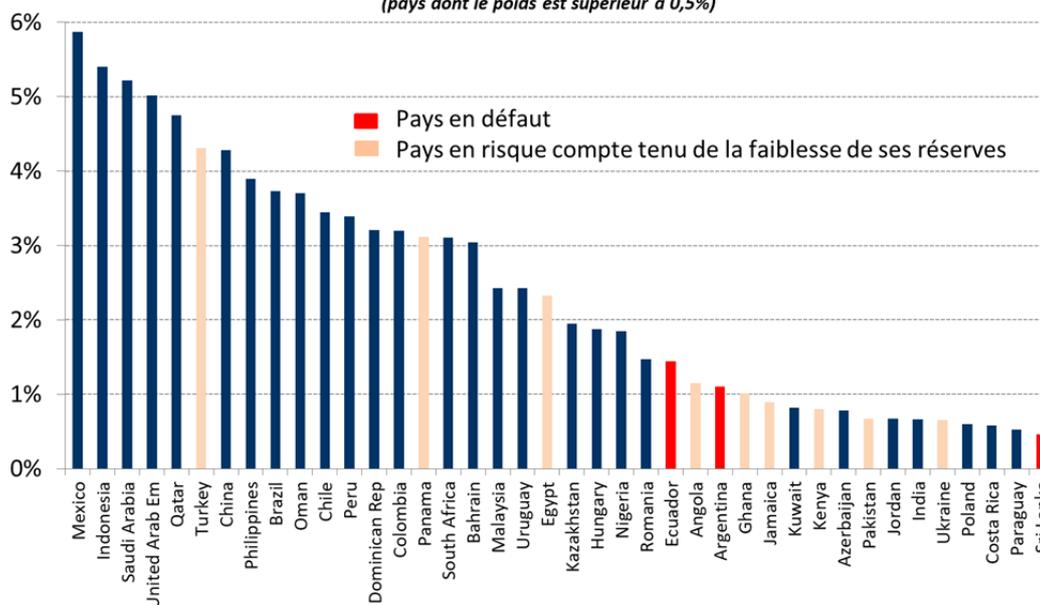
Parlons un peu des marchés émergents. Que penser de la dette en dollars ?

Parler du monde émergent, c'est-à-dire de 150 pays différents, ne va pas de soi. Leur situation a toujours été hétérogène et c'est encore plus le cas en 2022. Les vecteurs de discrimination sont légion : fondamentaux macro et gouvernance économique ; dépendance (ou non) aux matières premières, sensibilité au dollar et aux taux d'intérêt américains, proximité avec la Russie, exposition à la Chine, sans oublier la situation particulière de ce dernier pays, notamment sur le plan sanitaire.

Mais il reste que le monde émergent représente 40% du PIB mondial (en dollars courants) et presque 60% en PPA. Et beaucoup plus encore en termes de contribution à la croissance mondiale.

Regardons ici la situation de la dette internationale (en dollars)¹ et force est de constater que dans les grands indices (notamment l'EMBIG de JP Morgan), la répartition des pays et régions est spécifique et différente des indices actions (comme le MSCI EM), avec une forte représentation de l'Amérique latine, de l'Europe orientale, de l'Asie du Sud et du Moyen Orient/Afrique et une sous-représentation de l'Asie de l'Est (à quelques exceptions comme l'Indonésie et les Philippines), c'est-à-dire de la zone dans l'ensemble la plus performante du monde émergent (cf. graphique ci-dessous).

Poids des pays dans l'ETF J.P. Morgan USD Emerging Markets Bond
(pays dont le poids est supérieur à 0,5%)



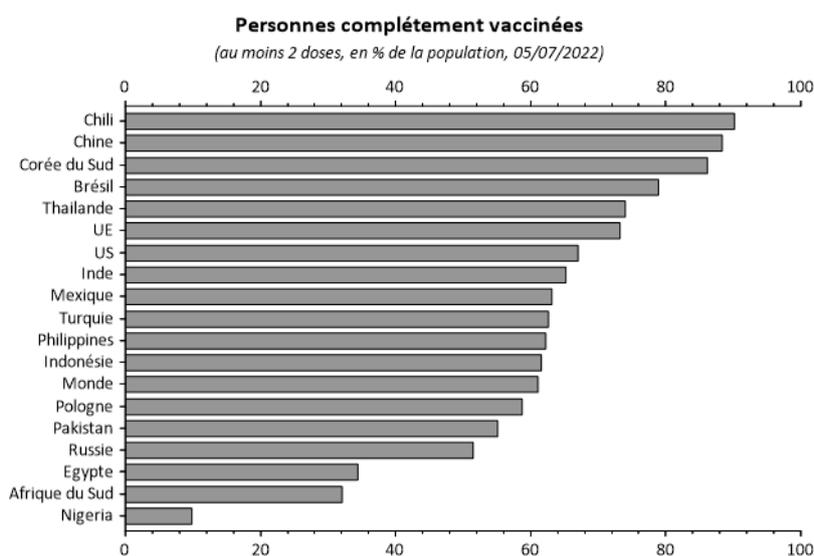
Sources : Les Cahiers Verts, Bloomberg, iShares

¹ La dette en devise locale est majoritaire (80% aujourd'hui) et a pris le relais de la dette en dollar (85% en 2000) depuis une vingtaine d'années. Mais nous ne souhaitons pas prendre le risque de change.

Or, cette catégorie de pays présente parfois une vulnérabilité financière quasi-structurelle (solde courant déficitaire, dette extérieure élevée, inflation forte, notation souveraine faible, finances publiques fragiles, sensibilité au dollar et aux taux d'intérêt américains, sans parler de l'instabilité politique (et sociale dans une moindre mesure) récurrente et de la difficulté à mettre en œuvre des politiques monétaires et budgétaires sérieuses de façon continue....) qui s'est plutôt accentuée depuis la fin 2021.

Pour autant, les pays émergents ont plutôt bien résisté (en termes de croissance économique) à la multitude des chocs encaissés lors du 1^{er} semestre 2022, y compris si l'on exclut les pays exportateurs nets de matières premières.

On observe même quelques facteurs d'amélioration. La situation sanitaire d'abord. Les campagnes de vaccination ont porté leurs fruits. Les taux de vaccination restent hétérogènes (toujours très faibles en Afrique notamment) mais ils ont partout monté (cf. graphique ci-dessous).

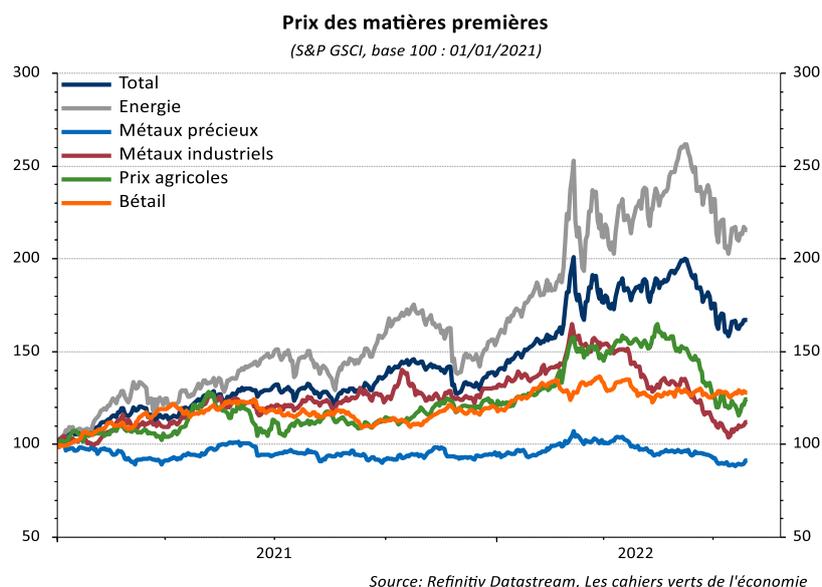


Source: Refinitiv Datastream, Les cahiers verts de l'économie

Le taux de séroprévalence apparaît également élevé dans le monde émergent (en particulier au Brésil et en Inde) à l'exception de la Chine.

Notons aussi que le monde émergent bénéficie en particulier de l'amélioration des chaînes d'approvisionnement au niveau mondial, les pays émergents étant très intégrés dans la sous-traitance et le commerce mondial.

Ajoutons que les prix des matières premières ont eu tendance à s'ajuster à la baisse ou à se stabiliser ces dernières semaines. Les cours du pétrole et de la plupart des matières premières agricoles sont ainsi retournés à leur niveau d'avant le déclenchement de la guerre en Ukraine (cf. graphique ci-dessous).

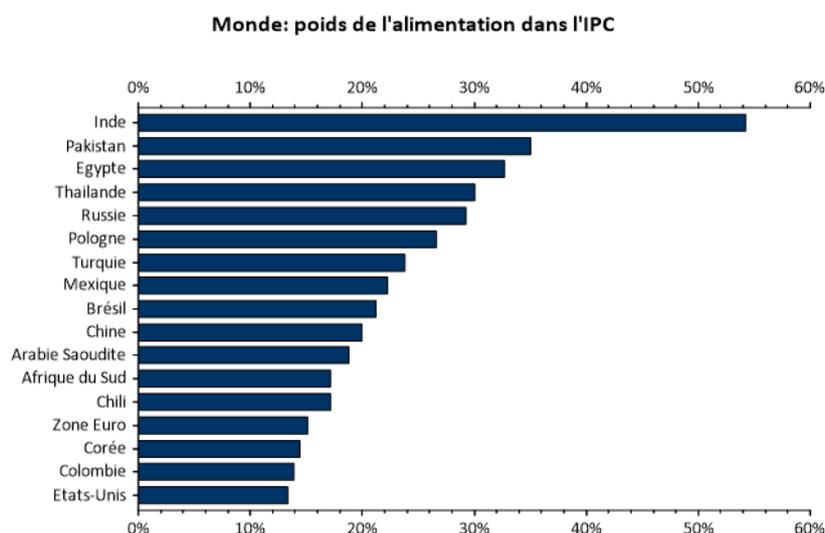


La détente des cours des céréales s'explique par des anticipations de très bonnes récoltes et les efforts diplomatiques pour débloquer les exportations des céréales à partir de l'Ukraine.

Toutes choses égales par ailleurs, cette baisse des cours constitue globalement une bonne nouvelle pour les pays émergents en agrégé, à la fois sur le plan politique et sur le plan économique.

Quid de l'inflation dans les pays émergents ?

On sait en particulier que l'énergie et l'alimentaire ont des poids plus importants dans les indices de prix émergents que chez les pays riches (cf. graphique ci-dessous) et que la (forte) baisse des devises émergentes nourrit l'inflation importée. Par ailleurs, l'ancrage des anticipations d'inflation est beaucoup moins fort que dans les pays développés, en raison en particulier de banques centrales beaucoup moins crédibles car moins indépendantes du pouvoir politique.

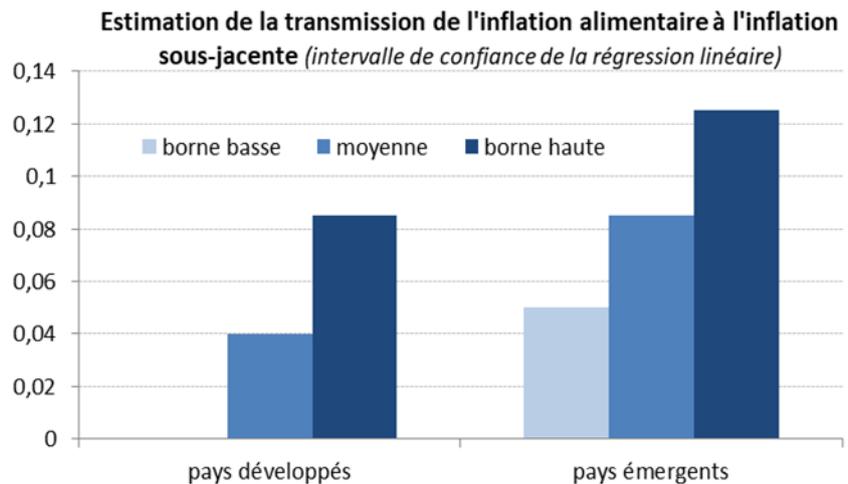


Source: Refinitiv Datastream, Les cahiers verts de l'économie

Des pays comme l'Inde, l'Indonésie, la Thaïlande ou encore la Turquie sont fortement dépendants du pétrole importé. Du côté des produits agricoles et des engrais, les pays du Maghreb, de l'Afrique et de l'Asie sont en général très dépendants de la Russie et/ou de l'Ukraine.

Rappelons encore une fois l'importance de la dépendance alimentaire. L'impact est en effet non négligeable :

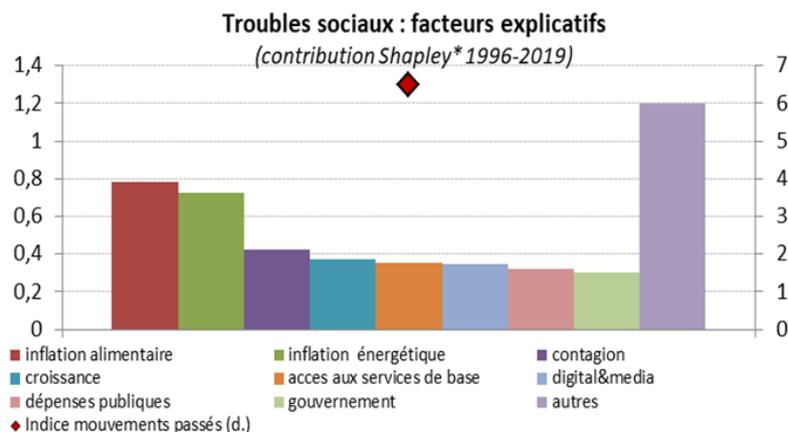
(i) Non seulement la transmission moyenne de la hausse de l'inflation alimentaire à l'inflation sous-jacente est 2 fois plus importante dans les pays émergents (cf. graphique ci-dessous)...



Source : Datastream, Les Cahiers Vert

(ii) ...mais la sensibilité de la variation mensuelle des prix à la consommation sur le rendement mensuel de l'indice des prix agricoles de la FAO atteint 15% dans les pays émergents (vs 6% pour les pays développés).

Plus encore, les 2 principaux facteurs directs contribuant à la progression des troubles sociaux dans le monde entre 1996 et 2019 sont l'inflation alimentaire suivie de l'inflation énergétique (cf. graphique ci-dessous).



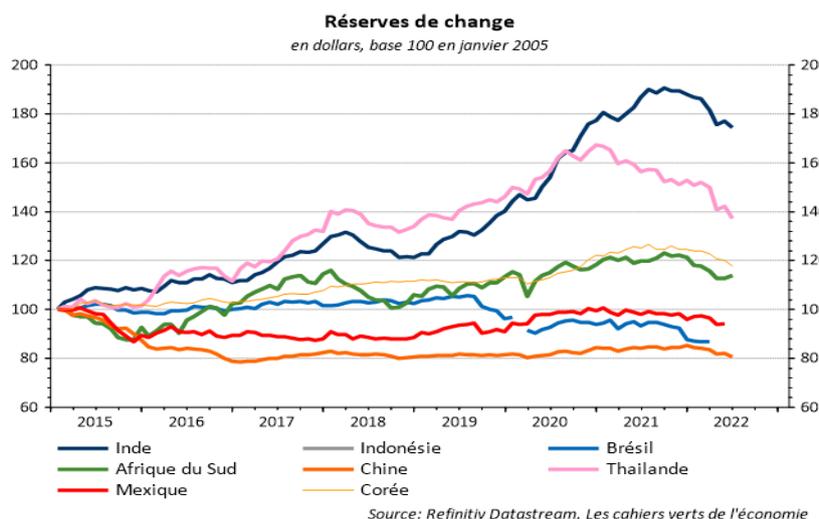
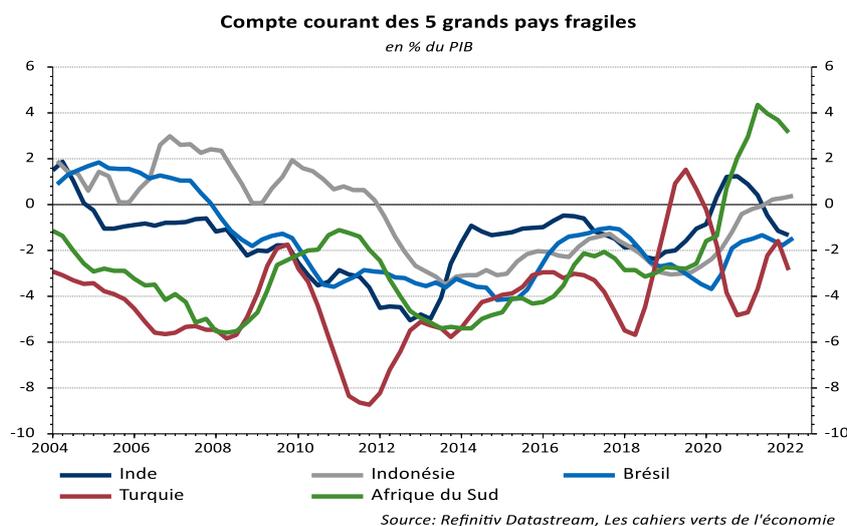
*En théorie des jeux, plus précisément dans un jeu coopératif, la valeur de Shapley donne une répartition équitable des gains aux joueurs.

Source : FMI (2021), Les Cahiers Vert

Après les pays arabes en 2011, le défaut sri lankais récent a d'ailleurs illustré une nouvelle fois l'importance de la stabilité des prix de biens de base dans la stabilité sociale.

Dans ce contexte, on comprend que de nombreux pays aient mis en place des politiques d'encadrement des prix de l'essence et des produits alimentaires (au prix d'ailleurs d'un accroissement du déficit budgétaire et de l'endettement public).

Plus problématique toutefois, la hausse de l'aversion au risque, le ralentissement de la demande des pays développés, la hausse du cours des matières premières importées et le renchérissement du coût de l'emprunt ont entraîné une dégradation générale des comptes courants des pays émergents, ainsi que des sorties de capitaux et une baisse des réserves de change (Brésil, Turquie, Afrique du Sud, Egypte...); cf. graphiques ci-dessous.



Il convient ainsi de surveiller la situation des pays où la fonte des réserves est plus particulièrement marquée. Soyons clairs : nous ne sommes pas en 1982 ou en 1994. Globalement, le poids de la dette

extérieure à court terme rapporté aux réserves de change est beaucoup plus faible (en moyenne, 35% en 2020 contre 70% en 1995).

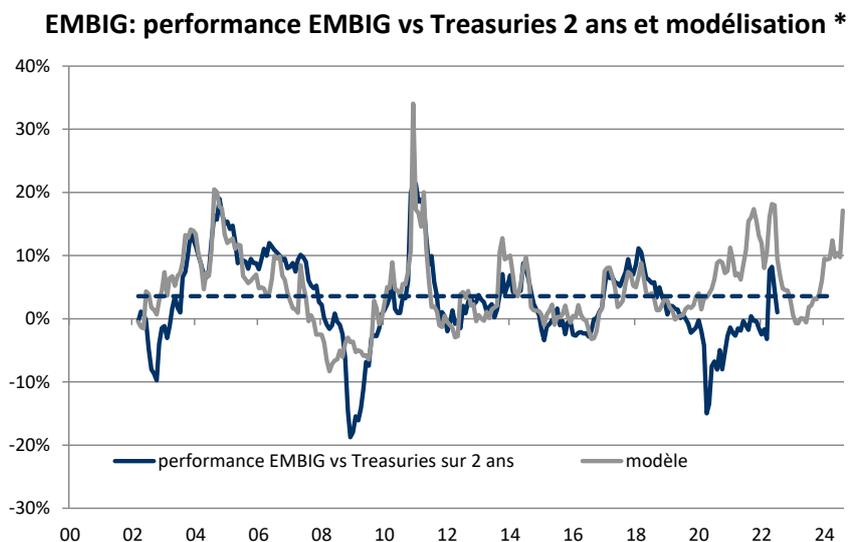
Néanmoins, certains pays sont susceptibles de traverser une crise de leur balance des paiements en raison de la fonte récente de leurs réserves de change alors que leurs engagements extérieurs à court terme en devises sont relativement importants (Turquie, Egypte, Pakistan parmi les grands pays). Cela explique l'accélération de la baisse des ratings par les agences spécialisées et la hausse des CDS constatée depuis le début de l'année.

Plusieurs pays ont dû, ou devront solliciter, l'aide des institutions internationales pour assurer le refinancement de leur dette extérieure et éviter une crise de balance des paiements (e.g. Tunisie, Pakistan, Laos...). La Turquie traverse quant à elle une crise monétaire alors que ses réserves de change sont faibles au regard de ses échéances extérieures en devises.

Quid alors des conséquences opérationnelles en termes de stratégie pour la dette en dollars ?

La hausse des spreads a été notable dans les pays émergents ces derniers mois sur la dette émise en dollars (+80pb sur les 3 derniers mois). Comme il s'agit d'une tendance forte depuis le début de l'année, les niveaux de spreads apparaissent désormais significatifs (5^{ème} centile le plus élevé).

Au-delà, compte tenu des spreads, des ratings de la dette émergente et de notre indicateur de risque spécifique aux pays émergents nous estimons que le potentiel de surperformance de la dette souveraine émergente est nettement supérieur à sa moyenne historique (16% vs 3% en moyenne à horizon 2 ans), soit un plus haut depuis 2020.



Source: Datastream, Les Cahiers verts

* Modélisé à partir de la probabilité de défaut historique et le risque pays

A cet égard, les spreads actuels (couplés au niveau de taux des Treasuries) permettent d'absorber une hausse très significative des taux de défaut.

Des taux de défaut de 14% (vs 2% en 2020) permettraient d'assurer une performance encore marginalement positive à taux américains et spreads constants à horizon 1 an. Il s'agit ici d'un exercice normatif car il est bien sûr difficile d'imaginer que les spreads resteraient stables si les taux de défaut devaient monter à 14%.

6

Socofi 121 avenue de Malakoff 75116 Paris - 28 boulevard de la Cambre B-1000 Bruxelles

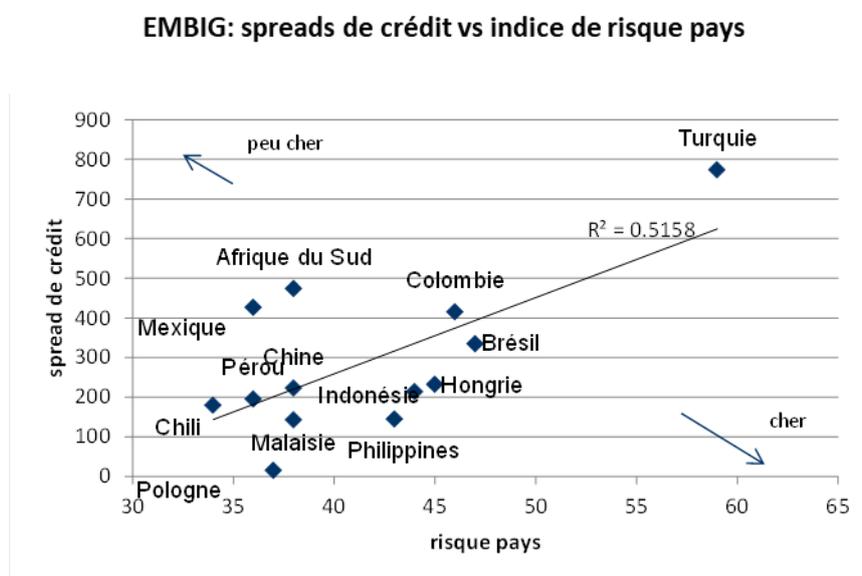
Tél : 01 53 42 65 33 E-mail : socofi@socofi.com www.cahiersvertsdeleconomie.com Société anonyme au capital de 40 000 Euros
RCS PARIS 342 707 775 N° T.V.A. Intracommunautaire FR

Rappelons à titre d'exemple que la hausse des taux de défaut n'avait pas dépassé 4 points lors de la crise asiatique.

Du point de vue des choix pays, si l'on ajuste les spreads souverains des fondamentaux macro-financiers (indice de risque pays Economist Intelligence Unit), les dettes mexicaine et sud-africaine apparaissent les plus attractives. Nous restons prudents sur la Turquie en raison de la faiblesse de ses réserves de change au regard de sa dette extérieure de court terme. Ce ratio s'est récemment dégradé de façon assez nette, si bien que cette dégradation n'est pas forcément encore intégrée dans le ratio de risque pays.

Parmi les pays les moins risqués, le Chili semble encore assez intéressant.

Les dettes asiatiques dans leur ensemble semblent ne pas présenter de réel intérêt à l'exception notable de la Chine.



Source : Datastream, Les Cahiers Verts

* Indice EIU (Economist Intelligence Unit) de risque pays recouvrant le risque politique; économique et financier