

ECONOTE

Société Générale

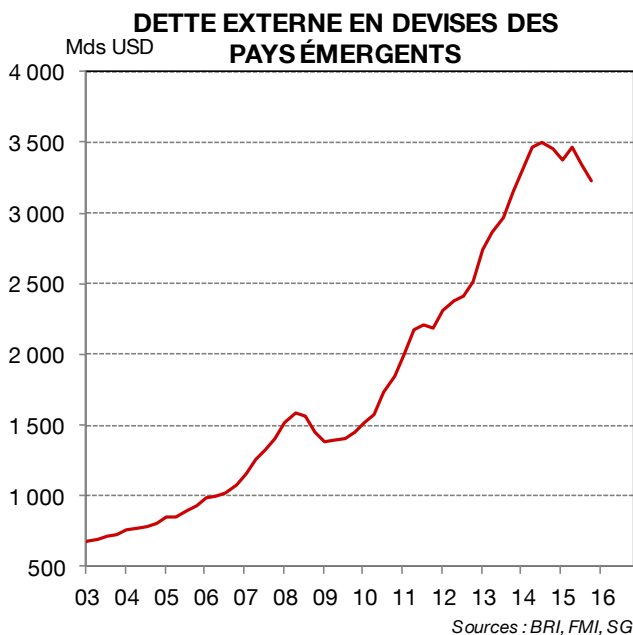
Département des études économiques et sectorielles

DETTE EXTERNE DES PAYS ÉMERGENTS : TOUJOURS LA MÊME CHANSON ?

— La dette externe en devises des pays émergents a significativement augmenté au cours de la dernière décennie, favorisée par un environnement de taux d'intérêt bas, d'appréciation des monnaies émergentes et de hausse du prix des matières premières. Contrairement aux épisodes précédents, cette hausse a été principalement le fait du secteur privé non financier, plutôt que des États et des banques.

— La hausse de la volatilité des variables financières, provoquée par les perspectives du resserrement de la politique monétaire de la Fed et la baisse des prix des matières premières, accroît les risques liés à cet endettement. En effet, les crises financières des pays émergents sont généralement précédées par des périodes de hausse de l'endettement externe.

— Pour autant, une analyse détaillée de la situation montre des éléments de solidité financière au niveau macroéconomique. Les problèmes d'endettement se concentrent sur certains secteurs, notamment, celui des matières premières. Ainsi, si une baisse de la croissance potentielle est probable, des crises systémiques de balance de paiement devraient pouvoir être évitées.



Juan Carlos DIAZ MENDOZA
 +33 1 57 29 61 77
 juan-carlos.diaz-mendoza@socgen.com

Depuis l'annonce du début de la normalisation de la politique monétaire aux Etats-Unis en 2013, la volatilité des devises ainsi que celle des flux de capitaux vers les pays émergents a considérablement augmenté. Cette hausse de la volatilité pose la question de la « soutenabilité » de la dette en devises des pays émergents. En outre, cette situation fait écho à des épisodes précédents de crises émergentes, à savoir une forte progression de la dette en devises dans un contexte de faiblesse des prix des matières premières et de ralentissement de la croissance. Ainsi, nous traiterons d'abord les raisons pour lesquelles les pays émergents s'endettent en devises et les risques que cet endettement comporte. Ensuite, nous analyserons l'épisode d'endettement actuel et nous aborderons les différents risques que celui-ci fait peser sur les économies émergentes.

CAUSES ET RISQUES DE L'ENDETTEMENT EN DEVISES

Les pays émergents ont globalement tendance à avoir une part significative de leur dette externe libellée en devises¹. Ceci résulte principalement de la difficulté de ces pays à pouvoir émettre de la dette à long terme en monnaie locale du fait du sous-développement de leurs marchés financiers domestiques. Ce sous-développement provient souvent d'une série d'éléments, comme un fort passé inflationniste et un faible environnement légal et institutionnel. Cette situation rend quasiment impossible d'obtenir des financements en monnaie locale à long terme et à un taux d'intérêt abordable. Cette difficulté est contournée en empruntant sur les marchés financiers internationaux en monnaie forte où le financement de long terme est possible. C'est ce recours au financement en devises que la littérature économique appelle le « *péché originel* »². Néanmoins, ce « *péché originel* » accroît la sensibilité des pays émergents aux flux de capitaux. En effet, en introduisant un déséquilibre bilanciel en devises³, c'est-à-dire une différence entre un passif en devises et des revenus en monnaie locale, le « *péché originel* » augmente la vulnérabilité financière de ces pays en cas de forte dépréciation de leur monnaie locale.

Les pays émergents ont connu à plusieurs reprises, des épisodes de forte croissance d'endettement

¹ Pour certains pays, le taux de dollarisation de leur dette domestique est aussi important.

² « *The mystery of Original Sin* »; Eichengreen, Hausmann, Panizza; 2003

³ « *Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin : Why they are not the same and why it matters* »; Eichengreen, Hausmann, Panizza; 2007

externe en devises. Ces épisodes sont caractérisés généralement par des périodes prolongées de politiques monétaires accommodantes dans les pays développés et de forte croissance de l'investissement dans les pays émergents. En effet, la baisse des taux d'intérêt chez les premiers conduit généralement à un afflux de capitaux chez les seconds, à la recherche de rendements plus élevés. Cela se traduit par des pressions à l'appréciation des monnaies locales et à la baisse des coûts d'emprunt, incitant les agents à s'endetter en devises. L'ensemble de ces éléments s'est manifesté lors des crises de la dette des années 80 en Amérique latine, de la crise Mexicaine en 1995 et dans les crises des pays d'Asie de la fin des années 1990.

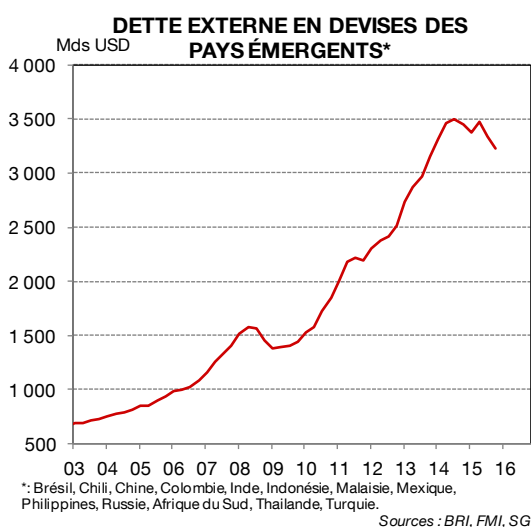
ÉTAT DES LIEUX DE LA DETTE EXTERNE EN DEVISES : UN ENDETTEMENT QUI REFLÈTE LE CYCLE DES MATIÈRES PREMIÈRES

A l'image de ces épisodes antérieurs, les politiques monétaires accommodantes des pays développés et le « *super cycle* » des prix des matières premières, au cours de la décennie écoulée, ont eu aussi comme résultat une augmentation significative de la dette externe en devises des pays émergents. Entre 2008 et 2015, la dette externe en devises des pays émergents (qui comprend, d'une part, la dette obligataire en devises émise par une contrepartie définie par sa nationalité, et d'autre part, les crédits bancaires internationaux en devises) est passée de 1 100 milliards de dollars à près de 3 400 milliards. En effet, les politiques monétaires prolongées de taux zéro des pays développés couplées aux programmes d'achats d'actifs, se sont traduites par une hausse de la liquidité dans le système financier et une compression des rendements des actifs des pays développés. Cet environnement, a incité les agents financiers à investir dans les pays émergents, où les rendements étaient plus élevés.

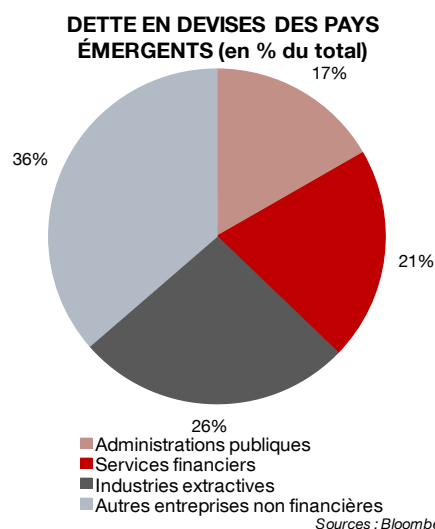
Les politiques monétaires accommodantes des pays développés ont coïncidé avec des taux d'intérêt plus élevés dans les pays émergents, une période d'appréciation des monnaies émergentes et une demande croissante d'investissement liée, en partie, au cycle haussier des prix matières premières. Parallèlement, ce dernier a permis un relâchement des contraintes d'endettement des pays émergents, en augmentant la valeur des collatéraux. C'est la conjonction de ces facteurs qui a conduit à la hausse de la dette externe en devises des pays émergents.

ENCADRE 1 – QU'EST-CE QUE LA DETTE EXTERNE ?

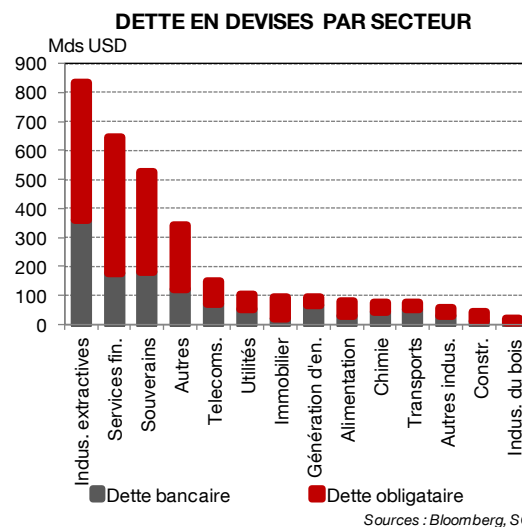
- Nous entendons par **dette externe**, toute dette due par des emprunteurs d'un pays (États, banques, entreprises) à des créanciers extérieurs (banques, fonds d'investissement, États, organismes multilatéraux). Cette dette peut prendre la forme d'un prêt classique ou d'une obligation.
- La dette externe peut être libellée dans une devise autre que celle du pays émetteur. Il s'agit, en général, des devises les plus importantes en termes de profondeur du marché comme le dollar, l'euro ou le yen. La dette externe peut aussi être libellée dans la monnaie du pays de l'émetteur dans la mesure où le marché financier local est ouvert aux investisseurs étrangers.
- **Dans le cas où la dette est libellée en devises étrangères**, l'émetteur fait face à un risque de change. Si la monnaie du pays de l'émetteur venait à se déprécier contre le dollar par exemple, la charge de la dette augmenterait instantanément augmentant ainsi le risque de défaut de l'emprunteur.
- **Si la dette est libellée en monnaie locale**, l'emprunteur fait face à un risque de taux. Ce dernier est plus gérable que le risque de change qui a un impact immédiat sur le service de la dette et le principal.
- Dans cette note, nous nous concentrons sur l'étude de la **dette externe libellée en devises étrangères**.



(520 milliards et 128 milliards de dollars respectivement).



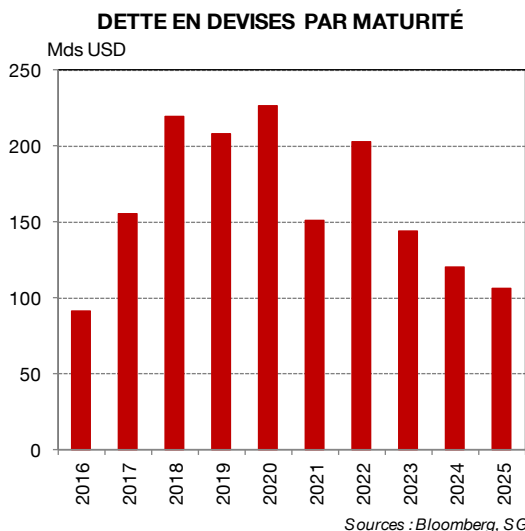
Si l'épisode d'endettement en devises actuel présente les mêmes « origines » que les épisodes précédents, il comporte néanmoins des différences, notamment sur sa composition et sa nature. La première différence concerne les contreparties emprunteuses. En effet, la forte hausse de la dette externe en devises des pays émergents est principalement le fait, cette fois-ci, du secteur privé non financier, contrairement aux épisodes précédents où les secteurs public et bancaire étaient les principaux emprunteurs⁴. Au sein du secteur privé non financier, le secteur des matières premières représente la moitié de l'endettement. En effet, la dette externe en devises du secteur pétrole et gaz s'élevait à 563 milliards de dollars et la dette du secteur minier à 271 milliards. Ceci est le cas de la plupart des pays émergents, sauf en Chine et en Turquie, où la majorité de la dette a été contractée par le secteur financier



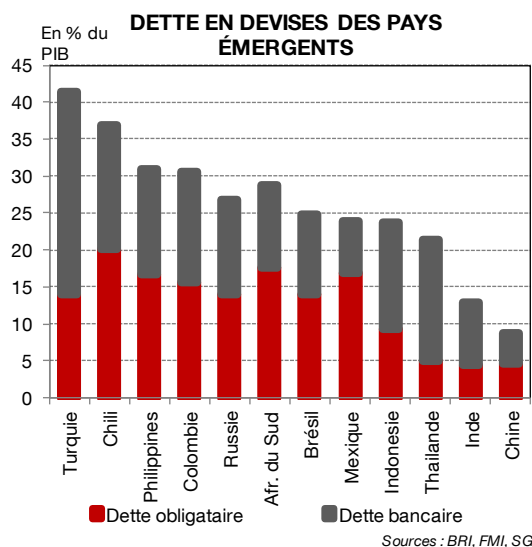
⁴ La dette externe en devises du secteur privé non financier s'élevait fin 2015 à 1 980 milliards de dollars (63% du total) contre 646 milliards pour le secteur financier (20% du total) et 521 milliards pour les administrations publiques (17% du total).

Un autre élément qui différencie l'épisode actuel des épisodes passés est la maturité de la dette externe, qui a eu tendance à s'allonger. En effet, tous secteurs et pays confondus, 70% du total de cette dette arrive à

maturité dans 5 ans et plus. Dans les années 90, cette part était inférieure à 50%. De ce fait, les risques d'accès aux marchés et de hausse des taux d'intérêt lors des refinancements sont moins importants que dans les années 90.

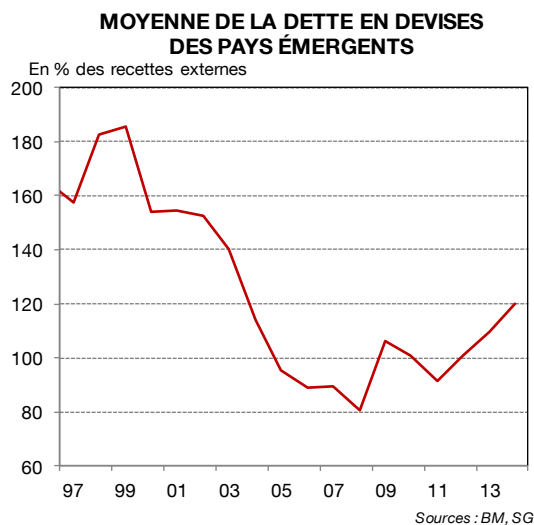


Une dernière différence avec le passé est que la majorité de la dette contractée l'a été faite sous forme d'obligations et non pas de crédits bancaires. En effet, à fin 2015, l'encours de la dette obligataire en devises est de 1 930 milliards de dollars contre 1 220 milliards pour les crédits bancaires internationaux en devises. Cette tendance reflète principalement le phénomène de désintermédiation financière en cours depuis 2009⁵, avec le recul progressif du secteur bancaire dans le financement international en faveur des fonds d'investissement. Par pays, la Thaïlande, la Turquie, l'Inde, et l'Indonésie sont les pays où le financement international par crédit bancaire reste majoritaire, avec une part supérieure à 60% du total de leur dette externe en devises. De l'autre côté, le Mexique est le pays qui s'est le plus financé par dette obligataire, celle-ci représentant 70% de sa dette en devises.



RISQUES DE CRISES SECTORIELLE OU DE CROISSANCE PLUTÔT QUE DE CRISES DE BALANCE DE PAIEMENTS

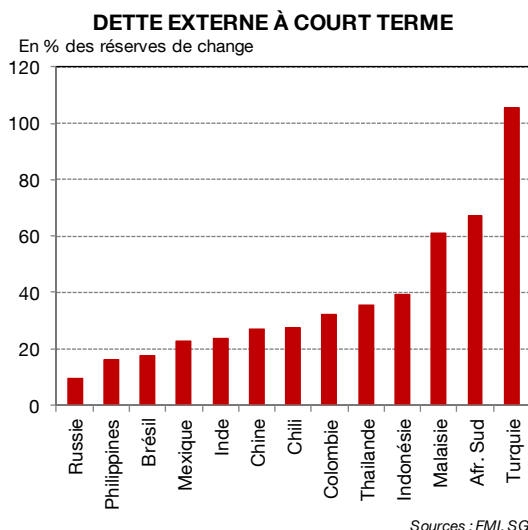
Le risque que ce nouvel épisode de hausse de l'endettement externe en devises ne débouche sur une crise financière systémique ou de balance des paiements nous paraît, toutefois, plus limité que par le passé pour plusieurs raisons. Premièrement, en dépit de leurs taux de progression rapides, les dettes externes en devises exprimées en pourcentage du PIB demeurent à des niveaux relativement modérés. Celles-ci s'élèvent à 28% du PIB au Brésil (contre 42% en 2002), 25% du PIB au Mexique (contre 50% en 1995) et 8% du PIB en Chine. Par rapport aux recettes externes⁶, ratio qui mesure la capacité d'un pays à dégager des revenus en devises pour faire face à ses engagements en devises, la dette externe en devises se situe pour la majorité des pays bien en dessous des niveaux des années 90 et 2000.



⁵ « Financial disintermediation in international markets and global banks funding model »; Serena Garralda; 2014

⁶ Exportations de biens et services, revenus d'intérêts, et envois des travailleurs émigrés

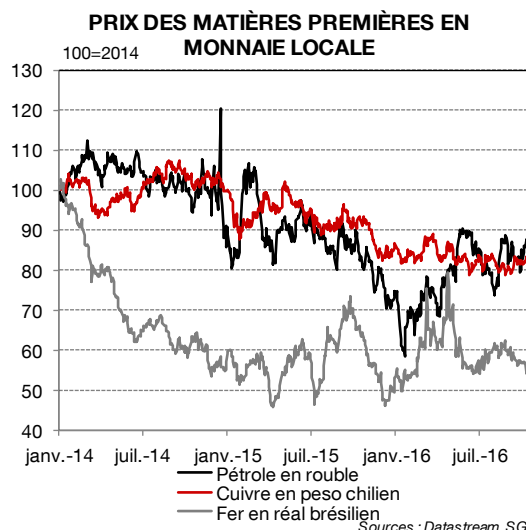
Deuxièmement, la plupart des pays émergents dispose de fondamentaux macroéconomiques solides qui leur permettent de faire face à des dépréciations importantes de leurs devises et à des hausses des coûts de financements. En particulier, la plupart d'entre eux disposent de réserves de change importantes qui leur permettent de couvrir la totalité de leurs besoins de financement externe à court terme, en cas de stress important et ce quelque soit leur régime de change.



Troisièmement, comme déjà souligné, les secteurs publics et bancaires sont relativement peu endettés en devises, réduisant ainsi la probabilité de crise systémique associée aux défauts de ces secteurs. En effet, un défaut souverain a des effets en cascade sur tous les secteurs (banques détentrices de titres publics, fournisseurs, salaires et retraites du secteur public, investissement public). De même, une crise bancaire coupe les circuits de financement, se traduisant aussi par des défauts en cascade. Au cours des années 2000, plusieurs États de pays émergents ont réussi à émettre en monnaie locale à long terme, s'affranchissant ainsi du « *péché originel* »⁷. Par ailleurs, une majorité des pays émergents ont mis en place diverses mesures macro-prudentielles, dans le but de diminuer les déséquilibres de devises du secteur bancaire.

Enfin, comme indiqué précédemment, la plus grande partie la dette externe en devises a été contractée par le secteur des matières premières. Or, ce secteur est moins sensible aux problématiques de déséquilibre bilanciel en devises : une partie significative de ses revenus est justement libellée en devises. Il est vrai, néanmoins, que la baisse des prix des matières premières a constitué un choc pour les pays producteurs, mais celui-ci a été en partie compensé

par la dépréciation concomitante des taux de change, permettant de soutenir les revenus exprimés en monnaie locale. Ce secteur fait plutôt face à une problématique commune à tous les pays producteurs des matières premières dont la dynamique d'investissement et d'endettement passée s'est faite sur des cours anticipés bien plus élevés qu'actuellement. De ce point de vue, l'investissement dans ce secteur pourrait se trouver entravé à l'avenir.



Les secteurs qui pourraient se trouver en difficulté en cas de hausse de la volatilité des taux change et des coûts de financement sont ceux qui ont peu (ou pas) de revenus en devises, plus spécifiquement les secteurs non exportateurs, comme les télécommunications ou les utilities.

Compte tenu du rôle important joué par tous ces secteurs dans les pays émergents, leur difficulté de financement pourrait se traduire par une période prolongée de moindre investissement et donc de plus faible croissance potentielle. Au final, le risque est donc davantage un affaiblissement persistant de la croissance potentielle des économies émergentes endettées, plutôt qu'une crise financière brutale et systémique.

⁷ *Emerging Markets Local Currency Debt and Foreign Investors, World Bank Group, 2014*

NUMÉROS PRÉCÉDENTS ECONOTE

- N°33 Dette publique américaine : Vers un financement de plus en plus interne et privé**
Amine TAZI, Clémentine GALLÈS (Septembre 2016)
- N°32 Estimation de l'impact sur l'économie mondiale d'un ralentissement chinois**
Sopanha SA, Théodore RENAULT (Juillet 2016)
- N°31 Un secteur privé en meilleure santé financière, malgré sa dette accrue**
François LETONDU (Juin 2016)
- N°30 Un monde sans inflation**
Marie-Hélène DUPRAT (Mars 2016)
- N°29 Taux d'intérêt bas : la « nouvelle norme » ?**
Marie-Hélène DUPRAT (Septembre 2015)
- N°28 La zone euro face à une stagnation séculaire ?**
Marie-Hélène DUPRAT (Mars 2015)
- N°27 Pays émergents producteurs de pétrole : quels sont les pays vulnérables à la baisse du prix du pétrole ?**
Régis GALLAND (Juillet 2015)
- N°26 Allemagne : Pas un bazar mais une industrie**
Benoît HEITZ (Janvier 2015)
- N°25 Zone euro : la crise est-elle terminée ?** Marie-Hélène DUPRAT (Septembre 2014)
- N°24 Zone euro : financement des entreprises par les marchés : un développement inégal au sein de la zone euro**
Clémentine GALLÈS, Antoine VALLAS (Mai 2014)
- N°22 La zone euro est-elle dans la trappe à liquidité ?**
Marie-Hélène DUPRAT (Novembre 2013)
- N°21 Hausse de la dette publique au Japon : jusqu'à quand ?**
Audrey GASTEUILL (Novembre 2013)
- N°20 Pays-Bas : à la périphérie du cœur**
Benoît HEITZ (Septembre 2013)
- N°19 États-Unis : Un exportateur de gaz naturel liquéfié**
Marc-Antoine COLLARD (Juin 2013)
- N°18 France : Pourquoi le solde des paiements courants se dégrade-t-il depuis plus de 10 ans ?**
Benoît HEITZ (Juin 2013)
- N°17 Indépendance énergétique des États-Unis**
Marc-Antoine COLLARD (Mai 2013)
- N°16 Pays développés : Qui détient la dette publique ?**
Audrey GASTEUILL-ROUGIER (Avril 2013)
- N°15 Chine : Débat sur la croissance**
Olivier DE BOYSSON, Sopanha SA (Avril 2013)
- N°14 Chine : Prix immobiliers : l'arbre ne doit pas cacher la forêt**
Sopanha SA (Avril 2013)
- N°13 Le financement de la dette des États : vecteur de (dés-)intégration de la zone euro ?**
Léa DAUPHAS, Clémentine GALLÈS (Février 2013)

ÉTUDES ÉCONOMIQUES

CONTACTS

Olivier GARNIER

Chef économiste du Groupe
+33 1 42 14 88 16
olivier.garnier@socgen.com

Olivier de BOYSSON

Chef économiste Pays Émergents
+33 1 42 14 41 46
olivier.de-boysson@socgen.com

Marie-Hélène DUPRAT

Conseiller auprès du chef économiste
+33 1 42 14 16 04
marie-helene.duprat@socgen.com

Ariel EMIRIAN

Macroéconomie / Pays CEI
+33 1 42 13 08 49
ariel.emirian@socgen.com

Clémentine GALLÈS

Analyse macrosectorielle
+33 1 57 29 57 75
clementine.galles@socgen.com

François LETONDU

Macroéconomie / Zone euro
+33 1 57 29 18 43
francois.letondu@socgen.com

Constance BOUBLIL-GROH

Europe Centrale et Orientale
+33 1 58 98 98 69
constance.boublil-groh@socgen.com

Aurélien DUTHOIT

Analyse macrosectorielle
+33 1 58 98 82 18
aurélien.duthoit@socgen.com

Juan Carlos DIAZ MENDOZA

Amérique Latine
+33 1 57 29 61 77
juan-carlos.diaz-mendoza@socgen.com

Marc FRISO

Afrique Subsaharienne
+33 1 42 14 74 49
marc.friso@socgen.com

Nikolina NOPHAL BANKOVA

Analyse macrosectorielle
+33 1 58 98 89 09
nikolina.nophal-bankova@socgen.com

Emmanuel PERRAY

Analyse macrosectorielle
+33 1 42 14 09 95
emmanuel.perray@socgen.com

Sopanha SA

Asie
+33 1 58 98 76 31
sopanha.sa@socgen.com

Danielle SCHWEISGUTH

Europe de l'Ouest
+33 1 57 29 63 99
danielle.schweisguth@socgen.com

Mathieu NOGUÈS

Assistant économiste
+33 1 58 98 79 50
mathieu.nogues@socgen.com

Isabelle AIT EL HOCINE

Assistante
+33 1 42 14 55 56
isabelle.ait-el-hocine@socgen.com

Yolande NARJOU

Assistante
+33 1 42 14 83 29
yolande.narjou@socgen.com

Sigrid MILLEREUX-BEZIAUD

Documentaliste
+33 1 42 14 46 45
sigrid.millereux-beziaud@socgen.com

Mathieu NOGUÈS

Édition
+33 1 58 98 79 50
mathieu.nogues@socgen.com

Société Générale | Études Économiques | 75886 PARIS CEDEX 18
www.societegenerale.com/nos-metiers/etudes-economiques
Tél : +33 1 42 14 55 56 — Tél : +33 1 42 13 18 88 – Fax : +33 1 42 14 83 29

Ce document reflète l'opinion du seul département des études économiques de la Société Générale à la date de sa publication. Il ne reflète pas nécessairement les analyses des autres départements ou la position officielle de la Société Générale ou de l'une de ses entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble, ci-après dénommé « Société Générale »). Il ne constitue pas une sollicitation commerciale et a pour seul objectif d'aider les investisseurs professionnels et institutionnels et eux seuls, mais ne dispense pas ceux-ci d'exercer leur propre jugement.

La Société Générale ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. La Société Générale ne saurait donc engager sa responsabilité, au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans ce document qui est, par ailleurs, susceptible d'être modifié à tout moment et sans notification.

La Société Générale est susceptible 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. La Société Générale, ses dirigeants ou employés, peuvent avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de tout émetteur mentionné dans ce document ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de ce(s) émetteur(s).

À l'intention des lecteurs en dehors de France : ce document, et les valeurs mobilières qui y sont discutées, peuvent ne pas être distribués ou vendus dans tous les pays ou à certaines catégories d'investisseurs.