



Vontobel

# 5 raisons d'investir maintenant dans les obligations des marchés émergents

**4**  
**5 raisons d'investir maintenant dans les obligations des marchés émergents**

**9**  
**Principales préoccupations des investisseurs et pourquoi elles sont gérables**

**13**  
**Le moment est-il venu de cesser de rester sur la touche?**



—  
**Sergey Goncharov**  
Portfolio Manager



—  
**Carlos de Sousa**  
Emerging Markets Strategist,  
Portfolio Manager



—  
**Adrian Bender**  
Client Portfolio Manager

## Résumé

Alors que les hausses de taux de la Fed font leur chemin, que la désinflation a déjà commencé et que le marché anticipe un taux des fonds fédéraux à 5% dans les prochains mois, les investisseurs se demandent si le moment est venu de réduire les soldes de trésorerie et d'augmenter leur allocation aux marchés émergents.

L'enquête que nous avons menée auprès de plus de 300 investisseurs institutionnels mondiaux révèle que deux tiers d'entre eux pourraient augmenter la part de leur exposition aux obligations de ces marchés dans les deux prochaines années.

En regardant au-delà de la liquidation des marchés émergents, nous trouvons de solides arguments en faveur de la classe d'actifs. Les rendements semblent désormais très attractifs. Le FMI voit de meilleures anticipations de croissance pour les marchés émergents que pour les marchés développés. Une diversification élevée peut réduire considérablement les risques spécifiques.

Les arguments classiques en défaveur de l'investissement dans les obligations des marchés émergents sont les suivants: un dollar américain fort dans un contexte de hausses des taux agressives par la Fed, le risque de récession mondiale et un risque de défaut plus élevé sur les marchés émergents. Nous révélons maintenant pourquoi nous pensons que ces risques sont gérables.

Rester sur la touche n'est peut-être pas la meilleure stratégie d'investissement en 2023.

# 5 raisons d'investir maintenant dans les obligations des marchés émergents

L'année 2022 aura été, toutes classes d'actifs confondues, l'une des pires années que les marchés financiers aient connus depuis plusieurs décennies. Les actifs à risque, y compris les investissements dans les marchés émergents, ont particulièrement souffert. En conséquence, les marchés émergents peuvent être perçus comme ayant un niveau de risque élevé, s'en trouvant alors sous-représentés dans les portefeuilles des investisseurs.

Nous avons mené une enquête auprès de plus de 300 investisseurs institutionnels en Europe, en Amérique et en Asie-Pacifique, que nous avons publiée en mai de cette année. L'enquête nous a révélé que deux tiers d'entre eux pourraient augmenter la part de leur exposition aux obligations des marchés émergents dans les deux prochaines années:

- 64% des répondants adoptent les actifs obligataires dans les marchés émergents pour la diversification, la performance ESG et le rendement.
- Plus de trois investisseurs sur quatre sont favorables aux stratégies actives pour les obligations des marchés émergents, car ils voient des opportunités d'alpha sur des marchés émergents mal évalués et inefficaces.
- La diversification, le revenu et l'alignement sur les critères ESG orientent le choix des investisseurs pour les obligations d'entreprises des marchés émergents.

Sans surprise, les participants à l'enquête ont également exprimé leurs préoccupations vis-à-vis des investissements dans des obligations des marchés émergents.

Nous révélons dans cet article les cinq raisons qui, selon nous, placent cette classe d'actifs en position favorable par rapport aux autres, et pourquoi les préoccupations actuelles des investisseurs s'apparentent à des risques gérables.



## 1. Une longue et grave séquence de liquidation a créé des opportunités pour les investisseurs à long terme

Les pertes de 2022 sont principalement dues à l'ajustement soudain d'une décennie d'inflation très faible à une période incertaine d'inflation mondiale élevée. Les actifs des marchés émergents ont été parmi les plus touchés cette année.

La réévaluation des taux a été incroyablement négative pour les actifs à risque en général et il n'est donc pas surprenant que le sentiment à l'égard des marchés émergents soit devenu très négatif.

La séquence de liquidations prolongée de 14 mois a été pénible pour les investisseurs. Le JP Morgan Corporate Emerging Markets Bond Index (CEMBI), indice de référence pour les entreprises des marchés émergents, n'a enregistré que trois mois de performance modérément positive entre septembre 2021, date du début du mouvement de liquidation, et octobre 2022.

Ceci est à comparer avec une liquidation de deux mois en 2020 au moment du déclenchement de la pandémie de Covid et une de cinq mois en 2018, correspondant au début de la rhétorique anti-commerciale du président américain Donald Trump. Il s'agit de la plus longue période depuis la liquidation de la grande crise financière, qui n'avait duré que deux mois.

Taux, spreads et actions ont tous beaucoup souffert, la guerre en Ukraine aggravant le problème de l'inflation mondiale et sapant l'optimisme. Cependant, l'opinion vis-à-vis des marchés émergents semble s'être considérablement améliorée depuis le 10 novembre, date à laquelle les États-Unis ont publié des chiffres d'inflation inférieurs aux prévisions.

En général, il n'est pas bon d'accorder trop d'importance à une seule donnée, mais celle-ci a confirmé que la désinflation est bien en cours, l'inflation annuelle globale ayant diminué pour le quatrième mois consécutif. Cela a également confirmé l'opinion selon laquelle la Fed s'approche de la fin de son cycle de hausses, et qu'elle est donc susceptible de ralentir leur rythme et de faire une pause au premier trimestre ou au deuxième trimestre de 2023.

Dans un contexte difficile, les investisseurs ont voté avec leurs pieds. Ils ont racheté des montants substantiels d'actifs obligataires des marchés émergents depuis le début de l'année, estimés à plus de 80 milliards USD selon les données de l'EPFR à la mi-novembre, et semblent conserver des niveaux élevés de liquidités, qu'ils devraient chercher à investir une fois la stabilité revenue.

Ce phénomène, combiné aux très bas niveaux d'émissions primaires tout au long de 2022, devrait fournir des facteurs techniques positifs pour 2023. Il y a eu une légère reprise des émissions sur les marchés émergents au quatrième trimestre 2022, ce qui suggère une position plus équilibrée des acteurs du marché.

Cette activité primaire a inclus quelques émissions pour lesquelles la prime de spread offerte au-dessus de la courbe de l'émetteur existant a été substantielle. Les marchés primaires sont un autre terrain de jeu fertile pour les gestionnaires actifs d'actifs, qui ont tendance à payer des primes pour les nouvelles émissions et à améliorer la liquidité des marchés et des portefeuilles.

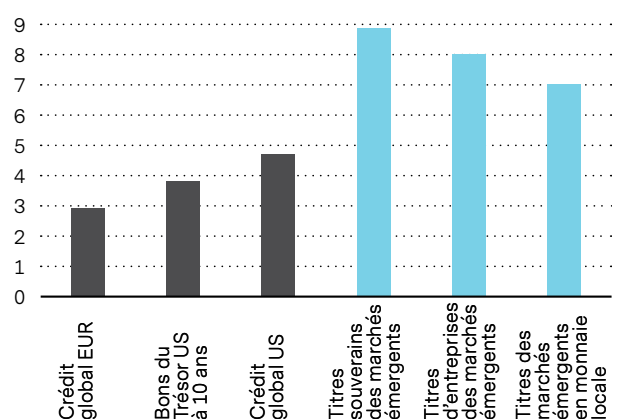
## 2. Les obligations des marchés émergents présentent des rendements plus élevés et une duration plus faible que celles des marchés développés

Les marchés volatils créent des opportunités. En raison de la hausse des taux, de l'élargissement des spreads et de la hausse générale des rendements, l'ancien consensus selon lequel les actions (principalement les actions américaines) constituent la classe d'actifs de croissance par excellence a été sévèrement remis en question. Plus question donc de «TINA» There Is No Alternative («Il n'y a pas d'alternative»). Là encore, les obligations, dont les marchés émergents constituent une composante croissante et toujours plus populaire, représentent une solution d'investissement viable.

Certains investisseurs se demandent peut-être: pourquoi s'intéresser aux marchés émergents quand les rendements des entreprises US sont supérieurs à 5,5%?

### Les obligations des marchés émergents génèrent des rendements plus élevés

Rendement en %



Les performances passées ne préjugent pas des performances actuelles ou futures.  
Source: Bloomberg, Vontobel Asset Management, données au 21 novembre 2022.

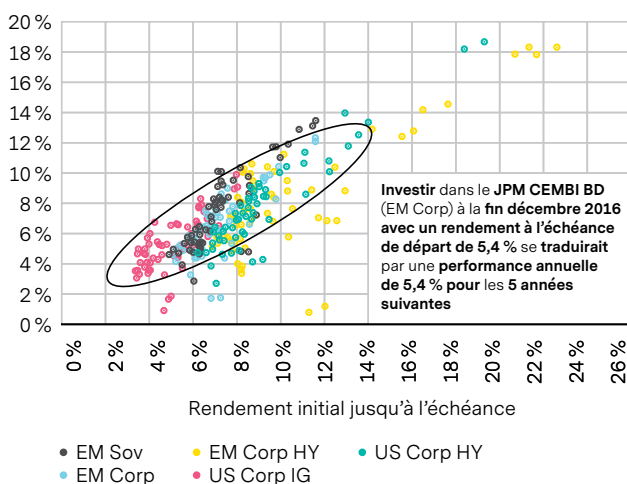
Les segments obligataires des marchés émergents offrent des rendements nettement plus élevés que ceux de leurs homologues des marchés développés, sans compter que 5,5% c'est encore bien en dessous de l'inflation. À titre d'exemple, les obligations d'entreprises et en monnaie locale des marchés émergents présentent un rendement, respectivement, d'environ 8% et 7%, tandis que la dette souveraine en monnaie forte des marchés

émergents offre un rendement de près de 9%. Ces chiffres sont à comparer avec le rendement des bons du Trésor américain à 5 et 10 ans, lequel est inférieur à 4%, et inférieur à 2% pour les bunds allemands.

Historiquement, un rendement initial supérieur a conduit à un rendement annualisé supérieur à celui de l'indice de référence sur cinq ans.

### Pour les titres souverains de marchés émergents, les rendements totaux sont corrélés au rendement initial

Rendement total annualisé (sur un horizon de 5 ans)



Remarque: chaque point représente un rendement annuel glissant sur 5 ans par rapport au rendement initial (à l'échéance) de l'indice. En outre, EM Sov se réfère à JPM EMBI GD, EM Corp se réfère à JPM CEMBI BD, EM Corp HY se réfère au sous-indice HY de JPM CEMBI BD, US Corp IG se réfère à l'indice ICE BofA US Corporate et US HY se réfère à l'indice ICE BofA US High Yield.

Source: Vontobel Asset Management, Bloomberg du 31 décembre 2001 au 31 décembre 2021.

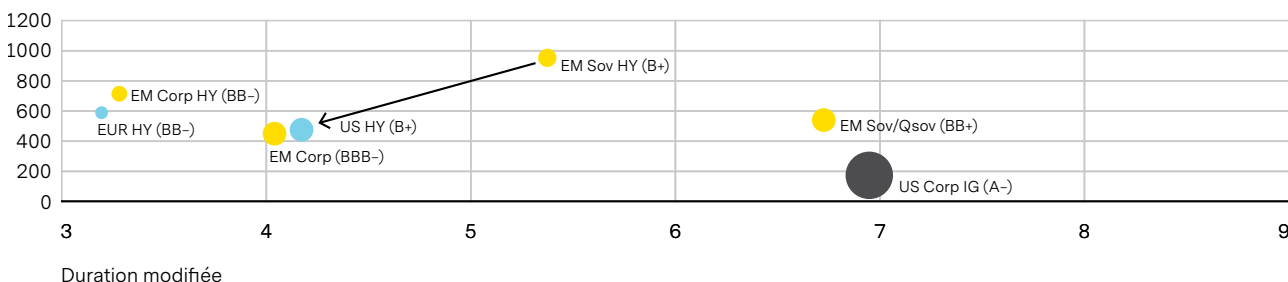
Les spreads des hauts rendements de marchés émergents ont également des perspectives plus favorables

que ceux des marchés développés. Le graphique de gauche compare le spread et la durée, et montre d'un coup d'œil que les marchés émergents (en vert) offrent des spreads plus élevés que les marchés développés à haut rendement (en rose) ou les entreprises (en bleu). En comparant les segments de marché, on voit que les entreprises à haut rendement des marchés émergents ont de meilleures notations, avec un plus faible risque de durée, mais affichent toujours une hausse de spreads comparé aux entreprises US à haut rendement. Les obligations souveraines à haut rendement des marchés émergents ont la même notation et une durée un peu supérieure, en enregistrant une hausse des spreads d'environ 100%.

C'est pourquoi les obligations d'entreprises des marchés émergents pourraient être une alternative pour les investisseurs à la recherche de spreads et de rendements plus élevés ainsi que d'une durée plus faible dans un contexte de craintes de récession et de hausses des taux sur les marchés développés. Parallèlement, avec la désinflation déjà en cours aux États-Unis et sur quelques marchés émergents, les obligations souveraines en monnaie forte des marchés émergents, avec une durée plus élevée et des spreads beaucoup plus importants, peuvent constituer la sous-classe d'actifs idéale pour les investisseurs plus optimistes en matière de durée.

### Des spreads plus élevés et une durée plus faible que le haut rendement américain avec une meilleure notation

Spread (en pb)



Source: ICE BofA Merrill Lynch US Corporate Index, ICE BofA Merrill Lynch Euro Corporate Index, J.P. Morgan CEMBI Broad Diversified, J.P. Morgan EMBI Global Diversified, ICE BofA Merrill Lynch US High Yield Index, ICE BofA Merrill Lynch Euro High Yield Index, au 31.10.2022, Bloomberg. Notations moyennes des indices entre parenthèses. La taille des bulles correspond à la valeur de marché en milliards d'USD.

### 3. Le FMI a de meilleures prévisions de croissance pour les marchés émergents que pour les marchés développés

Le FMI a revu à la baisse ses prévisions de croissance du PIB mondial en octobre et a souligné la probabilité accrue d'une récession mondiale. Cependant, cette révision à la baisse a été beaucoup plus sévère pour l'Europe et les États-Unis que pour les marchés émergents.

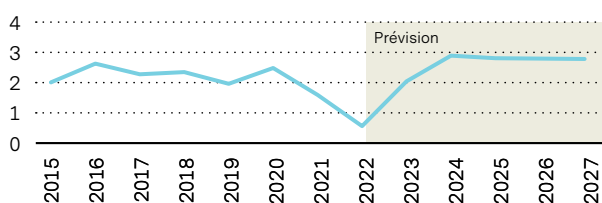
Cela signifie qu'après la période quelque peu exceptionnelle du rebond suite à la pandémie, au cours de laquelle les marchés développés ont connu une croissance presque aussi rapide que les marchés émergents, les écarts de croissance du PIB semblent devoir revenir à la normale, les marchés émergents reprenant leur rythme de croissance antérieur.

Et ce malgré les prévisions d'une croissance beaucoup plus lente en Chine: l'assouplissement de la politique du zéro Covid devrait être progressif et la relance budgétaire rester modeste, avec une nette tendance à la hausse en cas de changement.

La croissance du PIB n'est pas une variable significative dans la détermination des spreads liés aux marchés émergents. Si elle est effectivement un signal intéressant pour les actions des marchés émergents, elle ne l'est pas pour les spreads des obligations des marchés émergents. En résumé, une croissance rapide peut parfois être non durable, tandis qu'une croissance lente peut parfois être la conséquence de mesures d'austérité qui rétablissent la viabilité de la dette.

Cependant, de même que la force du dollar américain affecte négativement le sentiment des investisseurs, une croissance plus rapide du PIB dans les marchés émergents par rapport aux marchés développés conduit généralement à une amélioration de leur sentiment (le fameux principe de «l'argent flaire la croissance»).

### Le différentiel de croissance entre les ME et les MD devrait augmenter, suscitant un regain d'intérêt pour le marché



Les performances passées ne préjugent pas des performances actuelles ou futures.  
Source: FMI WEO. Les prévisions sont des opinions sans garantie et les résultats effectifs peuvent différer sensiblement. ME: marchés émergents, MD: marchés développés, données au 31 août 2022.

### 4. Les taux de défaut restent faibles et les bilans stables

En moyenne, les entreprises des marchés émergents ont des bilans plus sains que leurs équivalents sur les marchés développés. Cela explique pourquoi elles bénéficient d'une meilleure notation moyenne (malgré le plafond des dettes souveraines, ce qui signifie que dans plusieurs pays, les entreprises sont moins bien notées que les obligations souveraines malgré des fondamentaux solides) et d'un faible taux de défaut, moyen à long terme, de seulement 3,7%.

Cependant, cette année a été différente. La crise immobilière en Chine et les sanctions russes consécutives à l'invasion de l'Ukraine, qui ont poussé à la défaillance des entreprises russes, ont fait passer le taux de défaut des entreprises des marchés émergents à haut rendement à 11,3% au cours des dix premiers mois de l'année. Le taux de défaut devrait rester à des niveaux similaires jusqu'en 2023, ou baisser pour atteindre 7,3% si la Russie, qui ne fait plus partie de l'indice, est exclue (source: JP Morgan).

Si l'on exclut le secteur immobilier chinois et les entreprises de Russie et d'Ukraine, le taux de défaut des entreprises à haut rendement des marchés émergents s'élève à seulement 1% en 2022, ce qui est loin d'être alarmant. En fait, certains défauts peuvent même présenter des opportunités intéressantes pour les investisseurs actifs.

En outre, si le taux de défaut est susceptible de rester élevé dans le secteur immobilier chinois, les obligations reflètent pleinement les anticipations. Le prix moyen des obligations immobilières chinoises à haut rendement du CEMBI broad index s'élevait à 28,5 cents par dollar au moment de la rédaction du présent rapport, ce qui limite fortement le potentiel de baisse pour les investisseurs à l'avenir.

Les obligations souveraines ont également fait l'objet de défauts récemment, ce qui a donné lieu à des titres sensationnels et à la perception simpliste que les marchés émergents sont des marchés «d'urgence». Alors que les faits démontrent le contraire:

1. si l'on exclut la Russie et l'Ukraine, la capitalisation du marché des défauts de paiement est très modeste;
2. en cas de défaut d'un pays émergent, il n'y a pratiquement pas d'effet de contagion sur ses voisins. Les investisseurs se sont de plus en plus perfectionnés au fil des ans et peuvent désormais faire la différence entre les «causes perdues» et les «cas normaux» depuis la vague de défauts liée à la crise Covid.



### **5. Une bonne diversification des obligations de marchés émergents**

La diversification est souvent sous-estimée. En effet, des explosions se sont produites, se concentrant sur les entreprises des marchés émergents, notamment en Russie et en Ukraine, sur les obligations à haut rendement en Chine et sur les services financiers non bancaires au Mexique. Mais en dehors de ces foyers, les taux de défaut semblent être sous contrôle, compte tenu des raisons particulières de chacun de ces revers.

Les investisseurs semblent sous-estimer le faible degré de contagion constaté sur ces marchés. En Turquie, les difficultés macroéconomiques rencontrées n'ont pas beaucoup affecté ses voisins, la vague chinoise de Covid fut douloureuse pour l'environnement macroéconomique global, mais pas pour un secteur donné dans un pays A ou B. Ce qui nous ramène à l'argument primordial de la diversification au sein des marchés émergents.

**«Les investisseurs semblent sous-estimer le faible degré de contagion constaté sur ces marchés.»**

Avec plus de 80 pays classés comme marchés émergents, un investisseur peut obtenir une diversification bien plus grande qu'en investissant dans certaines régions de marchés développés, où des événements uniques affectent une part bien plus importante de l'univers d'investissement.

# Principales préoccupations des investisseurs et pourquoi elles sont gérables

Le sentiment envers les actifs des marchés émergents a été particulièrement morose car la Fed a augmenté son taux plus rapidement que les autres banques centrales des pays développés, ce qui a entraîné une valorisation rapide du dollar américain.

En outre, la fin imminente d'une ère de liquidité mondiale abondante a fait craindre des défauts multiples sur les marchés frontières qui ont émis des eurobonds pour la première fois au cours de la dernière décennie et qui se retrouvent maintenant sans accès au marché.

Parmi les principaux arguments avancés vis-à-vis des investissements dans des obligations des marchés émergents figurent:

1. Un dollar américain fort sur fond de hausses agressives de la Fed
2. Le risque d'une récession mondiale
3. Le risque de défaut plus élevé sur les marchés émergents

Faisons le point.

## 1. Le dollar américain est devenu beaucoup plus fort par rapport aux autres monnaies des marchés développés que les monnaies des marchés émergents.

Le dollar américain a progressé de 16,67% par rapport aux principales monnaies des marchés développés au cours des dix premiers mois de l'année, selon l'indice DXY. Généralement, on s'attend à ce que les monnaies des marchés émergents s'en sortent moins bien pendant les cycles de hausse de la Fed, comme ce fut le cas en 2018, par exemple.

Toutefois, le rendement pur du marché des changes JP Morgan Government Bond Index-Emerging Markets s'est établi à -10,87% YTD dans la même période. En d'autres termes, plusieurs monnaies des marchés émergents s'en sortent beaucoup mieux que les monnaies des marchés développés non libellées en dollars. En fait, le real brésilien, le peso mexicain et le sol péruvien sont tous en hausse vis-à-vis du dollar, depuis le début de l'année.

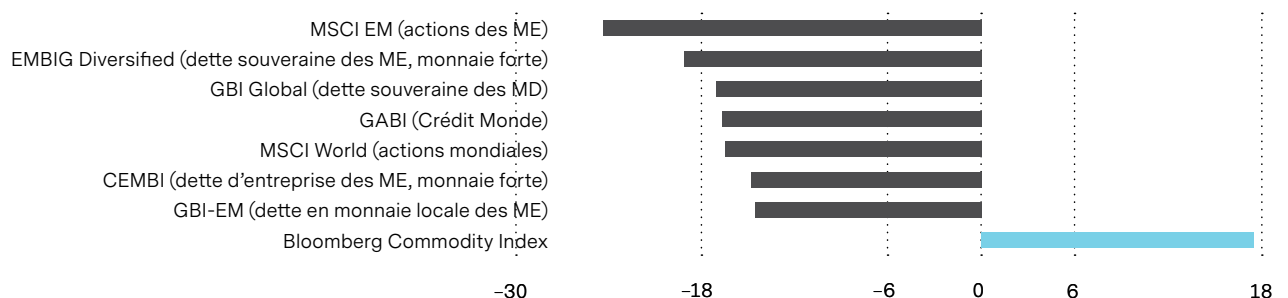
Les devises des marchés émergents ont tendance à faiblir quand le portage est érodé par les hausses de la Fed.

Toutefois, le portage des marchés émergents n'a pas été érodé cette année; au contraire, il s'est reconstitué malgré les relèvements de la Fed et a atteint son niveau le plus haut depuis mi-2017.

Cela s'explique par le fait que les banques centrales des marchés émergents, en particulier celles d'Amérique latine, ont commencé à relever leurs taux beaucoup plus tôt que la Fed et ont procédé de manière plus agressive. Un tiers des quinze principaux pays de l'indice GBI-EM affichent à présent des taux directeurs des banques centrales à deux chiffres. Pour plus de détails, veuillez consulter notre précédent article *ici*.

Les obligations en monnaie locale des marchés émergents se sont bien mieux portées que celles en monnaie forte malgré le renforcement du dollar. Les obligations d'entreprises comme les obligations en monnaie locale des marchés émergents ont enregistré une meilleure performance que la dette souveraine des marchés développés en raison de leur durée plus faible.

## Les obligations en monnaie locale des marchés émergents se sont bien mieux portées que celles en monnaie forte malgré le renforcement du dollar



**Un dollar fort accentue le poids de la dette extérieure des marchés émergents. Mais nous ne sommes pas dans une période normale.**

Un dollar fort pèse sur la viabilité de la dette extérieure des marchés émergents selon la logique suivante: si un État emprunte dans une monnaie étrangère et que sa propre monnaie se déprécie, alors ses passifs augmentent lorsqu'ils sont mesurés dans la monnaie locale. Les revenus ne changent pas, car ils sont généralement perçus en monnaie locale par le biais des impôts.

Cela peut s'appliquer en temps normal, mais nous ne sommes pas dans une période normale. Premièrement, la plupart des marchés émergents empruntent dans une combinaison de monnaie locale et étrangère. Si la dette intérieure représente la moitié de la dette publique du pays, l'impact de la force du dollar est déjà réduit de moitié.

**«... de nombreux marchés émergents ont vu leurs revenus augmenter à un rythme plus rapide que le PIB en 2022, et plusieurs pays ont vu leurs revenus en pourcentage du PIB augmenter par rapport à l'ère pré-Covid.»**

La composition de la dette est très hétérogène, allant de pays qui empruntent le plus souvent en devises étrangères en raison d'une inflation chronique élevée, comme l'Argentine, à des pays comme le Brésil, où 97% de la dette publique est en monnaie locale et ne devrait donc pratiquement pas être affectée par un dollar fort du point de vue de la viabilité de la dette.

Deuxièmement, les marchés émergents font également face à une inflation mondiale élevée. Si un pays a connu une inflation de 10% cette année, son PIB nominal sera également supérieur de 10%, même sans croissance, ce qui compenserait largement la force équivalente du dollar.

En outre, de nombreux marchés émergents ont des systèmes fiscaux très régressifs, notamment les pays en développement, où la TVA et les droits d'importation sont plus importants que l'impôt sur le revenu. Dans un contexte de forte inflation, les recettes de la TVA et des droits de douane augmentent immédiatement, tandis que les impôts sur le revenu restent à la traîne. Ainsi, de nombreux marchés émergents ont vu leurs revenus augmenter à un rythme plus rapide que le PIB en 2022 et plusieurs pays ont connu une augmentation de leurs revenus en pourcentage du PIB par rapport à l'ère pré-Covid.



## 2. Les spreads des hauts rendements s'élargissent fortement pendant les récessions. N'est-ce pas là une bonne raison d'éviter les marchés émergents dans le cadre du ralentissement mondial actuel?

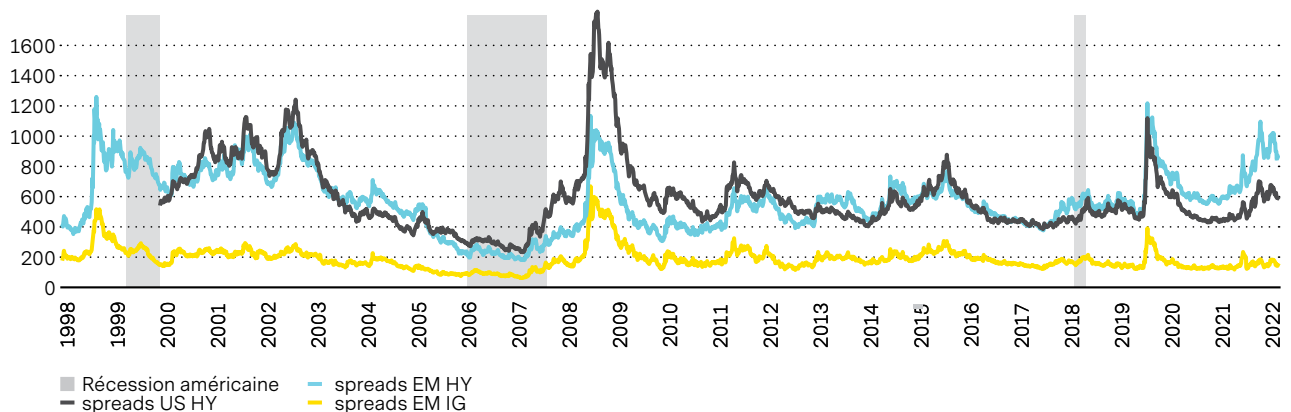
Oui, en principe. Mais les spreads des marchés émergents à haut rendement se sont récemment négociés à environ 1 000 pb, soit un niveau proche de celui observé en décembre 2008, lorsque la crise financière mondiale battait déjà son plein, et plus élevé que pendant la récession américaine de 2001. Les spreads se sont resserrés en novembre (en dessous de 900 pb), les données sur l'inflation US confirmant que la désinflation est déjà en cours, mais ce niveau reste très élevé, car les données sur l'activité suggèrent que l'économie reste résistante et que la récession n'est pas encore imminente.

En outre, nous estimons déjà que la récession à venir ne sera probablement pas aussi grave que la crise financière mondiale. En revanche, les spreads des obligations américaines à haut rendement ne semblent pas particulièrement élargis au regard de leur historique, le niveau absolu des rendements est élevé simplement parce que les obligations américaines ont beaucoup augmenté.

Les écarts des obligations souveraines en monnaie forte et à haut rendement des marchés émergents sont actuellement proches des niveaux enregistrés lors de la CFM, et plus élevés que lors de la récession de 2001, tandis que les écarts américains à haut rendement ne sont pas loin de leur moyenne historique.

**«Des pays peuvent rester hors marché un moment, sans avoir à restructurer leur dette, ce qui crée des opportunités pour les investisseurs.»**

### Spreads souverains HY en monnaie forte des marchés émergents par rapport aux spreads des titres américains à haut rendement



Spreads US HY: séries tirées de J.P. Morgan Global Aggregate pour le spread de crédit des titres américains à haut rendement.  
Spreads EM HY et IG: séries tirées de J.P. Morgan EMBIG diversified pour les sous-indices.  
Récession US: série Macrobond basée sur la datation du cycle économique du NBER.  
Source: Bloomberg, Macrobond, Vontobel AM. Données au 23 novembre 2022.

### **3. Mais si les spreads des hauts rendements restent aussi élevés, cela ne risque-t-il pas d'entraîner une vague de défauts sur les marchés émergents?**

On pourrait estimer que les spreads des hauts rendements sur les marchés émergents sont aussi élevés précisément parce que le risque de défaut est important. Ou, à l'inverse, qu'avec des spreads aussi élevés, il y aurait même des pays dont le poids de la dette est supportable qui n'ont pas accès au marché.

Lors des réunions d'octobre du FMI à Washington, plusieurs investisseurs ont exprimé leur crainte, à savoir que, si la situation actuelle restait longtemps inchangée, une vague de défauts sur les marchés émergents deviendrait inévitable.

En effet, si les spreads restent longtemps aussi élevés qu'en octobre, même les pays dont les fondamentaux sont solides finiront par avoir des problèmes. Pourtant, il semble peu probable qu'à la fin de 2024, l'inflation mondiale soit encore proche de 10% et que le taux des fonds fédéraux soit encore de 5%. L'inflation américaine enregistrée en octobre, soit le quatrième mois de baisse d'inflation globale, confirme qu'il est peu probable que la situation actuelle devienne permanente.

Plusieurs analystes sont vite arrivés à la conclusion que si un pays n'a pas accès au marché maintenant, il sera bientôt à court de liquidités et sera obligé de restructurer ses dettes. Cependant, cette conclusion apparemment logique suppose que les pays en développement doivent constamment refinancer les échéances de leur dette comme les pays développés.

Mais ce n'est pas le cas pour la plupart des pays en développement, qui émettent généralement des eurobonds (c'est-à-dire de la dette extérieure) de manière plutôt opportuniste et peu fréquente. En fait, la plupart des émetteurs africains d'eurobonds n'ont pas d'échéances importantes de leur dette avant 2024 ou 2025. Ils peuvent donc se permettre de rester hors des marchés de capitaux mondiaux jusqu'à ce que les conditions financières mondiales s'améliorent.

En outre, les émetteurs souverains ont tendance à avoir plusieurs prêteurs de dernier recours sur lesquels ils peuvent compter en cas de perte d'accès au marché. Le FMI, ainsi que d'autres institutions multilatérales comme la Banque mondiale et les banques régionales de développement, font office de prêteurs en dernier ressort. De plus, plusieurs nations bénéficient des faveurs de partenaires bilatéraux qui peuvent également servir de prêteurs de secours. L'Égypte, par exemple, bénéficie du soutien des pays du Golfe riches en pétrodollars.

Il y a quelques mauvais éléments et nous verrons probablement davantage de défauts, avec un certain nombre de pays restructurant leur dette au cours des deux prochaines années. Cependant, avec des prix d'obligations de pays en difficulté s'échangeant à 40 cents par dollar ou moins, par rapport à la valeur moyenne de recouvrement dans les restructurations des marchés émergents de 52-53 cents par dollar, les restructurations semblent avoir déjà été intégrées.

En résumé, l'environnement macroéconomique mondial actuel est très compliqué et il est probable que nous assisterons à quelques restructurations supplémentaires de la dette souveraine au cours des deux ou trois prochaines années, car tous les pays ne disposent pas de fondamentaux solides.

Cependant, le fait qu'il existe plusieurs prêteurs en dernier ressort et que la plupart des pays en développement n'émettent que rarement des eurobonds implique que certains pays peuvent rester hors des marchés durant un moment, sans avoir à restructurer leur dette, ce qui crée des opportunités pour les investisseurs.



# Le moment est-il venu de cesser de rester sur la touche?

Dans l'ensemble, l'enquête que nous avons menée auprès de plus de 300 investisseurs institutionnels mondiaux et publiée en mai 2022, révèle que deux tiers d'entre eux pourraient augmenter la part de leur exposition aux obligations de ces marchés dans les deux prochaines années.

L'environnement macroéconomique mondial reste très difficile, mais la baisse des marchés obligataires semble être en grande partie derrière nous. Bien que la Fed n'ait pas encore fini de relever ses taux, elle est moins susceptible de surprendre par des mesures agressives à l'avenir: en effet, les signes d'une désinflation se font sentir et le marché ne prévoit plus de tournant de la part de la Fed. Les marchés ont déjà intégré dans leurs cours l'intention bien annoncée de la Fed de maintenir les taux élevés jusqu'à ce que l'inflation se rapproche de l'objectif.

Il est presque impossible de prédire le moment exact où l'inflation diminuera de manière plus significative, où la Fed cessera d'augmenter ses taux, où le dollar se dépréciera et où le sentiment envers les actifs à risque deviendra nettement positif. Pourtant, il est raisonnable de pen-

ser que cela se produira à un moment donné en 2023. Quand ce sera le cas, le faible positionnement sur la classe d'actifs, associé à des valorisations attrayantes, des prévisions de croissance supérieures et un faible niveau d'émission des débiteurs de marchés émergents, laisse supposer que les obligations des marchés émergents pourraient enregistrer de bonnes performances.

Il faut aussi noter que la monnaie locale affiche de bien meilleures performances que la monnaie forte. Les raisons fondamentales de cette évolution ont été abordées plus haut (politique de taux plus souple, amélioration de l'écart de croissance, amélioration des comptes courants également). À noter également que cette tendance ne correspond pas à celle de l'allocation des actifs. À l'aube de 2023, nous voyons une niche solide pour les obligations en monnaie locale des marchés émergents en tant que segment de diversification supplémentaire au sein des marchés émergents.

Rester sur la touche a peut-être été la meilleure chose à faire en 2022, mais ce n'est peut-être plus la décision optimale pour après.





#### Informations légales

Le présent document de marketing a été rédigé par une ou plusieurs sociétés du groupe Vontobel (collectivement «Vontobel») pour les clients institutionnels afin d'être distribué dans les pays suivants: AT, CH, DE, LI, LU, ES, FI, FR, GB, IT, NL, NO, SE, AU, HK (investisseurs professionnels), SG (investisseurs professionnels uniquement), US (investisseurs institutionnels), CA (investisseurs institutionnels) et pour les territoires non incorporés des États-Unis et certains pays d'Amérique latine (sous réserve de restrictions).

Le présent document a été élaboré et approuvé par une société du Groupe Vontobel («Vontobel») uniquement à des fins d'information. Les informations contenues dans le présent document ne sauraient constituer un conseil en placement, une sollicitation ou une offre d'achat ou de vente de titres à toute personne dans toute juridiction dans laquelle une offre, une sollicitation, un achat ou une vente serait illégal(e) en vertu des lois sur les titres de cette juridiction. Nulle garantie n'est donnée selon laquelle les titres, produits ou services dont il est question dans le présent document conviendraient à un investisseur particulier. Les opinions exprimées sont celles d'octobre 2022 et peuvent être modifiées sans préavis. La fiabilité des informations contenues dans ce document est laissée à la seule discrétion du lecteur.

Certaines informations fournies peuvent contenir des prévisions ou des déclarations prospectives concernant des événements futurs ou des performances financières à venir de pays, marchés et/ou investissements. Ces déclarations sont uniquement des opinions et les événements ou résultats réels peuvent différer sensiblement. Le lecteur doit évaluer lui-même la pertinence, l'exactitude et l'adéquation de ces informations et effectuer les recherches indépendantes qu'il juge nécessaires ou appropriées aux fins de cette évaluation. Toutes les informations contenues dans ce document sont fournies sur la base des meilleures informations disponibles à la date indiquée dans le document. Bien que nous soyons d'avis que les informations s'appuient sur des sources fiables, nous déclinons toute responsabilité quant à la qualité, l'exactitude, l'actualité et l'exhaustivité des informations contenues dans le présent document, y compris celles qui ont été obtenues ou qui trouvent leur source auprès de services commerciaux et statistiques ou d'autres sources tierces.

Les investissements présentés ne sont donnés qu'à titre d'exemple et rien ne garantit que le conseiller fera quelque placement que ce soit qui présenterait les mêmes caractéristiques, ou des caractéristiques semblables, que les investissements présentés. Les investissements sont présentés uniquement à des fins de discussion et ne constituent nullement un indicateur fiable de la performance ou du profil d'investissement de tout composite ou compte client. En outre, le lecteur ne doit pas supposer que les investissements présentés ont été ou seront rentables ou que les recommandations d'investissement ou les décisions d'investissement que nous prendrons à l'avenir seront rentables.

Le présent document n'est pas le résultat d'une analyse financière et n'est donc pas soumis aux «Directives visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière» de l'Association suisse des banquiers. Vontobel et/ou son conseil d'administration, sa direction générale et ses employés peuvent avoir ou avoir eu des intérêts ou des positions dans les titres concernés, les avoir négociés ou avoir agi en tant que teneurs de marché pour lesdits titres. De plus, ces entités ou personnes peuvent avoir effectué des transactions pour des clients dans ces instruments ou peuvent fournir ou avoir fourni des services financiers d'entreprise ou d'autres services aux entreprises concernées.

L'investissement environnemental, social et de gouvernance («ESG») et les critères utilisés peuvent être subjectifs par nature. Les considérations évaluées dans le cadre des processus ESG peuvent varier en fonction des différents types d'investissements et d'émetteurs, et les facteurs ne sont pas forcément tous identifiés ou pris en compte pour tous les investissements. Les informations utilisées pour évaluer les composantes ESG peuvent varier selon les fournisseurs et les émetteurs, car les critères ESG ne constituent pas une caractéristique uniformément définie. L'investissement ESG peut conduire à renoncer à saisir des opportunités de marché que d'autres stratégies ne reposant pas sur de tels critères pourraient permettre d'identifier. Nulle garantie ne peut être donnée quant au fait que les critères et les techniques mis en œuvre seront efficaces. Sauf mention contraire dans la documentation du fonds ou incluse dans l'objectif d'investissement du fonds, les informations contenues dans le présent document ne sous-entendent aucunement que le fonds a un objectif d'investissement qui respecte les critères ESG, mais décrivent en quoi les critères et facteurs ESG sont considérés comme faisant partie intégrante du processus global d'investissement.

Bien que Vontobel soit d'avis que les informations figurant dans le présent document s'appuient sur des sources fiables, Vontobel décline toute responsabilité quant à la qualité, l'exactitude, l'actualité et l'exhaustivité desdites informations. Sauf autorisation émanant des lois de droits d'auteur, aucune de ces informations ne pourra être reproduite, adaptée, téléchargée pour une tierce partie, reliée, mise en exergue, publiée, distribuée ou transmise sous quelque forme que ce soit par quelque processus que ce soit sans le consentement écrit spécifique de Vontobel. Dans toute la mesure permise par la législation applicable, Vontobel décline toute responsabilité résultant de toute perte ou de tout dommage que vous encourez, occasionné(e) par l'utilisation ou l'accès aux présentes informations, ou de son incapacité à fournir les présentes informations. Notre responsabilité pour négligence, violation contractuelle ou contournement à la loi résultant de notre incapacité à fournir les présentes informations dans leur intégralité ou en partie, ou pour tout problème posé par ces informations, qui ne peut être licitement exclu, se limite à vous retrasmètre les présentes informations en intégralité ou en partie ou à procéder au paiement pour assurer une telle retransmission, à notre gré et dans la mesure autorisée par la loi en vigueur. Nul exemplaire du présent document ni aucune copie de celui-ci ne peuvent être distribués dans quelque juridiction que ce soit, dans laquelle sa distribution est limitée par la loi. Les personnes recevant le présent document doivent être conscientes de ces restrictions et les accepter.

La performance passée ne constitue pas un indicateur fiable des résultats actuels ou futurs. Ni l'allocation d'actifs ni la diversification ne garantissent un profit ou ne protègent contre des pertes sur des marchés en déclin. Les indices ne sont pas gérés. Aucuns frais ni aucune dépense ne sont pris en compte et il n'est pas possible d'investir directement dans un indice.

**Royaume-Uni:** Vontobel Asset Management SA, succursale de Londres, a son siège social à Third Floor, 22 Sackville Street, Londres W1S 3DN. Vontobel Asset Management SA, succursale de Londres, est autorisée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) et soumise à certaines des règles de la Financial Conduct Authority (FCA). Des précisions sur l'étendue des règles de la FCA peuvent être obtenues sur demande auprès de Vontobel Asset Management SA, succursale de Londres.

**Allemagne:** Vontobel Asset Management SA, succursale de Munich, a son siège social à Leopoldstrasse 8 – 10, 80802 Munich, est agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) et réglementée dans une mesure limitée par l'Autorité fédérale allemande de supervision financière (BaFin). Des précisions sur l'étendue des règles peuvent être obtenues sur demande auprès de Vontobel Asset Management SA, succursale de Munich.

**Italie:** Vontobel Asset Management SA, succursale de Milan, a son siège social à Piazza degli Affari 3, I-20123 Milan, Italie (Tél.: 026 367 344). Vontobel Asset Management SA, succursale de Milan, est autorisée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) et soumise à certaines règles de la banque nationale italienne et de la CONSOB. Des précisions sur l'étendue des règles de la banque nationale italienne et de la CONSOB peuvent être obtenues sur demande auprès de Vontobel Asset Management SA, succursale de Milan.

**États-Unis:** Vontobel Asset Management, Inc. est enregistrée aux États-Unis en tant que conseiller en investissements auprès de l'U.S. Securities and Exchange Commission en vertu de l'Investment Advisers Act de 1940, dans sa version en vigueur. L'enregistrement comme conseiller en investissements auprès de l'U.S. Securities and Exchange Commission n'implique aucun niveau de compétence ou d'expertise. Les services de conseil pour la stratégie décrite ici sont offerts par le biais d'une structure de Participating Affiliate entre Vontobel Asset Management, Inc, Vontobel Asset Management AG, et Vontobel Asset Management Asia Pacific Ltd. Le cas échéant, certains membres du personnel d'investissement peuvent être considérés comme des personnes associées et donc soumis aux exigences de la Securities and Exchange Commission, dans le cadre de la structure de Participating Affiliate.

**Canada:** Vontobel opère dans le cadre de son activité d'investissement et de son activité commerciale conformément à ce qui suit : Vontobel Asset Management Inc. s'appuie sur l'International Adviser Exemption dans les provinces de l'Alberta, de la Colombie-Britannique, de la Saskatchewan, de l'Ontario et du Québec et sur l'Investment Fund Manager Exemption en Ontario et au Québec. Vontobel Asset Management AG se fonde sur l'Investment Fund Manager Exemption dans les provinces de l'Ontario et du Québec.

**Avis supplémentaire pour les territoires non incorporés des États-Unis et l'Amérique latine:** le présent document de marketing a été rédigé par Vontobel pour les seuls investisseurs institutionnels / professionnels et son utilisation n'a été approuvée que dans certaines juridictions. Vontobel propose toute une variété de produits et de services qui ne sont destinés qu'à des investisseurs qualifiés de certains pays ou de certaines régions. Votre pays de domicile légal détermine les produits ou services qui vous sont accessibles. Les informations contenues dans le présent document ne sauraient être considérées comme une sollicitation ou une offre de vente de quelque produit ou service d'investissement que ce soit à quelque personne que ce soit dans quelque juridiction que ce soit ou une telle sollicitation ou offre serait illégale ou interdite.

Pour une utilisation avec des conseillers financiers / professionnels de l'investissement, des investisseurs institutionnels et approuvé pour une utilisation dans certaines juridictions seulement. Vontobel propose toute une variété de produits et de services qui ne sont destinés qu'à des investisseurs qualifiés de certains pays ou de certaines régions. Votre pays de domicile légal détermine les produits ou services qui vous sont accessibles. Les informations contenues dans le présent document ne sauraient être considérées comme une sollicitation ou une offre de vente de quelque produit ou service d'investissement que ce soit à quelque personne que ce soit dans quelque juridiction que ce soit ou une telle sollicitation ou offre serait illégale ou interdite. Les présentes informations ne sont, en outre, pas destinées à être utilisées dans quelque juridiction que ce soit qui soumettrait Vontobel à quelque obligation d'enregistrement, de licence ou d'autorisation autre que ce soit dans cette juridiction ou ce pays. Il incombe au destinataire de s'informer lui-même et de respecter les réglementations et restrictions applicables dans sa (ses) juridiction(s) respective(s). Les informations fournies dans le présent document ne sont pas destinées aux investisseurs de détail et/ou à une distribution grand public dans quelque juridiction que ce soit.

Vontobel se réserve le droit d'apporter des modifications et des corrections aux informations fournies ici à tout moment, sans préavis. Toute divulgation, utilisation ou diffusion non autorisée, totale ou partielle, de ce document est interdite. Ce document ne doit pas être reproduit, copié, mis à la disposition d'autres personnes.

