

RÉSERVÉ AUX INVESTISSEURS PROFESSIONNELS – FEVRIER 2019

LA DETTE EMERGENTE N'EST PLUS UN INVESTISSEMENT DE NICHE

UN MARCHÉ EN EXPANSION

Il y a quinze ou vingt ans, la dette émergente constituait, au mieux, un positionnement marginal (pour ne pas dire « exotique ») dans les portefeuilles des grands acteurs institutionnels. Elle représente désormais une part plus importante, que ce soit via des investissements directs ou des fonds de multi-gestion, devenant **un investissement de cœur de portefeuille** qui rend mieux justice à la taille du marché. Toutes dettes confondues (Etat et entreprises, locales et en devise forte), le marché est passé de 9 300 milliards de dollars en 2010 à 18 900 en 2018 (contre 1 200 pour le marché du crédit à haut rendement en dollars – US HY selon l'indice ICE – Bank of America Merrill Lynch).

NOTRE APPROCHE INTEGREE DE LA GESTION DE LA DETTE EMERGENTE

Cette évolution impose de repenser l'investissement dans ces actifs, les anciens paradigmes qui se limitaient à sélectionner un pays émergent, essentiellement sur des critères macroéconomiques, et à y investir sur tous les actifs (actions, dette, devise) n'ont plus cours. Notre équipe de gestion n'est d'ailleurs pas organisée géographiquement mais spécialisée par classe d'actifs (dette privée, obligations souveraines locales et en devise forte, devises). Tout en bénéficiant de l'expertise de nos partenariats de gestion locale, nos gérants doivent appréhender leur classe de façon globale. **Un portefeuille sur la dette émergente ne doit plus être la simple juxtaposition de portefeuilles régionaux** (Asie, Europe émergente, Amérique latine).

Par ailleurs, et même si ce point peut paraître plus anecdotique, notre équipe est internationale (11 nationalités) et nos spécialistes sont, pour la plupart, originaires de pays émergents. Avoir connu soi-même ou à travers la mémoire familiale les crises des émergents (mécanisme et conséquences pratiques) permet de prendre en considération d'autres éléments que les seuls critères de la valorisation ou de la recherche de rendement à tout prix au moment d'investir. Par ailleurs, les deux responsables de l'équipe créée il y a trois ans, en plus d'une expérience dans la finance, ont fait une partie de leur carrière dans des instances internationales ou travaillé en étroite collaboration avec ces organismes.

Enfin, nos équipes d'investissement locales dans les principaux pays émergents (Argentine, Brésil, Chili, Mexique, Chine, Corée du Sud, Inde,

Indonésie, Turquie, pour citer les principaux) nous apportent une très nette valeur ajoutée sur la connaissance des **flux des investisseurs locaux**. Nous considérons que cette information est largement plus pertinente que les flux internationaux, en particulier pour la dette en devises locales.

NOS PRINCIPES DE GESTION

Les indices de référence de nos stratégies sur la dette émergente sont très diversifiés (environ 70 pays). Nous répliquons le beta systématique mais **nous concentrons volontairement les positions actives** à chaque instant (sur 20 à 25 pays généralement). La taille de nos actifs sous gestion apparaît comme un avantage pour cette approche : de près de 5 milliards de dollars à fin 2018, elle est suffisamment importante pour pouvoir prendre des positions significatives (et donc avoir un effet sur la performance) sans pour autant perturber le marché (même dans le cas des pays « frontières »).

Nous aimons qualifier notre approche de « **contrariante** », ce qui va de pair avec une forte concentration des expositions mais peut nous conduire à ne pas participer à la dernière phase d'un mouvement haussier.

Prendre des positions marquées par rapport à l'indice de référence plutôt que de diversifier impose aussi une discipline rigoureuse de gestion du risque. **Un stop-loss est mis en place pour chaque position** et est adapté à chaque classe d'actifs. Si le marché est très liquide et si les coûts de transactions sont réduits, la position pourra être coupée rapidement même en cas de baisse limitée. Au contraire, sur un marché illiquide, un objectif ambitieux sera fixé, évitant ainsi d'être obligé de sortir au moindre à-coup.

Enfin, **nous intégrons les critères ESG** (Environnement, Social et Gouvernance) à nos portefeuilles. Le processus de notation (sur 90 pays) est actuellement en cours de révision en collaboration avec le Sustainability Centre de BNPP AM. Il ne s'agit pas de respecter une liste d'exclusion sur la base d'une évaluation quantitative et donc statique (qui nous conduirait dans la plupart des cas à rester à l'écart des pays « frontières » par exemple) mais de mettre en place une évaluation prospective. La gestion d'actifs doit aussi accompagner le développement et influencer les comportements des acteurs économiques publics et privés.

UN UNIVERS LARGE ET DIVERSIFIE MAIS DELAISSE

Comme rappelé en introduction, le marché de la dette émergente a plus que doublé en moins de dix ans. Cette augmentation traduit surtout un



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

L'asset manager
d'un monde
qui change

changement de la structure de la dette dans laquelle la part des crédits bancaires a reflué sous l'effet de l'évolution de la réglementation concernant les ratios prudentiels des banques. Les Etats et les entreprises des pays émergents ont alors dû se financer sur les marchés financiers en émettant de la dette.

Il faut rappeler ici que le **taux de défaut sur la dette émergente** n'est pas significativement plus élevé que sur le HY US. Le taux de défaut sur le HY émergent a été de 2,0 % en 2017, ce qui est très faible. Les défauts souverains sont aussi très bas mais retiennent l'attention du fait du caractère politique de ces événements. Les taux de recouvrement sont en général très élevés dans le cas des « petits pays » qui sont accompagnés par le FMI dans leur décision de faire défaut alors que les plus grands pays vont se lancer dans un bras de fer avec leurs créanciers.

Le simple examen des performances annuelles totales des différents segments de la dette émergente montre qu'il ne s'agit pas d'une classe d'actifs unifiée. Les facteurs macro ou microéconomique qui expliquent les variations de chaque segment sont eux aussi très différents. Par ailleurs, les récents épisodes de reculs violents de certains marchés à l'été 2018 n'ont pas donné lieu à un phénomène de contagion géographique ou entre les différents actifs. S'il persiste des risques spécifiques à certains pays, le risque systématique n'est plus d'actualité.

Un autre élément qui sous-tend cette approche contrariante est la **très nette sous-exposition des investisseurs étrangers à la dette émergente** et en particulier à la dette chinoise qui constitue pourtant le troisième plus important marché obligataire au monde (et le premier au sein des émergents). A ce titre, l'inclusion de la dette chinoise onshore (titres souverains et quasi-souverains) dans les indices obligataires mondiaux à partir du printemps 2019 devrait générer d'importants flux. D'une part de détention par les investisseurs étrangers de l'ordre de 2 % à 3 % à l'heure actuelle, il paraît envisageable d'atteindre à terme une part de 12 % à 13 %, comparable au niveau observé en Corée du Sud par exemple.

PERSPECTIVES POUR 2019

Dans la mesure où nous considérons la dette émergente comme un investissement de cœur de portefeuille, les perspectives conjoncturelles prennent moins d'importance. Il est néanmoins utile d'analyser les mécanismes économiques qui ont été à l'origine des évolutions en 2018 et de poser un diagnostic pour 2019.

En 2018, le marché de la dette émergente a été affecté par la perception ou la matérialisation de trois risques qui ont causé sa nette sous-performance.

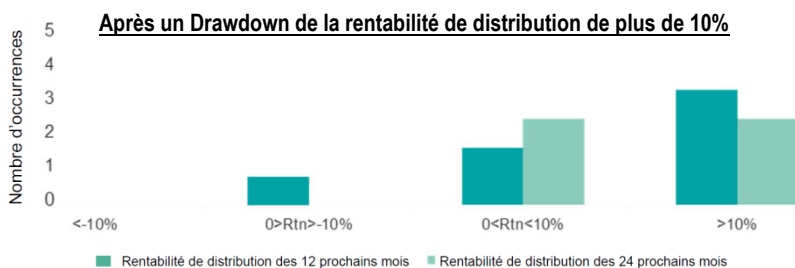
1. **Le relèvement des taux directeurs de la Réserve fédérale américaine (Fed)** de 100 pb et la crainte de voir la politique monétaire se durcir davantage. Les plus récentes déclarations de Jerome Powell montrent que ce risque est, pour l'essentiel, derrière nous. Dans les prochains mois toutefois, il n'est pas impossible que la communication de la Fed, un peu moins assurée qu'auparavant, n'entraîne de nouvelles fluctuations des anticipations et donc de nouvelles perturbations sur les actifs émergents.
2. **Les tensions entre les Etats-Unis et la Chine** autour des droits de douane. Nous n'avons jamais considéré qu'une guerre commerciale était sur le point d'éclater mais restons convaincus que les relations entre les deux dirigeants vont passer par des hauts et des bas susceptibles d'entraîner des mouvements erratiques. Les réactions de marché aux derniers développements semblent montrer que les investisseurs rejoignent notre point de vue.
3. **Les risques spécifiques** à certains pays (Argentine, Turquie) n'ont pas disparu puisque les fondamentaux de ces économies restent dégradés mais ils ne sont en aucun cas des risques systématiques pour l'ensemble du marché.

Rentabilité des indices

| 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|-------------------------------------------------|-----------------------------------------------|-------------------------------------------------|-------------------------------------------------|-------------------------------------------------|-----------------------------------------------|-------------------------------------------------|--------------------------------------------------|------------------------------------------------|-------------------------------------------------|
| EM Local Currency Gov Debt (USD hedged) 5.4% | EM USD Corporate Debt 34.9% | EM Local Currency Gov Debt (USD unhedged) 15.7% | EM USD Gov Debt 7.3% | EM USD Gov Debt 17.4% | EM USD Corporate Debt -0.6% | EM USD Gov Debt 7.4% | EM USD Corporate Debt 1.3% | EM USD Gov Debt 10.2% | EM Local Currency Gov Debt (USD unhedged) 15.2% |
| EM Local Currency Gov Debt (USD unhedged) -5.2% | EM USD Gov Debt 29.8% | EM USD Corporate Debt 13.1% | EM Local Currency Gov Debt (USD hedged) 4.5% | EM Local Currency Gov Debt (USD unhedged) 16.8% | EM Local Currency Gov Debt (USD hedged) -4.2% | EM USD Corporate Debt 5.0% | EM USD Gov Debt 1.2% | EM Local Currency Gov Debt (USD unhedged) 9.9% | EM USD Gov Debt 10.3% |
| EM USD Gov Debt -12% | EM Local Currency Gov Debt (USD unhedged) 22% | EM USD Gov Debt 12.2% | EM USD Corporate Debt 2.3% | EM USD Corporate Debt 15.0% | EM USD Gov Debt -5.3% | EM Local Currency Gov Debt (USD hedged) 3.1% | EM Local Currency Gov Debt (USD hedged) -2.2% | EM USD Corporate Debt 9.7% | EM USD Corporate Debt 8.0% |
| EM USD Corporate Debt -15.9% | EM Local Currency Gov Debt (USD hedged) 5.2% | EM Local Currency Gov Debt (USD hedged) 8.6% | EM Local Currency Gov Debt (USD unhedged) -1.8% | EM Local Currency Gov Debt (USD unhedged) 8.9% | EM Local Currency Gov Debt (USD unhedged) -9% | EM Local Currency Gov Debt (USD unhedged) -5.7% | EM Local Currency Gov Debt (USD unhedged) -14.9% | EM Local Currency Gov Debt (USD hedged) 4.7% | EM Local Currency Gov Debt (USD hedged) 4.6% |

Source : JP Morgan

Enfin, et même s'il ne faut bien évidemment pas considérer cette observation comme une règle de gestion, on peut constater qu'une baisse importante de la dette émergente (plus de 10 %) a été généralement suivie par un rebond appréciable et très rarement par une autre baisse. Ce résultat justifie notre approche contrariante.



Source : BNP Paribas Asset Management, décembre 2018
JP Morgan 50% EMBI GD + 50% GBI-EM GD

Dans ce contexte, nous envisageons 2019 comme une **année volatile** où l'environnement économique ne devrait pas être un frein à la **progression du marché de la dette émergente**. Après avoir traversé de nombreuses épreuves en 2018 et intégré trop de mauvaises nouvelles, le marché devrait bénéficier d'une amélioration graduelle et modeste de la croissance économique dans un environnement de taux toujours porteur. Le rebond enregistré sur tous les actifs risqués depuis le début de l'année nous incite à la prudence à court terme mais les valorisations de la dette émergente restent favorables. Le couple rendement/risque de cette classe d'actif est attractif comparé à la situation des actions émergentes sur lesquelles les investisseurs internationaux se reportent pourtant plus volontiers quand ils souhaitent se positionner sur les actifs émergents.

Il est vraiment temps, selon nous, de reconsidérer le marché de la dette émergente dans une allocation d'actifs.

Pour en savoir plus sur nos stratégies, merci de cliquer sur les liens ci-dessous :

Parvest Bond Best
Selection World Emerging

Parvest Bond World
Emerging

Parvest Bond World
Emerging Local

Les fonds précités sont des Compartiments de PARVEST SICAV de droit Luxembourgeois conforme à la directive 2009/65/ce

Les investissements réalisés dans les fonds sont soumis aux fluctuations du marché et aux risques inhérents aux investissements en valeurs mobilières. La valeur des investissements et les revenus qu'ils génèrent peuvent enregistrer des hausses comme des baisses et il se peut que les investisseurs ne récupèrent pas l'intégralité de leur placement. Les fonds décrits présentent un risque de perte en capital. Pour une définition et une description plus complète des risques, merci de vous reporter au prospectus et DICI des fonds

Investir dans les marchés émergents ou dans des segments de marché spécialisés ou restreints peut présenter une volatilité supérieure à la moyenne en raison de la forte concentration de leurs positions, d'un degré d'incertitude plus élevé reflétant le manque d'informations disponibles, de leur liquidité plus faible ou de leur sensibilité plus grande à l'évolution du contexte de marché (social, politique et économique).

Certains marchés émergents offrent moins de sécurité que la plupart des marchés développés internationaux. Par conséquent, les services de transaction, de liquidation et de conservation du portefeuille utilisés pour le compte de fonds investis dans les marchés émergents peuvent comporter un risque plus élevé.

DISCLAIMER

BNP Paribas Asset Management France est une société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP96002, constituée sous forme de société par actions simplifiée, ayant son siège social au 1, boulevard Haussmann 75009 Paris, France, RCS Paris 319 378 832, et son site web : www.bnpparibas-am.com.

Le présent document a été rédigé et est publié par la société de gestion de portefeuille.

Ce contenu vous est communiqué à titre purement informatif et ne constitue :

1. ni une offre de vente, ni une sollicitation d'achat, et ne doit en aucun cas servir de base ou être pris en compte pour quelque contrat ou engagement que ce soit ;
2. ni un conseil d'investissement.

Le présent document réfère à un ou plusieurs instruments financiers agréés et réglementés dans leur juridiction de constitution. Aucune action n'a été entreprise qui permettrait l'offre publique de souscription des instruments financiers dans toute autre juridiction, excepté suivant les indications de la version la plus récente du prospectus et du document d'information clé pour l'investisseur (DICI) des instruments financiers, où une telle action serait requise, en particulier, aux États-Unis, pour les ressortissants américains (ce terme est défini par le règlement S du United States Securities Act de 1933). Avant de souscrire dans un pays dans lequel les instruments financiers sont enregistrés, les investisseurs devraient vérifier les contraintes ou restrictions légales potentielles relatives à la souscription, l'achat, la possession ou la vente des instruments financiers en question. Il est conseillé aux investisseurs qui envisagent de souscrire des instruments financiers de lire attentivement la version la plus récente du prospectus et du document d'information clé pour l'investisseur (DICI) et de consulter les rapports financiers les plus récents des instruments financiers en question. Cette documentation est disponible sur le site web. Les opinions exprimées dans le présent document constituent le jugement de la société de gestion de portefeuille au moment indiqué et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. La société de gestion de portefeuille n'est nullement obligée de les tenir à jour ou de les modifier. Il est recommandé aux investisseurs de consulter leurs propres conseillers juridiques et fiscaux en fonction des considérations légales, fiscales, domiciliaires et comptables qui leur sont applicables avant d'investir dans les instruments financiers afin de déterminer eux-mêmes l'adéquation et les conséquences de leur investissement, pour autant que ceux-ci soient autorisés. À noter que différents types d'investissements, mentionnés le cas échéant dans le présent document, impliquent des degrés de risque variables et qu'aucune garantie ne peut être donnée quant à l'adéquation, la pertinence ou la rentabilité d'un investissement spécifique pour le portefeuille d'un client ou futur client. Compte tenu des risques économiques et de marché, aucune garantie ne peut être donnée quant à la réalisation par les instruments financiers de leurs objectifs d'investissement. Les performances peuvent varier notamment en fonction des objectifs ou des stratégies d'investissement des instruments financiers et des conditions économiques et de marché importantes, notamment les taux d'intérêt. Les différentes stratégies appliquées aux instruments financiers peuvent avoir un impact significatif sur les résultats présentés dans ce document. Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir et la valeur des investissements dans les instruments financiers est susceptible par nature de varier à la hausse comme à la baisse. Il se peut que les investisseurs ne récupèrent pas leur investissement initial. Les données de performance, éventuellement présentées dans ce document, ne prennent en compte ni les commissions et frais contractés à l'émission ou au rachat de parts ni les taxes.

La documentation visée par le présent avertissement est disponible sur www.bnpparibas-am.com.