

LE RETOUR DES DEVISES ÉMERGENTES

Le dollar US (USD) devrait être mis à rude épreuve. La croissance du PIB américain devrait en effet ralentir (2,5% en 2019 contre 2,9% en 2018 selon le FMI), le cycle de hausse de taux de la Fed est bien avancé, et les valorisations de l'USD sont tendues (s'affichant au-dessus de la moyenne sur 10 ans). Des turbulences sont ainsi à prévoir, car un essoufflement de la croissance américaine implique davantage d'incertitude autour de l'économie globale, avec une volatilité accrue sur les différents marchés. Celle-ci est de toute façon appelée à augmenter vu la normalisation des politiques monétaires à travers le monde.

Dans ce contexte, les monnaies des marchés émergents ne pourront pas toutes s'apprécier face à l'USD. Cependant, nous prévoyons dans l'ensemble une meilleure performance des devises des pays émergents par rapport à l'USD. En effet, contrairement aux Etats-Unis, ces pays devraient voir leur croissance se maintenir, à environ 4,7% en 2019 (un niveau similaire à celui de 2018 selon le FMI). En outre, les valorisations des devises émergentes sont globalement attrayantes après plusieurs années de dépréciation contre l'USD. Les meilleures monnaies émergentes sont celles qui sont structurellement les moins vulnérables aux brusques variations de marché. Historiquement, il semble que cette faible vulnérabilité tienne à des facteurs clés, comme de faibles entrées de capitaux des investisseurs étrangers au sein des portefeuilles, un excédent de la balance courante ou un léger déficit, des taux d'expansion du crédit domestique raisonnables, une évolution régulière des taux de change réels, et des réserves de change élevées. Selon nous, plusieurs devises émergentes répondent à la plupart de ces critères et certains facteurs conjoncturels favorables justifient aussi leur appréciation face à l'USD. Il s'agit notamment du réal brésilien, des roupies indonésienne et indienne, et du zloty (par ordre de préférence).

Le réal brésilien a bénéficié d'une prime de risque politique réduite après l'élection d'un président «pro-entreprises» en octobre. Certains signaux positifs laissent aussi présager une hausse de la monnaie dans les mois à venir. La nouvelle administration envisage en effet de vendre des parts de certaines sociétés publiques et de céder des droits d'exploration du pétrole ainsi que des biens immobiliers appartenant à l'Etat. Elle entend aussi aller de l'avant avec la réforme des retraites. Les privatisations et les politiques de dérégulation associées joueraient nettement en faveur du réal car elles permettraient de stimuler la croissance du PIB et les retours sur investissement au Brésil.

La roupie indonésienne pourrait davantage croître face à l'USD. Même si le niveau est déjà raisonnable, le compte courant du pays devrait encore s'améliorer, avec la décision du gouvernement de réduire les investissements en capitaux dans le secteur public, et du fait de la hausse de taux de 175 pb de la banque centrale en 2018. Cela devrait permettre de diminuer les importations sans peser trop sur la croissance du PIB. Le FMI table sur un déficit du PIB de 2,4% (en 2018 et 2019), alors que nous prévoyons de meilleurs résultats en 2019.

La roupie indienne est actuellement soutenue par la faiblesse des prix du pétrole et une facture des importations nettement réduite (en plus de profiter d'une baisse de la vulnérabilité structurelle de l'Inde). Etant donné l'amélioration de la dynamique de la balance courante et la croissance du PIB toujours honorable, le pays devrait assister à un retour des flux de capitaux en portefeuilles. Ceci permettrait de compenser les USD 6,6 milliards de sorties observées en 2018 sous l'effet des hausses du baril et d'une inflation élevée.

Nous apprécions le zloty vu les valorisations bon marché de la Pologne et les attentes d'une croissance toujours robuste du PIB, tirée par l'activité domestique. La monnaie tend à performer de manière amplifiée par rapport à l'EUR (face à l'USD comme devise de référence). Autrement dit, lorsqu'il existe un contexte fondamental européen propice à l'appréciation de l'EUR contre l'USD, le zloty fait encore mieux grâce aux effets positifs sur l'économie polonaise. Cette caractéristique sera probablement un obstacle à court terme car le récent ralentissement (temporaire) en zone euro, le

budget italien et le Brexit devraient peser sur la paire EUR/USD. Dès que la situation se sera apaisée, l'EUR devrait pouvoir s'apprécier face à l'USD, donnant une nouvelle impulsion au zloty.