

Dette émergente - Perspectives 2014

L'année du cheval sera-t-elle plus prospère que celle du serpent ?

JANVIER 2014

PERSPECTIVES &
OPPORTUNITES

INTRODUCTION

- 2013 a été une année difficile pour les obligations et les actions émergentes, les investisseurs ayant intégré un retrait des liquidités injectées par la Réserve fédérale américaine (Fed).
- En 2014, le ralentissement des achats d'actifs de la Fed (« tapering ») restera au centre des préoccupations des investisseurs. Dans le présent document, nous évaluons les perspectives de la dette émergente cette année, en analysant dans un premier temps leurs principaux moteurs de performance.
- Nous étudions ensuite l'impact de ces leviers sur les perspectives de la dette souveraine en devise dure et en devise locale, des devises émergentes et de la dette des entreprises émergentes.
- Dans notre scénario central, nous anticipons une performance totale positive modeste pour chacun des secteurs de la dette émergente en 2014. Cependant, il existe encore des sources potentielles de volatilité que nous examinons dans ce document. Dans ce contexte, nous restons prudents et privilégions une allocation tactique aux actifs risqués. Au sein de la dette émergente, l'allocation d'actifs dynamique et la génération d'alpha tactique seront déterminantes.

AUTEUR



Pierre-Yves Bareau
Directeur de la gestion -
Dette émergente



Retour sur 2013 : les craintes d'un ralentissement des achats d'actifs de la Fed ont ébranlé la confiance des investisseurs

Conformément à son interprétation dans l'astrologie chinoise, l'année du serpent à laquelle a correspondu 2013 s'est révélée glissante et sinueuse pour les marchés émergents. Elle a démarré en force, avec de bonnes performances des obligations émergentes et d'importantes émissions des entreprises favorisées par l'appétit des investisseurs pour le risque. Toutefois, les économies développées emmenées par les États-Unis, ont commencé à se redresser. En mai, après trois années d'injections de liquidités sur les marchés, la Fed a commencé à évoquer un ralentissement progressif de ses achats d'actifs mensuels (« tapering »).

Les craintes liées à ce tapering, liées à une mauvaise interprétation par le marché du calendrier et de l'impact de la modulation des achats d'actifs, et les préoccupations suscitées par le resserrement de l'écart de croissance entre les pays émergents et les pays développés ont conduit certains investisseurs à remettre en question leurs allocations obligations/actions et marchés émergents/marchés développés. La possibilité d'un

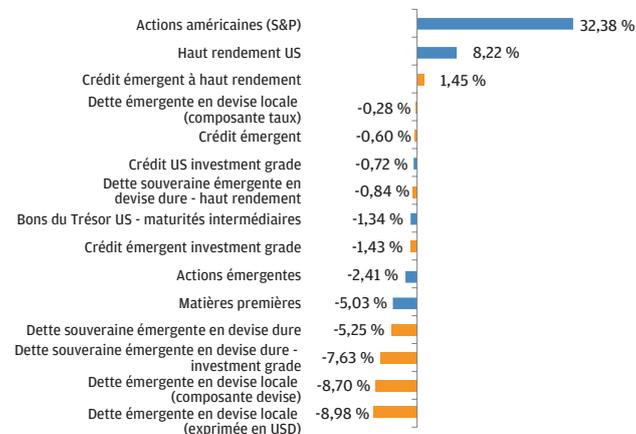
atterrissage brutal de l'économie chinoise a constitué un autre sujet d'inquiétude du marché, tirant vers le bas les prix des matières premières et affectant le sentiment à l'égard des grands pays exportateurs de matières premières.

À mesure que le marché cherchait à s'ajuster à un environnement « post-tapering », les investisseurs se sont montrés de plus en plus préoccupés par le financement des déficits courants de certains pays émergents, notamment ceux du Brésil, de l'Inde, de l'Indonésie, de l'Afrique du Sud et de la Turquie qui ont été surnommés les « fragile five » (les cinq pays fragilisés). Les devises, qui constituent le moyen le plus liquide d'exprimer une position courte ou couverte, ont particulièrement souffert, se dépréciant globalement face au dollar américain.

Sur l'ensemble de l'année, les actions et les obligations émergentes, en particulier la dette souveraine en devise dure et celle en monnaie locale, ont affiché des contre-performances. La performance des obligations d'entreprises émergentes en devise dure a été proche de zéro, grâce à la durée plus courte de l'indice comparé aux obligations d'État et à l'absence de courant vendeur chez les investisseurs individuels.

Une année difficile pour les actifs émergents en raison des craintes liées au tapering

1 - PERFORMANCE DES CLASSES D'ACTIFS EN 2013



Source : J.P. Morgan. Données au 31 décembre 2013. La performance passée ne préjuge pas des résultats futurs.

Perspectives pour 2014 : l'allocation d'actifs dynamique et la génération d'alpha tactique seront déterminantes

Quand l'année du serpent cèdera la place à celle du cheval, nul doute que les thèmes de la hausse des rendements des bons du Trésor américain et du retrait progressif des liquidités resteront au centre des préoccupations des investisseurs. Nous prévoyons que les rendements des obligations américaines à dix ans atteindront près de 3,25 % fin 2014, même si nous pourrions observer des périodes de sursuraction durant l'année. Dans le même temps, la liquidité mondiale devrait rester conséquente, car le retrait graduel de liquidités par la Fed (qui dépendra des statistiques) sera compensé par des injections de liquidités de la part de banques centrales des pays développés, notamment la Banque du Japon et potentiellement la Banque centrale européenne (BCE).

Au sein des marchés émergents, la diversification sera essentielle. Des scénarios économiques divergents donneront le ton des marchés, tirés par les conditions techniques, les fondamentaux, les valorisations et les facteurs idiosyncratiques. Cette différenciation des performances économiques nous fournira des occasions de positionner nos portefeuilles de façon tactique tout au long de l'année. Nous anticipons une performance totale positive modeste pour chacun des secteurs de la dette émergente en 2014 (cf. tableau ci-après).

Indices représentatifs : dette souveraine émergente en devise dure - haut rendement : indice JPMorgan Emerging Markets Bond Global High Yield ; crédit émergent à haut rendement : indice JP Morgan Corporate Emerging Markets Bond Broad High Yield ; dette souveraine émergente en devise dure : indice JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global ; dette souveraine émergente en devise locale (exprimée en USD) : indice JPMorgan Global Bond - Emerging Markets Global Diversified ; haut rendement US : indice JPMorgan Domestic High Yield ; crédit émergent : indice JPMorgan Corporate Emerging Markets Bond ; actions émergentes : indice Morgan Stanley Capital International - Emerging Markets ; dette souveraine extérieure émergente investment grade : indice JPMorgan Emerging Markets Bond - Investment Grade ; actions américaines : indice Standard and Poor's 500 ; crédit émergent investment grade : indice JPMorgan CEMBI Broad Investment Grade ; crédit US investment grade : indice JPMorgan JULI Total Return Index ; bons du Trésor US - Maturités intermédiaires : indice JP Morgan GBI US (bons du Trésor US à 5 ans) ; matières premières : indice Thomson Reuters/Jefferies CRB Commodity.

Notre scénario centra suggère une performance totale modeste mais positive pour chaque secteur de la dette émergente en 2014

2 - PRÉVISIONS PAR SEGMENT DANS TROIS SCÉNARIOS ÉCONOMIQUES

Classe d'actifs	Indice	Spread/rendement actuel	Niveaux anticipés			Prévision de performance totale			
			Scénario de base/croissance modeste	Scénario supérieur à la tendance	Scénario de ralentissement	Scénario de base/croissance modeste	Scénario supérieur à la tendance	Scénario de ralentissement	
Bons du Trésor	Bons du Trésor US à 10 ans	3,02 %	70 %	20 %	10 %	70 %	20 %	10 %	
Souverain émergent en devise dure	EMBI Global Div	308	3,25 %	3,75 %	2,50 %				
Souverain émergent en devise dure - IG	EMBI Global Div IG	203	300	345	380	4,4 %	-1,8 %	4,3 %	
Souverain émergent en devise dure - HY	EMBI Global Div HY	540	200	225	260	3,1 %	-2,0 %	3,9 %	
Crédit émergent	CEMBI Broad Div	324	520	575	625	7,3 %	1,0 %	6,8 %	
Dettes émergentes en devise locale	GBI-EM Global Div	6,85 %	325	350	400	3,8 %	0,0 %	3,8 %	
			6,85 %	7,0 %	8,1 %	6,4 %	3,2 %	4,2 %	3,9 %

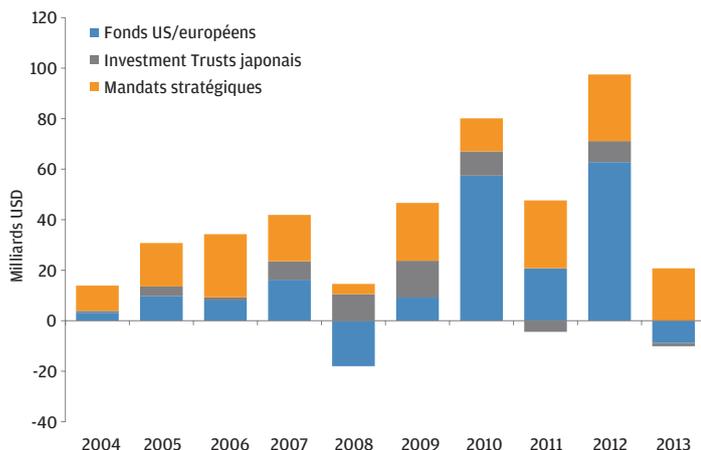
Source : J.P. Morgan. Données au 31 décembre 2013.

Facteurs techniques : les flux de capitaux seront à surveiller

En 2014, les facteurs techniques continueront à jouer un rôle important sur les marchés émergents. L'an dernier, les investisseurs individuels dans la classe d'actifs ont procédé à d'importants retraits de capitaux qui ont été concentrés sur les dettes souveraines émergentes en devise dure et en devise locale. Selon J.P. Morgan, ils ont retiré environ 44 milliards d'USD des fonds de dette émergente, soit environ 14 % des encours sous gestion. En 2013, les flux nets de capitaux ont été positifs, s'établissant à près de 10 milliards d'USD, mais ils se sont inscrits en net recul par rapport à 2012 (98 milliards d'USD). Les afflux de capitaux stratégiques sont restés relativement stables durant l'année et devraient se maintenir à un niveau de 2 à 3 milliards d'USD par mois en 2014, pour totaliser environ 30 milliards d'USD.

Les flux sortants des investisseurs individuels ont pesé sur le marché, mais les flux stratégiques sont restés un facteur de soutien

3 - FLUX VERS LA DETTE ÉMERGENTE DEPUIS 2004



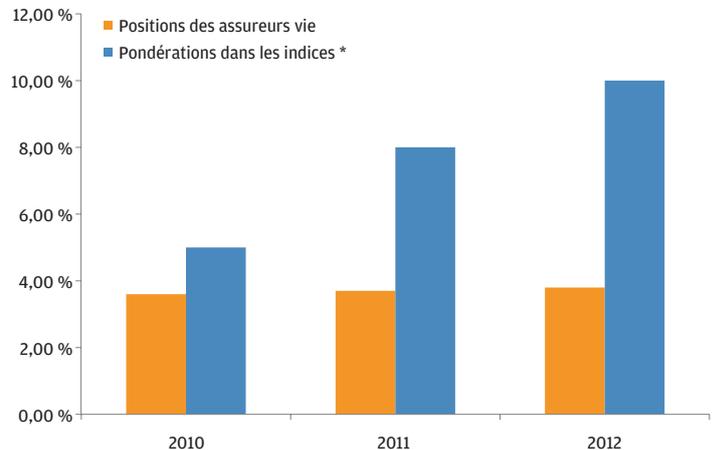
Source : J.P. Morgan, EPFR. Données à décembre 2013.

Nous pensons que la demande des investisseurs stratégiques restera soutenue cette année, mais les flux provenant des investisseurs individuels pourraient rester limités jusqu'au rebond de la croissance des économies émergentes plus tard dans l'année. Du point de vue de l'allocation stratégique, la dette émergente demeure une classe d'actifs sous-investie, en particulier chez les investisseurs américains. Les fonds de pension américains sont faiblement investis dans la dette émergente (d'après l'enquête du FMI, Survey on Global Asset Allocation, 2011), mais, fait plus intéressant, les assureurs vie augmentent lentement leur allocation à la dette émergente.

Dans l'univers institutionnel américain, l'allocation à la dette émergente varie généralement entre 3 % et 4 %, contre une pondération de la dette émergente dans les indices du haut rendement US et du crédit US investment grade de l'ordre de 10 %. Il existe donc un potentiel de renforcement des allocations stratégiques à la dette émergente.

Les assureurs vie ont la possibilité d'accroître leur allocation à la dette émergente

4 - LES ASSUREURS VIE AMÉRICAINS RESTENT SOUS-EXPOSÉS AU CRÉDIT ÉMERGENT



Sources : J.P. Morgan, SNL. Données au 31 décembre 2013. *Poids des obligations d'entreprises émergentes dans les indices combinés du haut rendement US et du crédit US investment grade. Les assureurs pourraient utiliser des indices de référence présentant une allocation aux marchés émergents plus faible que celle des indices JPM.

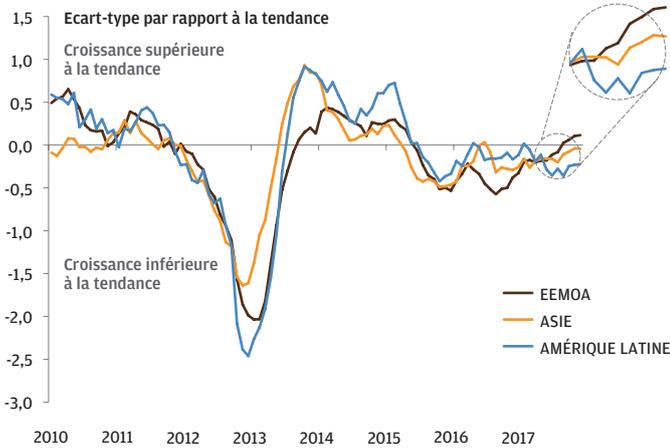
Fondamentaux : une reprise modeste, avec une différenciation entre régions

Les fondamentaux des pays émergents restent globalement solides, avec des ratios dette/PIB peu élevés et des situations de financement extérieur moyennes qui se comparent favorablement avec celles de leurs homologues des pays développés. Les pays émergents ne sont pas confrontés à des problèmes de solvabilité pour le moment, mais certains États devront procéder à de nouveaux ajustements pour attirer des capitaux et résorber leur déficit courant.

Le raffermissement de la croissance sera un soutien qui ne sera toutefois pas uniforme. Nos indicateurs économiques avancés propriétaires (cf. graphique ci-après) signalent une croissance économique plus solide au premier trimestre, avec une croissance légèrement supérieure à la tendance en Europe de l'Est uniquement. La reprise de la croissance dans les pays développés bénéficie aux pays émergents, notamment à ceux qui ont des liens étroits avec les pays avancés, tels que le Mexique, la Pologne, la Hongrie et la Corée.

Nos indicateurs économiques avancés suggèrent une reprise de la croissance au premier trimestre 2014

5 - INDICATEURS AVANCÉS PROPRIÉTAIRES PAR RÉGION

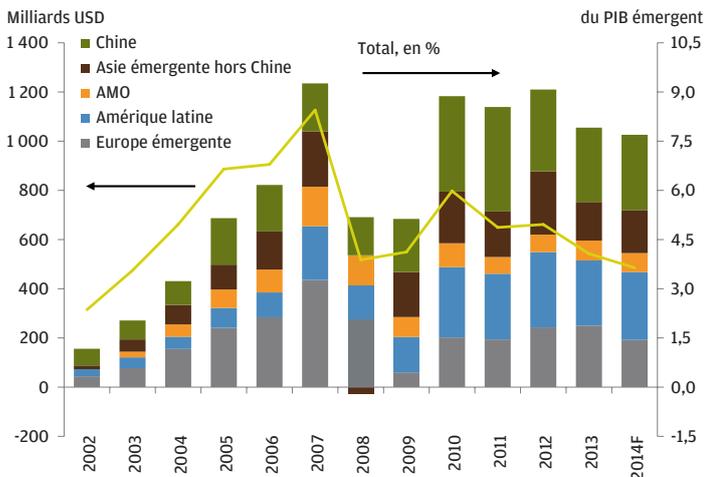


Source : J.P. Morgan, novembre 2013. EEMOA = Europe de l'Est, Moyen-Orient et Afrique.

Comme le montrent les graphiques 6A et 6B, les flux de capitaux ont suivi une tendance légèrement baissière ces dernières années, tandis que l'écart de croissance entre pays émergents et développés s'est réduit. À court terme, nous ne voyons pas de raison particulière d'anticiper un redressement prononcé des flux de capitaux. Dans ce cadre, nous conservons un positionnement plus prudent quant à la reprise fondamentale des économies émergentes.

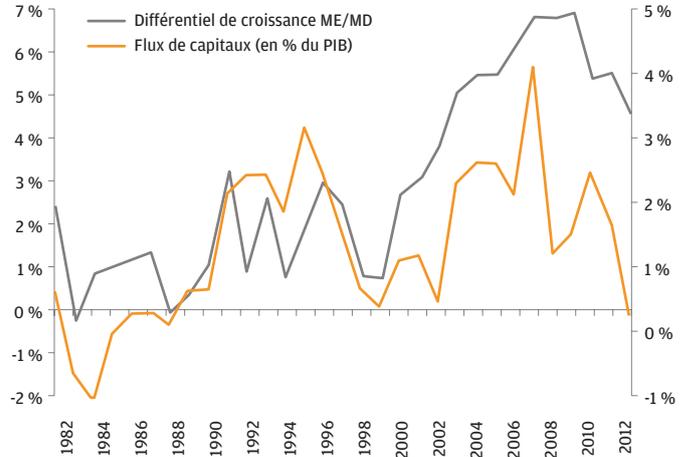
Ces dernières années, les flux de capitaux ont suivi une tendance légèrement baissière

6A - FLUX NETS DE CAPITAUX PRIVÉS VERS LES PAYS ÉMERGENTS



Sources : J.P. Morgan, Morgan Stanley, Markit, novembre 2013. AMO = Afrique et Moyen-Orient.

6B - ÉCART DE CROISSANCE ME/MD ET FLUX NETS DE CAPITAUX PRIVÉS VERS LES ÉMERGENTS



Sources : J.P. Morgan, Morgan Stanley, Markit, novembre 2013.

Compte tenu de l'ampleur de leur déficit courant, les *fragile five* resteront tributaires des flux de capitaux. Cependant, il devient plus difficile d'en attirer. Les devises se sont ajustées en 2013, mais elles pourraient devoir poursuivre leur ajustement afin de renforcer la compétitivité et la croissance. Il est important d'analyser non seulement les fondamentaux effectifs (déficit, croissance, inflation), mais également leur taux de variation. Même au sein du groupe des cinq pays fragilisés, on peut noter une différenciation, les déficits courants de l'Inde et de l'Indonésie commençant à se réduire, alors que ceux du Brésil, de l'Afrique du Sud et de la Turquie ne montrent guère d'évolution.

Si les ajustements attendus dans les pays émergents seront principalement cycliques, il existe également un besoin de réformes structurelles, qui nous amène à un autre thème important de 2014, à savoir l'actualité politique. Cette année, des élections sont prévues dans plusieurs pays émergents (cf. tableau ci-après), dont le Brésil, l'Indonésie, la Turquie et l'Afrique du Sud, et leur tenue pourrait compromettre l'élan réformateur.

Les événements politiques pourraient compromettre la dynamique des réformes structurelles dans les pays émergents en 2014

7 - UN CALENDRIER ÉLECTORAL CHARGÉ POUR LES PAYS ÉMERGENTS

PAYS	DATES	TYPE D'ÉLECTION
Costa Rica	2 février 2014	Présidentielle et législatives
Salvador	2 février 2014	Présidentielle
Colombie	9 mars 2014	Législatives
Turquie	30 mars 2014	Municipales
Hongrie	Printemps 2014	Législatives
Indonésie	9 avril 2014	Législatives
Afrique du Sud	Avril-juillet 2014	Générale
Lituanie	11 mai 2014	Présidentielle
Colombie	25 mai 2014	Présidentielle
Inde	Mai/juin 2014	Générale
Indonésie	9 juillet 2014	Présidentielle
Turquie	Août 2014	Présidentielle
Brésil	5 octobre 2014	Présidentielle et législatives
Uruguay	26 octobre 2014	Présidentielle et législatives
Namibie	Novembre 2014	Présidentielle et législatives
Bolivie	Décembre 2014	Générale
Roumanie	2014	Présidentielle
Ukraine	29 mars 2015	Présidentielle
Argentine	1 octobre 2015	Présidentielle et législatives

Sources : J.P. Morgan, IFES Election Guide.

Valorisations : des niveaux intéressants

À la suite des rachats intervenus durant l'été 2013, les valorisations des obligations émergentes restent intéressantes tant en absolu qu'en relatif. Dans la mesure où les indications prévisionnelles de la Fed ont ancré les taux d'intérêt américains à court terme à un plancher pendant une longue période, nous pensons que les investisseurs obligataires continueront à élargir leur exposition en recherchant des opportunités de diversification et de rendement plus élevé.

Dettes souveraines en devise dure : la différenciation des pays sera cruciale

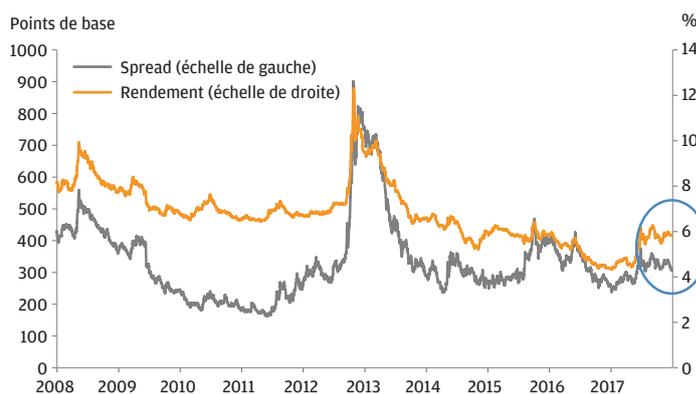
En dépit de la probabilité d'une hausse des rendements des titres du Trésor américain en 2014, nous anticipons des performances positives pour les marchés de la dette souveraine en devise dure, grâce au portage et à un resserrement modeste des spreads. Nous pensons que les fondamentaux deviendront plus favorables à mesure que la reprise cyclique des pays émergents se poursuivra, malgré la persistance de facteurs défavorables structurels, et que la dynamique de croissance des économies émergentes continuera d'être à la traîne de celle des pays développés. Nous pourrions également observer une stagnation du scénario d'amélioration des notations cette année, car les notes de plusieurs pays émergents importants sont placées sous surveillance en vue d'un éventuel abaissement.

Le calendrier électoral chargé de plusieurs grands pays émergents, dont les *fragile five*, pourrait également accroître la volatilité. Toutefois, en termes de valorisation, la sous-performance de l'an passé a créé des opportunités sur de nombreux marchés, notamment ceux où les craintes d'un ralentissement des achats d'actifs de la Fed ont nourri des

inquiétudes excessives à l'égard de leur solvabilité. Les sorties de capitaux ont également affecté la classe d'actifs, mais l'allègement du positionnement des investisseurs a créé des facteurs techniques plus favorables, en particulier dans un contexte d'émissions nettes négligeables ou négatives.

Les valorisations des obligations d'État émergentes se sont améliorées ces derniers mois

8 - SPREAD ET RENDEMENT DE LA DETTE SOUVERAINE ÉMERGENTE



Source : J.P. Morgan. Données fondées sur l'indice JPMorgan EMBI Global Diversified, décembre 2013.

N'identifiant pas de catalyseur de surperformance des marchés émergents en 2014, nous pensons qu'il sera essentiel de faire une différenciation entre les pays. Malgré le mouvement de ventes massives intervenu en 2013, les sorties de capitaux devraient continuer à exercer des pressions sur les pays déficitaires. Nous sommes prudents vis-à-vis de la vulnérabilité extérieure de la Turquie et de l'Afrique du Sud, mais pensons que des opportunités tactiques se feront jour dans ces deux pays. Nous sommes également préoccupés par les risques politiques et la possibilité d'un abaissement de la note souveraine du Brésil. Toutefois, en Indonésie, les valorisations sont devenues très intéressantes et le gouvernement a montré qu'il était disposé à s'atteler aux réformes structurelles.

Nous continuons de privilégier les pays qui présentent une moindre sensibilité à la hausse des taux américains, tels que l'Islande et l'Argentine. Les pays liés à la croissance des pays développés par le biais de leurs exportations manufacturières continueront à surperformer, tandis que ceux tournés vers les matières premières resteront vulnérables, notamment dans un contexte d'accroissement de l'offre mondiale de pétrole. Le Mexique restera une étoile montante, grâce aux avancées de son programme de réformes.

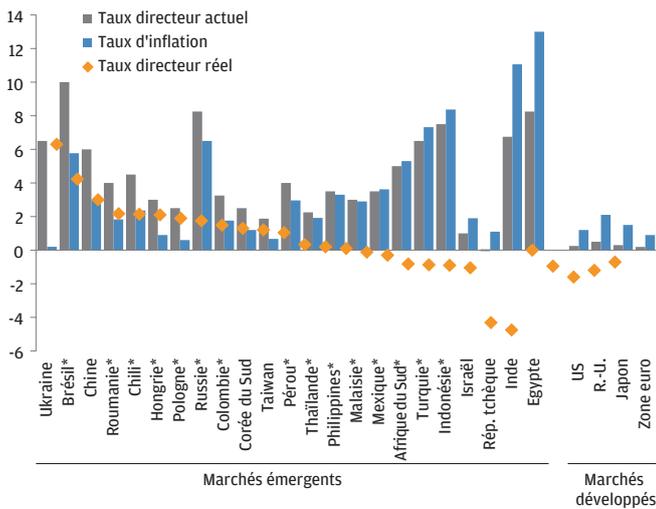
Enfin, le positionnement sur la courbe sera déterminant en 2014. Nous privilégions en début d'année un positionnement neutre à plus long sur la durée de l'exposition crédit, avec un biais en faveur d'un aplatissement. Nous pensons que les obligations sur la partie longue de la courbe, couvertes contre les bons du Trésor américain, ont atteint des niveaux intéressants sur plusieurs marchés et seront soutenues par une forte demande des investisseurs institutionnels. Toutefois, les risques idiosyncratiques sur certains marchés plus risqués devront être surveillés de près cette année, en particulier en Argentine et au Venezuela, où la situation pourrait rester incertaine.

Dette en devise locale : des défis et des opportunités à mesure que les taux américains augmenteront

La dette en devise locale a connu une année 2013 difficile, mais la hausse des rendements et les sorties de capitaux tactiques ont également créé des situations techniques plus nettes ainsi que des opportunités en termes de valorisation. Dans un environnement de hausse des taux américains, le repli observé en 2013 pourrait se reproduire - quoique dans une moindre mesure. Par conséquent, l'augmentation des taux américains en 2014 représentera à la fois un défi et une opportunité. En 2013, nous avons créé de la valeur au moyen d'une couverture dynamique du risque sur les taux américains et, en 2014, nous continuerons à explorer ce thème.

LES PAYS ÉMERGENTS OFFRENT DES TAUX D'INTÉRÊT RÉELS ATTRAYANTS COMPARÉS AUX TAUX RÉELS NÉGATIFS DES PAYS DÉVELOPPÉS

9 - TAUX DIRECTEURS RÉELS ACTUELS



Sources : J.P. Morgan, Bloomberg. Données au 31 décembre 2013.

Compte tenu de l'ampleur de la variation des taux locaux en 2013, nous démarrons l'année 2014 avec la conviction qu'une bonne partie de l'ajustement nécessaire est déjà intervenue et qu'il existe une moindre pression à la hausse. En outre, les marchés ont désormais intégré une prime de risque sur les courbes de taux nominaux et réels, ce qui indique que les opportunités de contraction des spreads entre les taux locaux émergents et les taux « core » devraient être plus nombreuses (cf. graphique ci-avant). Nous pensons que 2014 sera une année de performance positive pour la dette en devise locale, grâce au portage principalement, mais la stabilisation des taux et la contraction des spreads devraient également avoir un impact positif.

10 - PRINCIPALES SUR/SOUS-PONDÉRATIONS SUR LA DETTE EN DEVISE LOCALE

PRINCIPALES SURPONDÉRATIONS	PRINCIPALES SOUS-PONDÉRATIONS
Brésil : Avec des rendements supérieurs à 13 %, les valorisations ressortent très attrayantes et les risques sont largement intégrés selon nous.	Pologne : La prime de risque nous semble encore insuffisante. Le profil d'évolution des taux à terme semble asymétrique, tandis que le zloty reste une devise de financement en 2014.
Inde : La banque centrale indienne a été revigorée par son nouveau gouverneur, Raghuram Rajan, et certains éléments indiquent que les actions politiques engagées au second semestre 2013 commencent à avoir des effets positifs sur les fondamentaux. La récente diminution du déficit courant témoigne de cette amélioration. L'Inde offre un rendement intéressant par rapport à l'indice mondial (GBI), les obligations à dix ans s'échangeant juste en dessous de 9 %, tandis que le pays pourrait également bénéficier d'une inclusion dans l'indice GBI	Malaisie : Les valorisations restent tendues, les obligations à dix ans offrant un rendement de l'ordre de 4 %, tandis que le pays demeure confronté à la problématique de sa balance des paiements. Selon nous, le maintien d'une sous-pondération sur la Malaisie restera un moyen peu coûteux et à faible risque de réduire la durée et la corrélation aux bons du Trésor américain de nos portefeuilles.
Russie : La Russie a surperformé la plupart de ses comparables durant une année 2013 difficile, en raison notamment de sa moindre dépendance vis-à-vis des sources de financement externe et de la stabilité de son taux d'inflation. Nous pensons que ce marché devrait rester une position longue à bêta faible en 2014, les investisseurs se polarisant sur les économies émergentes structurellement plus saines.	Philippines : Les valorisations ne sont pas très attrayantes.

Source : J.P. Morgan, au 31 décembre 2013

Devises émergentes : le choix de la devise de financement devrait rester important

La stabilité des bons du Trésor américain jouera un rôle déterminant dans l'apaisement des tensions, notamment dans la mesure où les marchés des devises émergentes attendent des preuves tangibles d'une reprise de la croissance tirée par les exportations des pays émergents et (ou) d'un rebond de l'inflation. La valeur relative restera le thème dominant du positionnement futur. Le profil de la croissance mondiale se stabilise, même si ses moteurs se trouvent plus concentrés dans les pays développés que dans le monde émergent. Cependant, certains segments des marchés émergents devraient bénéficier de manière disproportionnée de cette divergence.

Les devises structurellement solides qui présentent des liens étroits avec le cycle manufacturier mondial et la croissance des pays développés sont susceptibles de surperformer, par exemple, le won coréen, le zloty polonais et le peso mexicain. Parallèlement, certaines devises sensibles aux cours des matières premières et aux flux entrants d'investissements étrangers pourraient être sous pression, par exemple le peso chilien et le ringgit malais.

Les inquiétudes à l'égard de la croissance de la Chine se sont apaisées, mais le futur modèle de croissance du pays devrait conduire à une demande moins forte de matières premières. Le gouvernement chinois poursuit en outre sa stratégie d'internationalisation du yuan, avec la possibilité d'un élargissement de ses bandes de fluctuation l'an prochain.

Enfin, le choix de la devise de financement devrait rester un aspect important pour les investisseurs, le dollar américain et l'euro, - ainsi que les autres devises du G10 (en particulier le dollar australien, le dollar canadien et le yen japonais) - restant sous le feu des projecteurs aux côtés des devises émergentes qui se sont dépréciées.

11 - PRINCIPALES SUR/SOUS-PONDÉRATIONS DES DEVICES ÉMERGENTES

PRINCIPALES SURPONDÉRATIONS	PRINCIPALES SOUS-PONDÉRATIONS
MXN : le peso mexicain bénéficie de la reprise de l'économie américaine, des réformes structurelles (notamment dans le secteur de l'énergie) et de valorisations intéressantes.	CLP : le peso chilien est vulnérable au nouveau modèle de croissance de la Chine (intensité en matières premières plus faible), tandis que les prix du cuivre sont sous pression (excédent d'offre). L'économie pâtit de la baisse des investissements étrangers directs liés aux activités minières.
KRW : le won coréen bénéficie de la reprise dans les pays développés, d'un excédent courant, de valorisations attrayantes et des perspectives favorables de la croissance intérieure.	THB : le baht thaïlandais pourrait pâtir des élections début 2014, dans un contexte de protestations politiques, tandis que le rebond de la croissance dans le sillage des inondations s'est interrompu et que la balance des paiements du pays est vulnérable au creusement du déficit courant.
CNY : le renminbi chinois bénéficie de la stratégie d'internationalisation de Pékin et de la possibilité d'un élargissement de ses bandes de fluctuation, tandis que la croissance des pays développés davantage tirée par la consommation devrait favoriser une reprise tirée par les exportations, conduisant à une accumulation de réserves de change et à des afflux de capitaux.	RUB : le rouble russe est affecté par le ralentissement de la croissance, les sorties de capitaux, la diminution de l'excédent courant, la fragilité de la situation budgétaire du pays, l'orientation de la banque centrale vers le ciblage de l'inflation, l'inclination pour une devise plus faible et un moindre interventionnisme des autorités.

Source : J.P. Morgan, au 31 décembre 2013.

Dette des entreprises émergentes : baisse de la volatilité en 2014

L'indice JPMorgan CEMBI Broad Diversified a été globalement stable en 2013, affichant une performance de -0,60 %. Alors qu'il avait bien démarré l'année, l'indice s'est rapidement enfoncé en territoire négatif après le mois de mai. Dans la mesure où les marchés disposent désormais d'une meilleure visibilité sur le calendrier et l'ampleur de la réduction des achats d'actifs de la Fed, le marché de la dette des entreprises émergentes nous semble moins exposé à des chocs sur les taux. Dans ce cadre, nous anticipons une performance relativement moins volatile de ce segment en 2014.

Les obligations d'entreprises émergentes ont bénéficié d'une plus forte participation des investisseurs institutionnels stratégiques, qui

devrait contribuer à contenir la volatilité à l'avenir. De surcroît, compte tenu de la persistance d'un environnement de taux bas et de la solide performance du haut rendement américain en 2013, nous pensons que les investisseurs continueront à identifier des opportunités de valeur relative sur certains pans du marché de la dette des entreprises émergente, en particulier parmi les titres à durée plus courte et à rendements plus élevés.

Nous anticipons le maintien d'une offre robuste en 2014, à peu près comparable au niveau de 2013. Les investisseurs devront opérer une différenciation entre les titres disponibles, mais nous pensons qu'il existe de nombreuses opportunités de surperformance sur ce segment. Par ailleurs, nous attendons une poursuite de l'amélioration des bénéfices cette année, qui devrait conduire à des fondamentaux plus solides. L'effet de levier au bilan des entreprises émergentes reste une préoccupation importante, mais les niveaux d'endettement continuent de se comparer favorablement avec ceux des entreprises des pays développés.

12 - PRINCIPALES SUR/SOUS-PONDÉRATIONS DES ENTREPRISES ÉMERGENTES

PRINCIPALES SURPONDÉRATIONS	PRINCIPALES SOUS-PONDÉRATIONS
Immobilier chinois : La dynamique des ventes devrait rester positive. Pas de mesures de resserrement drastiques attendues du gouvernement.	Turquie : Le déficit courant pourrait laisser le pays vulnérable aux flux de capitaux. L'agitation politique continue de peser sur les valorisations.
Entreprises mexicaines : L'économie mexicaine continuera de bénéficier de la croissance économique américaine. Les réformes politiques récentes ont été relativement favorables au marché.	Métaux et mines : Les préoccupations suscitées par l'offre et le sentiment négatif à l'égard de la croissance continuent de peser sur les cours.
Pétrole et gaz : les valorisations demeurent raisonnables.	Fonds propres bancaires « d'un style nouveau » : les nouvelles structures de titres largement subordonnés n'ont pas été testées sur un cycle de marché complet.

Source : J.P. Morgan, au 31 décembre 2013.

Conclusion

Les valorisations semblent intéressantes dans l'ensemble des secteurs, mais certains risques plus fondamentaux n'ont pas encore été pleinement intégrés selon nous. Le manque de visibilité sur le calendrier et l'ampleur de la réduction du programme d'achats d'actifs de la Fed a représenté une problématique importante pour les marchés en 2013, ce qui devrait être moins le cas en 2014. Cependant, différents facteurs idiosyncratiques, tels que les événements politiques, pourraient encore accroître la volatilité.

Cela dit, un recouplage de la croissance des pays émergents et des pays développés est en cours et le rebond de la croissance aux États-Unis et en Europe devrait faire sentir ses effets sur les économies émergentes. Il conviendra de se focaliser sur les scénarios de redressement et de tirer parti des améliorations des fondamentaux induites par les ajustements cycliques. Dans l'ensemble, nous conservons un biais prudent et considérons qu'une allocation tactique aux actifs risqués sera plus appropriée en 2014.

Pierre-Yves Bareau, *managing director*, est le Directeur de la gestion de l'équipe Dette émergente. A ce titre, il est chargé de coordonner les équipes de spécialistes basées à New York, à Londres, en Asie et en Amérique latine. Avant de rejoindre J.P. Morgan Asset Management en 2009, Pierre-Yves Bareau a travaillé 10 ans chez Fortis Investments en tant que directeur des investissements obligataires sur les marchés émergents. Il supervisait les équipes basées à Londres et à Singapour, pilotait la stratégie et gérait plusieurs mandats émergents. Avant de travailler chez Fortis, il a occupé pendant deux ans les fonctions de gérant de portefeuille chez FP Consult (en France), société de gestion d'actifs dédiée aux marchés émergents. Pierre-Yves Bareau a commencé sa carrière en 1991 chez BAREP Asset Management, société de gestion alternative appartenant à la Société Générale, en tant que gérant de portefeuille sur les marchés émergents. Il est titulaire d'un diplôme de troisième cycle en Finance et d'un master en Management de l'École Supérieure de Commerce et de Management de Tours-Poitiers (ESEM).

DOCUMENT RESERVE AUX PROFESSIONNELS - NE PAS DISTRIBUER AU PUBLIC

Ce document ne constitue pas une recommandation à l'achat ou à la vente d'investissements. Toutes prévisions ou opinions exprimées sont propres à J.P. Morgan Asset Management à la date d'édition de ce document et sont susceptibles de changer à tout moment sans préavis. Les informations contenues dans ce document ont été puisées à des sources considérées comme fiables. J.P. Morgan Asset Management ne peut cependant en garantir l'exactitude ni l'exhaustivité. Les opinions contenues dans ce document ne constituent pas une recommandation d'achat ou de vente d'investissements, et ne doivent pas être considérées comme suffisantes pour prendre une décision d'investissement. Les performances passées ne sont pas une garantie des résultats futurs. Les marchés dits « émergents » présentent un degré de volatilité et donc de risque plus élevé que celui des autres marchés. Émis par JPMorgan Asset Management (Europe) S.à.r.l.- Succursale de Paris - 14 place Vendôme, 75001 Paris - Capital social : 10 000 000 euros - Inscrite au RCS de Paris, N°492 956 693. LV-JPM6404 | 01/14