



# Tensions financières dans les pays émergents : quelles conséquences ?

Septembre 2013

François Faure - Recherche économique pays émergents & risque pays

## Les tensions financières depuis mai 2013 : quelles conséquences ?

- **Sorties d'investissements de portefeuille depuis le mois de mai plus fortes que lors des épisodes précédents (2008, 2011) : un simple "effet de base" plus qu'un mouvement de défiance profond.**
- **Les tensions sur les taux de change et les primes de risque ne sont pas plus marquées qu'au cours des épisodes précédents => intervention rapide des banques centrales, pays d'Europe centrale "épargnés". Mais les marchés obligataires sur la dette (souveraine) en monnaie locale ont été affectés (différence importante avec les épisodes de stress précédents).**
- **Double inquiétude de la part des investisseurs : 1/ conséquences de la sortie du *quantitative easing* US et 2/ ralentissement de la croissance et réapparition des déséquilibres macroéconomiques (inflation, déficits courants et/ou budgétaires).**



## Les tensions financières depuis mai 2013 : quelles conséquences ?

- **Conséquences de la sortie du *quantitative easing* US :**
  - **Durcissement des conditions d'accès aux financements extérieurs probablement durable (remontée des taux longs US + augmentation des primes de risque sur la dette externe) ;**
  - **Resserrement des politiques monétaires (Brésil, Inde, Indonésie, Turquie) ;**
  - **Risque de solvabilité des entreprises non financières *a priori* modéré (ratios de dette extérieure du secteur privé non financier soutenables). Mais augmentation du risque de refinancement de la dette en dollars après les émissions importantes de dette obligataire *corporate* des dernières années (Inde en particulier) ;**
  - **Risque de liquidité extérieure potentiellement élevée compte tenu de l'importance des investissements de portefeuille accumulés. Mais la capacité d'intervention des banques centrales a été renforcée.**



## Les tensions financières depuis mai 2013 : quelles conséquences ?

- **Ralentissement de la croissance et réapparition des déséquilibres macroéconomiques.**
  - **Ralentissement quasi continu du commerce mondial jusqu'au début 2013.**
  - **Manque ou moindre efficacité de l'investissement sur les années récentes :**
    - **Ralentissement des investissements directs ;**
    - **Baisse de la productivité apparente de l'investissement : un problème d'allocation du crédit ?**
  - **Déséquilibres macroéconomiques : facteurs de différenciation au sein de l'ensemble des pays émergents mais diversité des situations des pays les plus affectés.**
  - **L'Inde : le maillon faible.**



## Montée du risque de crédit en Chine

- De nombreuses sources d'augmentation du risque de crédit :
  - L'endettement du « secteur privé » (qui comprend les collectivités locales) atteint officiellement 175 % du PIB à la mi-2013 contre 118 % en 2008, conséquence à la fois de la forte expansion du crédit bancaire (132 % du PIB), des émissions de dette obligataire (13 % du PIB) et des activités de « shadow credits » (30 % du PIB) ;
  - Les ratios de *leverage* des grandes entreprises ont fortement augmenté (de 70 % en 2007 à 105 % en 2012 d'après le FMI) ;
  - Le développement du marché obligataire ne permet pas de « disséminer » le risque car la moitié des obligations *corporate* sont détenues par les banques ;
  - Les risques de liquidité et de crédit portés par les Wealth Management Products (produits de gestion de fortune qui représentent 8 % des dépôts bancaires) sont *a priori* élevés (faible supervision, fonds investis sur des secteurs/emprunteurs risqués) ;
  - Le risque de crédit pour les banques porte principalement sur i/ les petites entreprises industrielles de secteurs à faible valeur ajoutée et à surcapacités (à l'origine de la hausse récentes des créances douteuses), ii/ le secteur de l'immobilier et iii/ les véhicules de financement des collectivités locales (Local Government Financing Vehicles – 50 % de l'endettement total des collectivités locales) qui représentent 14 % des crédits bancaires.

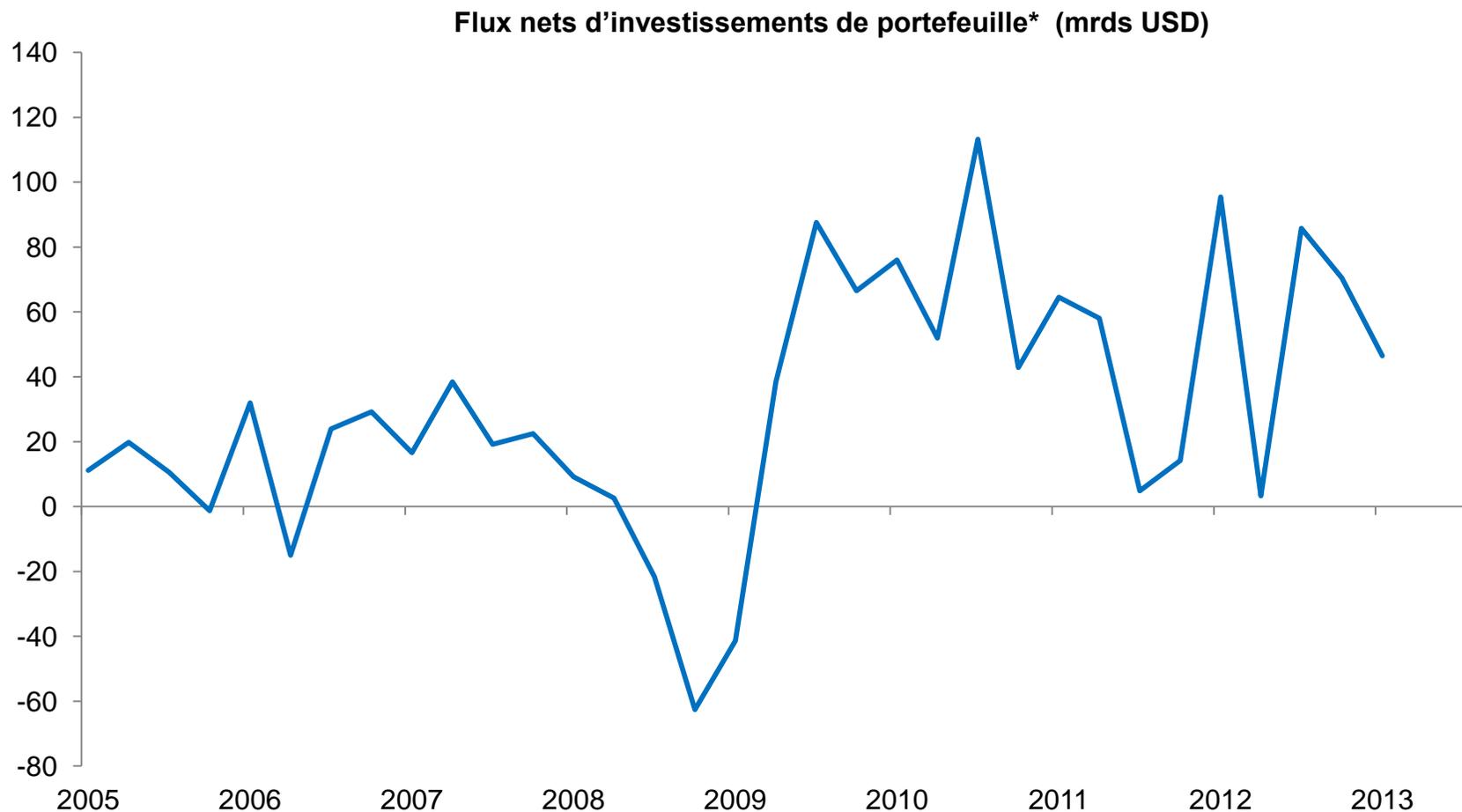


## Montée des risques de crédit en Chine

- Risque d'une crise systémique de crédit encore faible ...
  - Durcissement de la réglementation du « shadow banking » notamment sur les WMPs et les LGFVs ;
  - L'endettement des ménages est modéré (30 % du PIB). Les *mortgage loans* représentent 20 % du PIB et les ratios prêts/valeur du logement sont relativement bas (45 %-55 %) ;
  - Les créances douteuses augmentent depuis 2012 (+20 %) mais le taux n'est que de 1 % *i.e.* 1,3 % du PIB et très largement provisionné (taux de provisionnement de près de 300 %, provisions spécifiques et générales confondues) ;
  - Annonces d'émissions de capital par les grandes banques pour faire face à l'augmentation des créances douteuses ;
  - Niveau de liquidité des grandes banques très confortable ;
  - Volonté et capacité d'un soutien fort de l'Etat aux plus grandes banques.
- ... mais de nouvelles sources de « stress » possibles :
  - Tensions sur la liquidité en raison du soutien sélectif des autorités monétaires (pénurie de liquidité orchestrée fin juin) ;
  - Libéralisation des taux d'intérêt qui devrait peser sur les marges d'intermédiation.



# Flux d'investissements de portefeuille vers les pays émergents



(\*) Brésil-Chili-Mexique- Corée du Sud-Inde-Indonésie-Malaisie-Philippines-Thaïlande-Hongrie-Pologne-Rep .tchèque- Russie-Turquie- Afrique du Sud

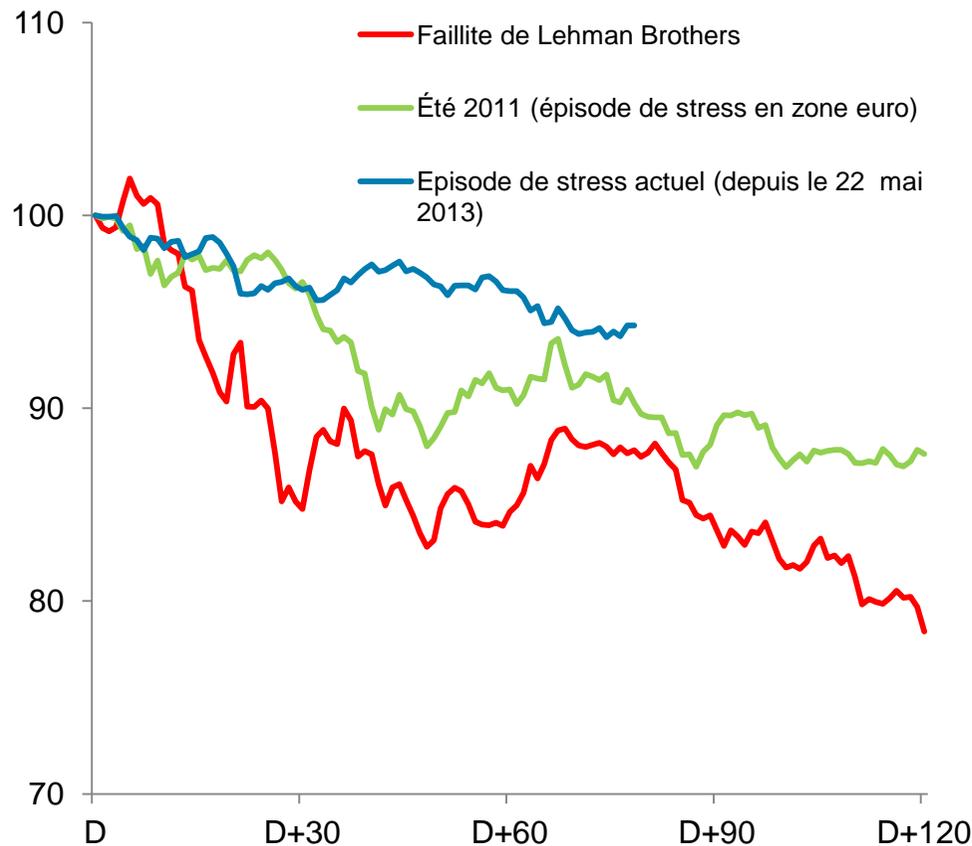
Sources : Banques Centrales nationales – BNP Paribas



## Tensions financières : une comparaison

### Taux de change contre USD des principaux pays receveurs d'investissement de portefeuille (hors Chine)

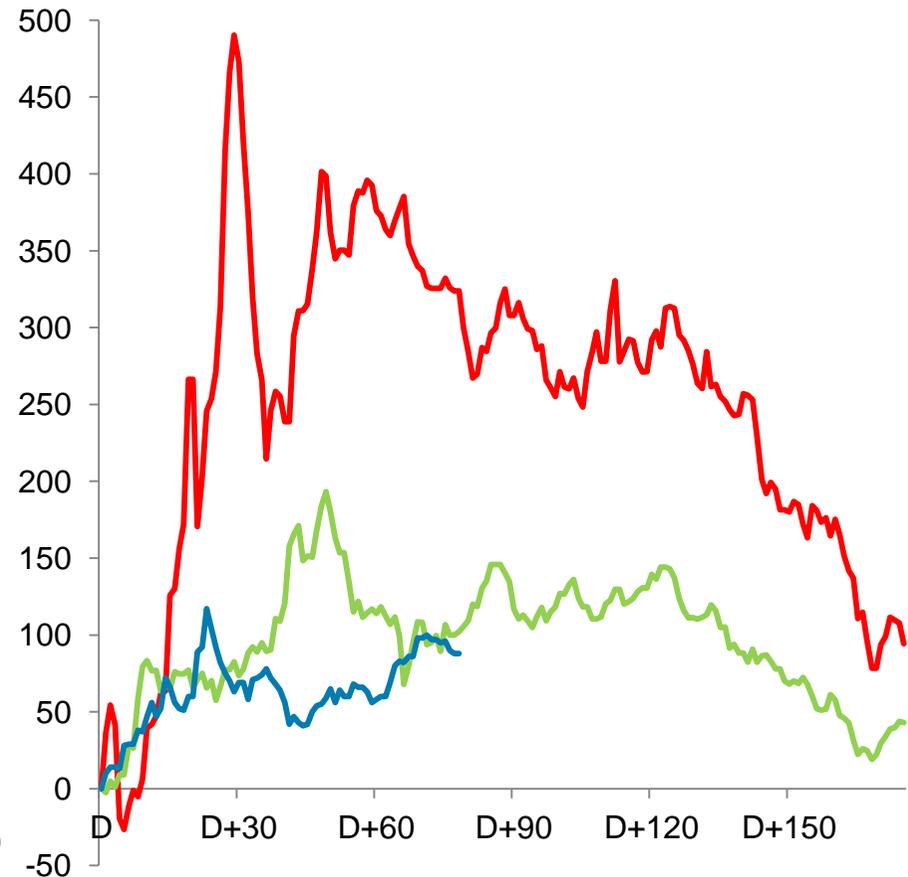
Indice moyen non pondéré – 100 = début de période de stress



Sources : Datastream – BNP Paribas

### Evolution de la prime de risque sur la dette externe (indice EMBIG)

0 = début de période de stress

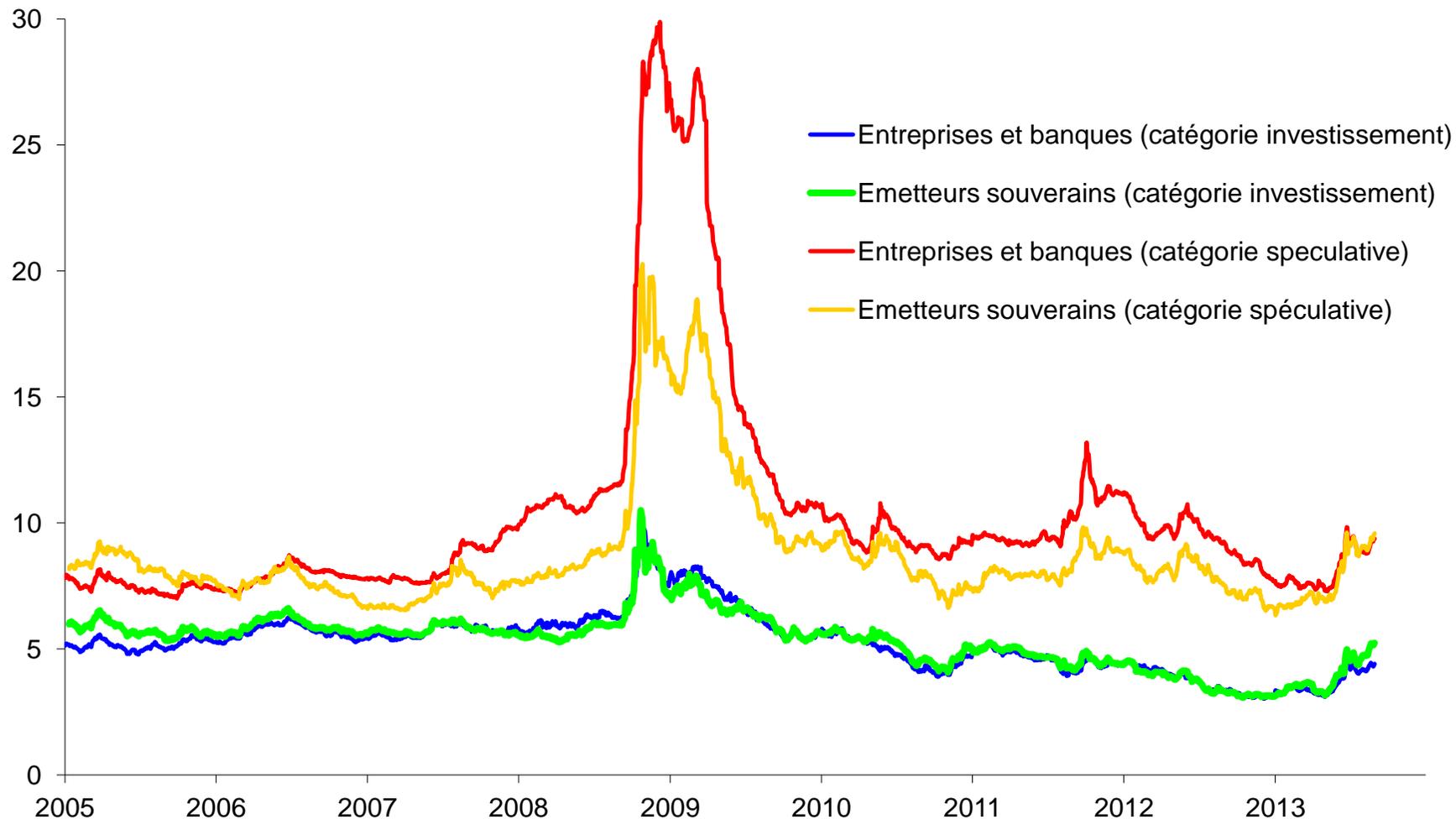


Sources : JP Morgan Chase – BNP Paribas



## Durcissement des conditions de financement extérieur

Coût de la dette externe en dollar (rendements des Tbons 10 ans + prime de risque\*)



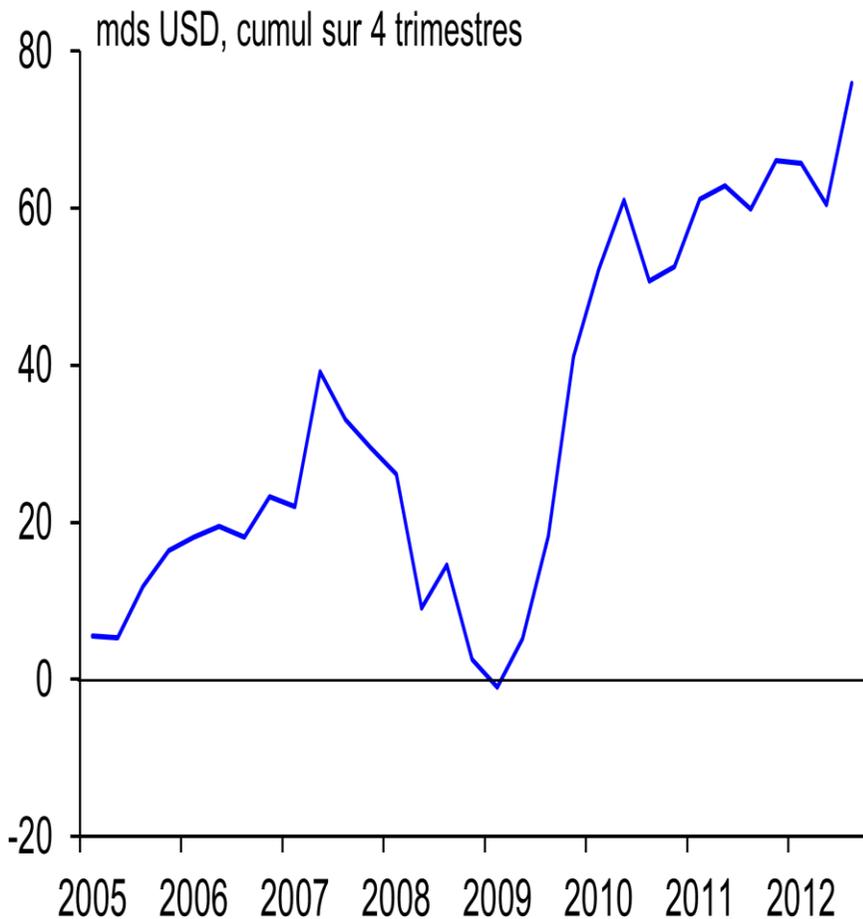
\* Spread EMBI+ pour les émetteurs souverains  
Spread CEMBI pour les entreprises et banques

Sources : JP Morgan Chase - Crédit Suisse - BNP Paribas



# Solvabilité extérieure des entreprises

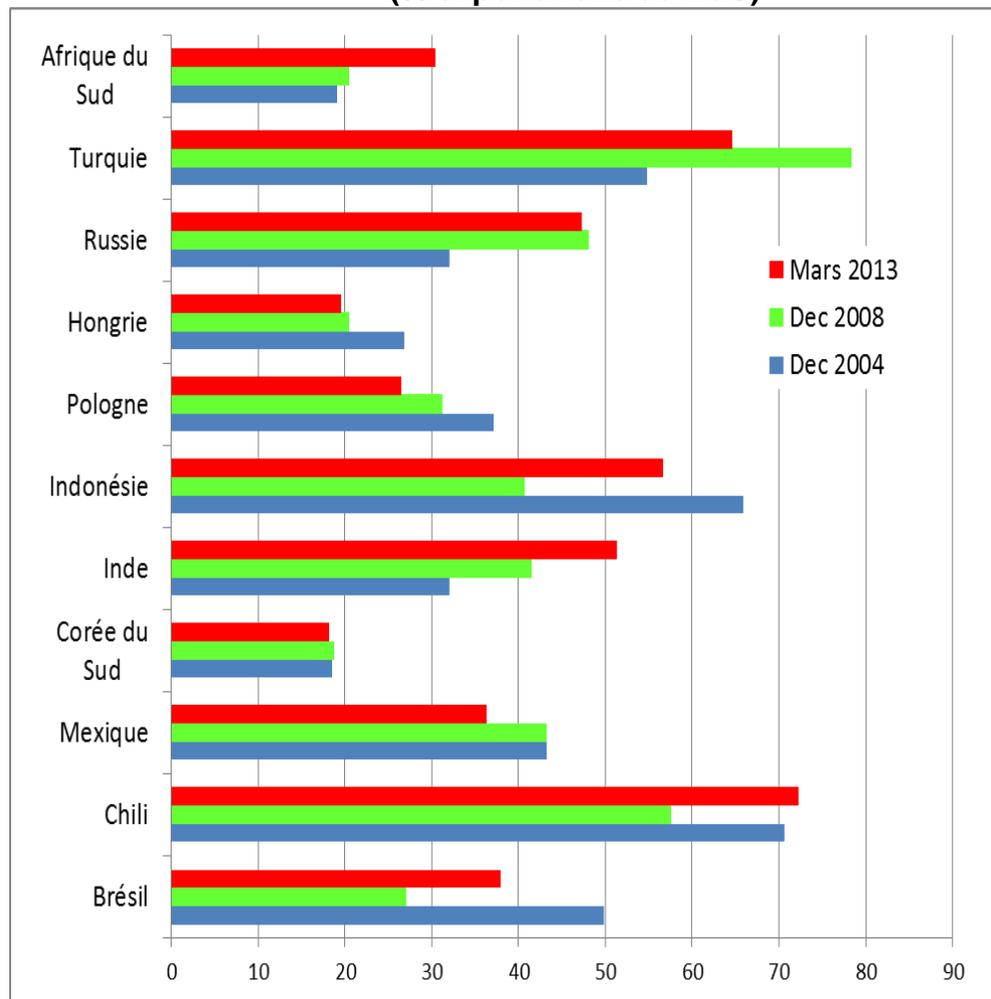
Emissions (nettes) d'obligations internationales par les entreprises non financières (\*)



(\*) de l'ensemble des « developing countries » (hors centres offshores) recensés par la BRI

Source : BRI

Dette extérieure du secteur privé non financier (% exportations de B&S)

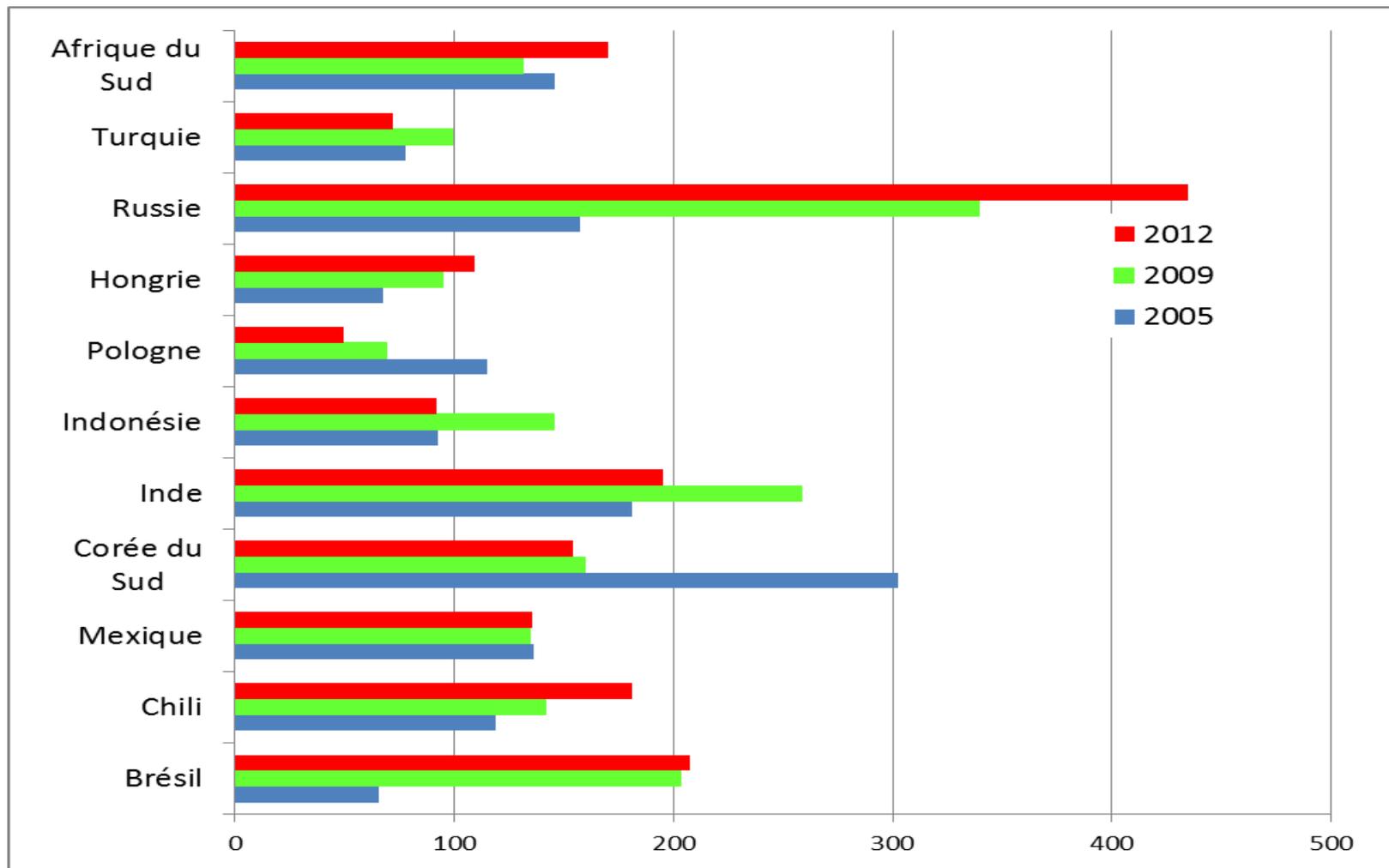


Sources : BM-BRI-FMI - BNP Paribas



# Liquidité extérieure

Ratio de liquidité extérieur de Fitch (\*)



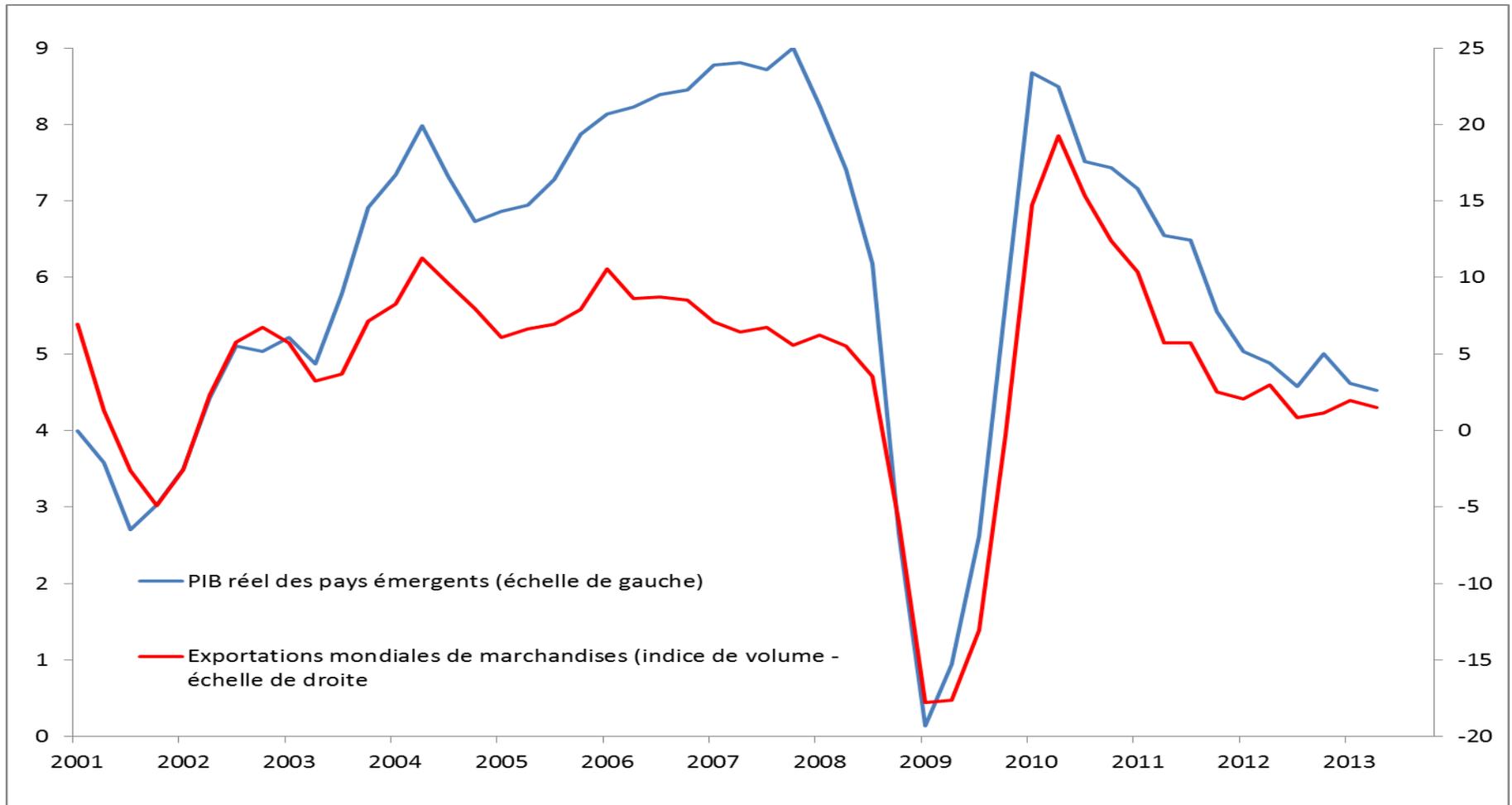
(\*) (réserves officielles de change + actifs extérieurs des banques) / (service de la dette à MLT + dette extérieure court terme + titres de dette en monnaie locale négociables détenus par les non résidents)

Source : Fitch



# Environnement extérieur

## Croissance des pays émergents et commerce mondial

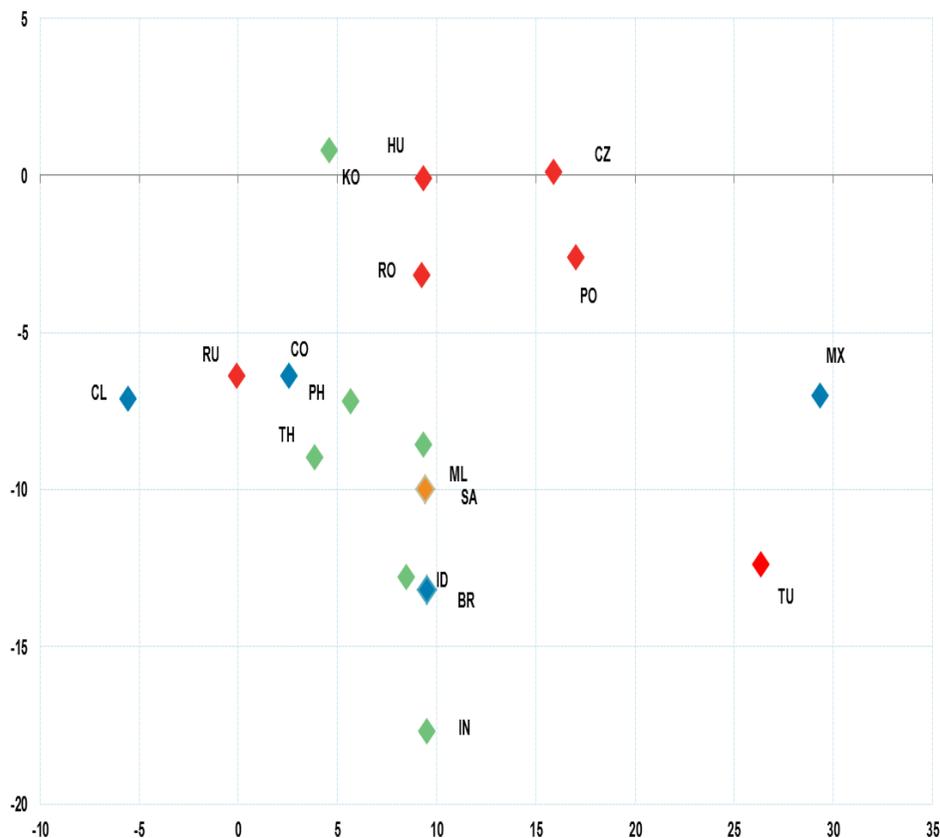


Sources : CPB - Instituts Statistiques Nationaux - BNP Paribas



# Différenciation rationnelle de la part des investisseurs

## Taux de change et investissements de portefeuille

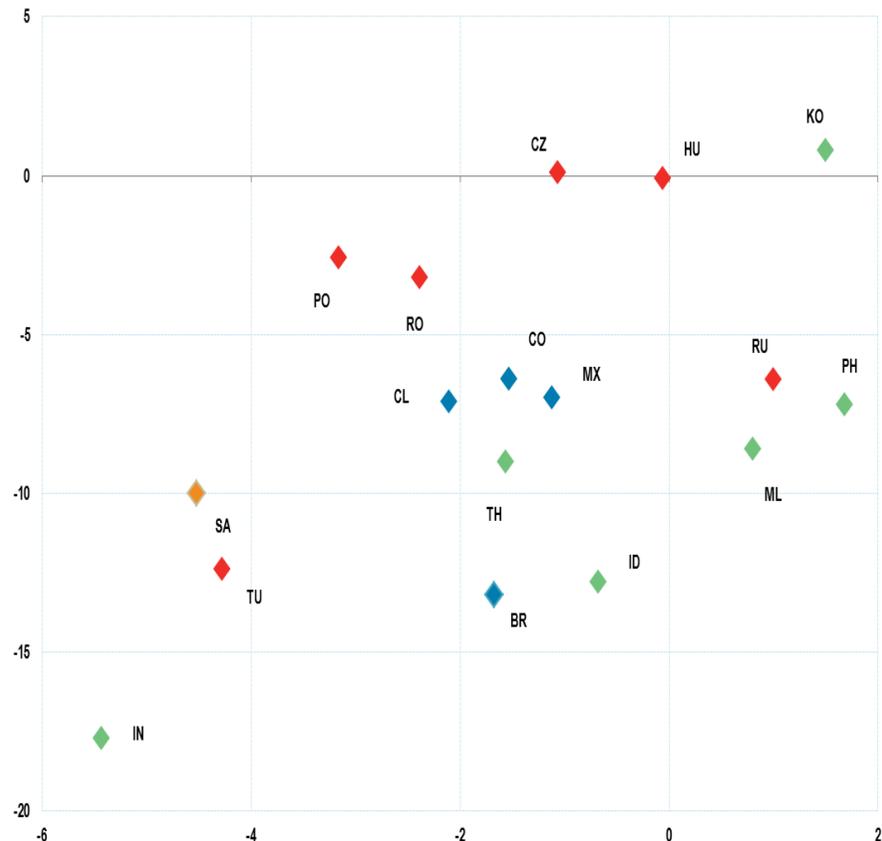


**X-axis :** Investissements de portefeuille (cumul depuis 2010 en moyenne annuelle) en % des réserves de change

**Y-axis :** Evolution du taux de change contre dollar depuis fin avril 2013

BR : Brésil, CL : Chili, CO : Colombie, CZ : Rep. tchèque, HU : Hongrie, ID : Indonésie, IN : Inde, KO : Corée du Sud, MX : Mexique, ML : Malaisie, PH : Philippines, PO : Pologne, RO : Roumanie, RU : Russie, TH : Thaïlande, TU : Turquie, SA : Afrique du Sud

## Taux de change et déséquilibres macroéconomiques



**X-axis :** Moyenne de la balance de base (balance courante + balance des IDE en cumul depuis 2010 et en moyenne annuelle) et du solde budgétaire prévu pour 2013 (% PIB)

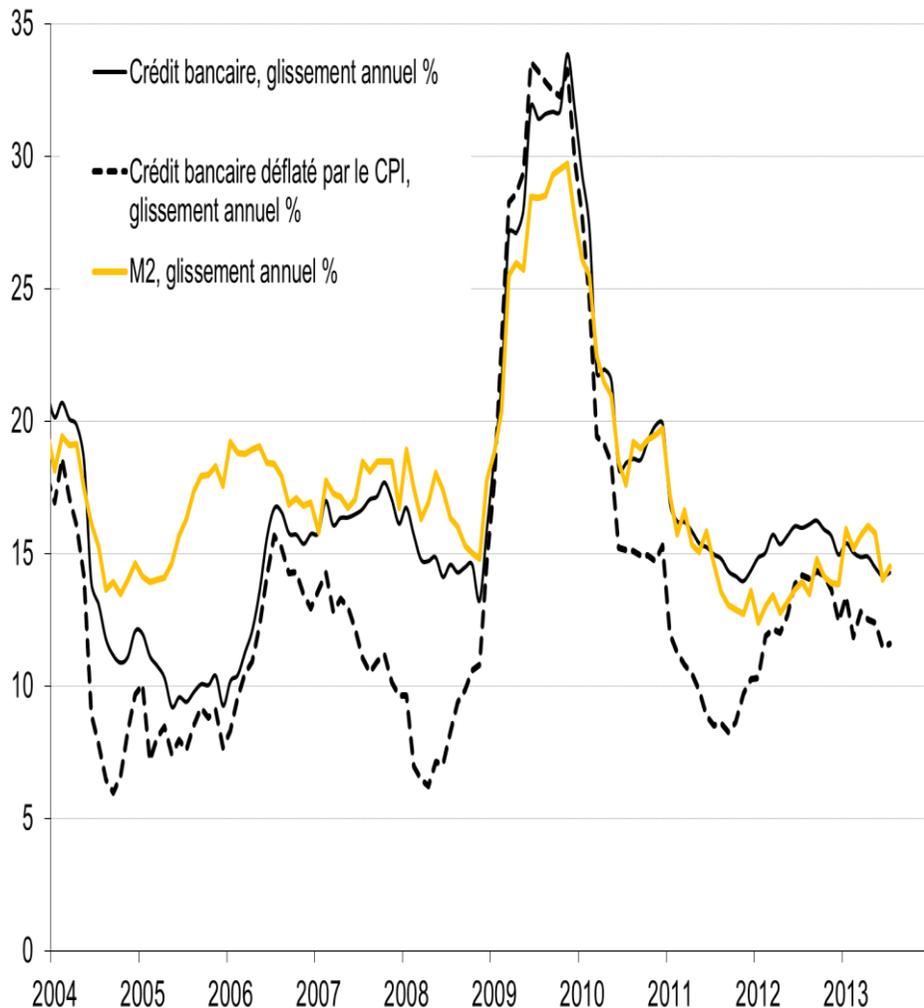
**Y-axis :** Evolution du taux de change contre dollar depuis fin avril 2013

Sources : Datastream - Banques Centrales – calculs BNP Paribas



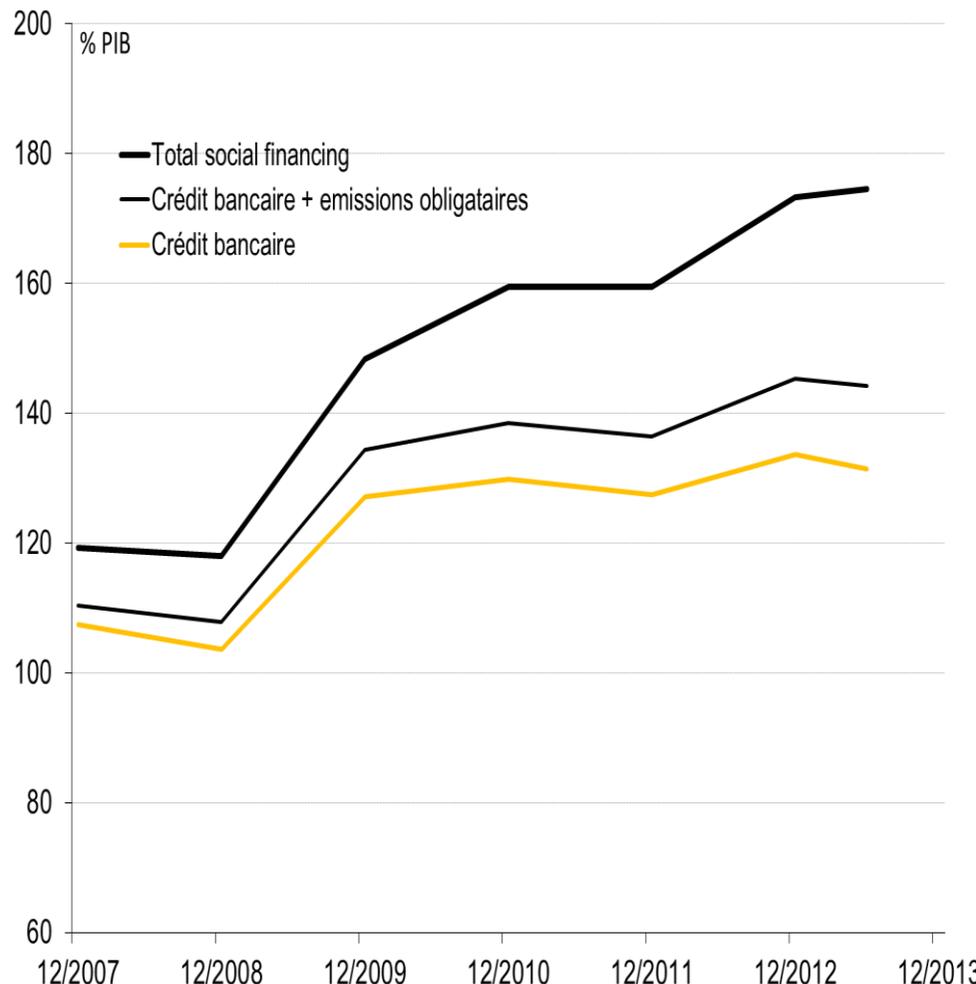
# Financement du secteur privé en Chine (données officielles)

## Croissance du crédit bancaire



Sources : Datastream –FMI- BNP Paribas

## Total Social Financing\* (% PIB)



(\* ) Crédit bancaire, Emissions d'obligations et d'actions, Prêts des trusts (trust loans), Prêts inter-entreprises (entrusted loans), Acceptations bancaires



# Direction des Etudes Economiques

• Philippe d'ARVISENET      Chef Economiste      +33.(0)1.43.16.95.58      philippe.darvisenet@bnpparibas.com

## ECONOMIES OCDE

• Jean-Luc PROUTAT	Responsable		+33.(0)1.58.16.73.3	jean-luc.proutat@bnpparibas.com
• Alexandra ESTIOT	Adjointe - Mondialisation - Etats-Unis, Canada		+33.(0)1.58.16.81.69	alexandra.estiot@bnpparibas.com
• Hélène BAUDCHON	France, Belgique, Luxembourg		+33.(0)1.58.16.03.63	helene.baudchon@bnpparibas.com
• Frédérique CERISIER	Finances publiques, institutions européennes			+33.(0)1.43.16.95.52
			frederique.cerisier@bnpparibas.com	
• Clemente De LUCIA	Zone euro, Italie – Questions monétaires, modélisation		+33.(0)1.42.98.27.62	clemente.delucia@bnpparibas.com
• Thibault MERCIER	Espagne, Portugal, Grèce, Irlande		+33.(0)1.57.43.02.91	thibault.mercier@bnpparibas.com
• Caroline NEWHOUSE	Allemagne, Autriche - Supervision des publications			+33.(0)1.43.16.95.50
			caroline.newhouse@bnpparibas.com	
• Catherine STEPHAN	Royaume-Uni, Suisse, Pays nordiques – Marché du travail		+33.(0)1.55.77.71.89	catherine.stephan@bnpparibas.com
• Raymond VAN DER PUTTEN	Japon, Australie, Pays-Bas - Environnement –Retraite		+33.(0)1.42.98.53.99	raymond.vanderputten@bnpparibas.com

• Tarik RHARRAB      Statistiques      +33.(0)1.43.16.95.56      tarik.rharrab@bnpparibas.com

## ECONOMIE BANCAIRE

• Laurent QUIGNON	Responsable		+33.(0)1.42.98.56.54	laurent.quignon@bnpparibas.com
• Céline CHOLET			+33.(0)1.43.16.95.54	celine.cholet@bnpparibas.com
• Julie ENJALBERT			+33 (0)1.43.16.95.41	julie.enjalbert@bnpparibas.com
• Laurent NAHMIA			+33.(0)1.42.98.44.24	laurent.nahmias@bnpparibas.com

## ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

• François FAURE	Responsable		+33.(0)1 42 98 79 82	francois.faure@bnpparibas.com
• Christine PELTIER	Adjointe - Méthodologie, Chine, Vietnam		+33.(0)1.42.98.56.27	christine.peltier@bnpparibas.com
• Stéphane ALBY	Afrique francophone		+33.(0)1.42.98.02.04	stephane.alby@bnpparibas.com
• Sylvain BELLEFONTAINE	Amérique Latine, Turquie - Méthodologie		+33.(0)1.42.98.26.77	sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com
• Sara CONFALONIERI	Amérique Latine		+33.(0)1.42.98.74.26	sara.confalonieri@bnpparibas.com
• Pascal DEVAUX	Moyen Orient – Scoring		+33.(0)1.43.16.95.51	pascal.devaux@bnpparibas.com
• Anna DORBEC	Russie et autres pays de la CEI		+33.(0)1.42.98.48.45	anna.dorbec@bnpparibas.com
• Hélène DROUOT	Asie		+33.(0)1.42.98.33.00	helene.drouot@bnpparibas.com
• Jean-Loïc GUIEZE	Afrique anglophone et lusophone		+33.(0)1.42.98.43.86	jeanloic.guieze@bnpparibas.com
• Johanna MELKA	Asie - Flux de capitaux		+33.(0)1.58.16.05.84	johanna.melka@bnpparibas.com
• Alexandre VINCENT	Europe centrale et orientale		+33.(0)1.43.16.95.44	alexandre.vincent@bnpparibas.com
• Alexandra WENTZINGER	Afrique		+33.(0)1.55.77.80.60	alexandra.wentzinger@bnpparibas.com

• Michel BERNARDINI      Contact Média      +33.(0)1.42.98.05.71      michel.bernardini@bnpparibas.com

Direction des Etudes Economiques | sept.-13 |



# Nos publications



## CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



## ECO EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



## PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



## ECOFLASH

Un indicateur, un évènement économique majeur. Le détail ...



## ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...



## ECOTV

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images



## ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ?  
La réponse dans vos deux minutes d'économie



Pour recevoir directement nos publications, vous pouvez vous abonner sur notre site ou télécharger notre application iPad EcoNews.

<http://economic-research.bnpparibas.com>

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Les informations et opinions contenues dans ce document sont publiées en vue d'aider les investisseurs, mais ne font pas autorité en la matière et ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement - elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments mentionnés dans le présent document. Toute référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnées dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquels il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris.

Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

Le présent document n'est destiné qu'à une clientèle d'investisseurs professionnels. Il n'est pas destiné à des clients relevant de la gestion privée et ne doit pas leur être communiqué. Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué aux investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine, à des investisseurs institutionnels américains de premier rang uniquement. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréé réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 [Regulated Activity Types 1, 4 et 6] en vertu de la Securities and Futures Ordinance.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2012). Tous droits réservés.

