

# ECONOTE

## Société Générale

Service des études économiques et sectorielles

### ASIE : CROISSANCE FRAGILISEE FACE A LA GUERRE COMMERCIALE

— Les tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis constituent un risque majeur pour la région d'Asie – orientée vers les exportations. Les économies pourraient être affectées via les chaînes de valeur, la croissance chinoise et la dépréciation compétitive (même si cette dernière est peu probable). Seule l'Inde est moins concernée.

— Les conditions de financement externe se sont déjà resserrées. Elles risquent de l'être davantage. De plus, la crise du taux de change en Turquie fait monter l'aversion au risque émergent.

— Face à ces risques externes, les économies asiatiques seraient très exposées à un ralentissement du commerce, mais relativement solides en cas de choc financier, à quelques exceptions près.

#### Asie émergente et les risques externes

	CH	IN	KO	TW	MY	ID	TH	PH	VI
<b>Tensions commerciales</b>									
Via chaînes de valeur	0	-	-	-	-	0	0	0	0
Ralentissement chinois	0	-	-	-	-	-	-	-	-
Dépréciation compétitive	0	-	-	-	-	0	0	-	-
<b>Resserrement des conditions financières externes</b>									
Solde courant	+	-	+	+	0	-	+	0	+
Réserves de change / imports	+	+	+	+	+	+	+	+	-
Réserves de change / dettes de court terme	+	+	+	+	0	+	+	+	+
Dettes libellées en devises du gouvernement	0	0	0	//	0	-	0	-	//
Dettes libellées en devises des ent. non financières	0	0	0	//	-	-	0	//	//
Dettes libellées en devises des ménages	0	0	0	//	0	0	0	//	//
Dettes externes des banques	0	0	0	//	-	0	0	0	0
Expositions du marché actions aux non-résidents	0	0	0	//	//	0	0	0	//
Expositions du marché obligataire aux non-résidents	0	-	0	//	-	-	0	-	//

Notes: "+" signifie impact positif, "-" impact négatif et "0" neutre. "//" indique l'absence de données comparables.

**Bei XU**  
+33 1 58 98 23 14  
bei.xu@socgen.com

L'Asie émergente est la région ayant connu la croissance la plus élevée au monde de façon quasi-constante depuis 1980. Les différents épisodes de tension n'ont guère changé la situation. Aujourd'hui les incertitudes s'accumulent de nouveau, à savoir la montée de tensions commerciales, le durcissement des conditions de financement externe et la montée de l'aversion au risque émergent suite à la crise du taux de change en Turquie.

Nous proposons de passer en revue la situation des économies asiatiques afin d'évaluer leur résilience et/ou fragilité face à ces facteurs de risques.

## I – RISQUE DE TENSIONS COMMERCIALES EN ESCALADE

Les mesures effectives des Etats-Unis contre la Chine consistent à imposer un tarif douanier de 25% sur les importations américaines d'acier et de 10% sur celles de l'aluminium depuis le 23 mars, un tarif douanier de 25% sur une première liste de 34 milliards d'importations américaines en provenance de Chine depuis le 7 juillet et depuis le 23 août sur une deuxième liste de 16 milliards. Des mesures de rétorsion d'ampleur équivalente sont mises en place par la Chine vis-à-vis des Etats-Unis.

Bien qu'il ne s'agisse que d'une fraction encore réduite du commerce mondial, le durcissement des déclarations de la part des Etats-Unis ainsi que la réaction ferme de la part de la Chine ont nourri des incertitudes quant à l'évolution de la relation commerciale sino-américaine. En effet, l'USTR – le bureau du représentant américain au commerce a publié une liste de biens à hauteur de 200 milliards de dollar soumis à un tarif de 25% et dont la date d'exécution est encore à déterminer ; le président américain a ensuite déclaré le 18 juin qu'il faudrait taxer 200 milliards supplémentaires d'importations en provenance de Chine et enfin dernièrement le 20 juillet, le montant que D.Trump menace de taxer s'élève à 500 milliards de dollars, soit le total des importations américaines venant de Chine.

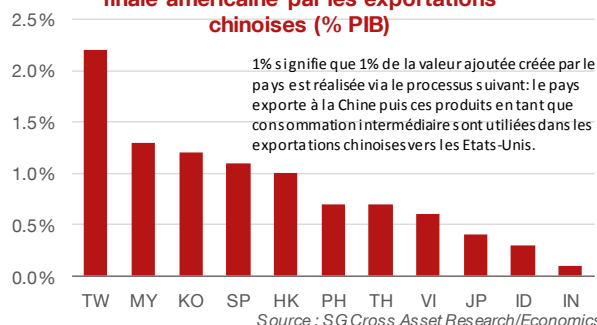
### LES ECONOMIES LIEES A LA CHINE PAR LES CHAINES DE VALEUR SONT LES PLUS TOUCHEES

L'impact immédiat de la montée de tensions commerciales passe par les chaînes de valeur (*global value chain*) déployées en Asie. Une baisse du volume d'exportations serait particulièrement visible chez certaines économies asiatiques à savoir la Chine, puis par ricochet Taiwan, la Malaisie et la Corée du Sud (graphique 1).

A contrario, l'Inde, de par sa faible intégration économique avec la Chine et la région du Sud-Est

asiatique, serait la moins concernée par ce risque. Le Vietnam et le Japon auraient une exposition moindre aux tensions commerciales Chine-Etats-Unis, malgré leur forte dépendance des exportations. Le Vietnam, intégré dans la chaîne de production, se retrouve peu à peu à la fin des chaînes de valeur et le Japon, très en amont, a déjà diversifié les sites de production en Asie.

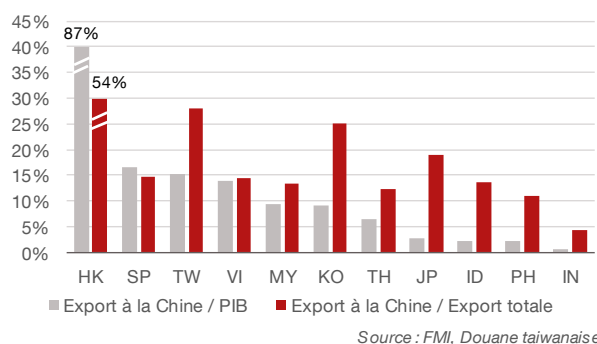
**Graphique 1. Exposition du PIB à la demande finale américaine par les exportations chinoises (% PIB)**



### LA CROISSANCE DES PAYS SERAIT AFFECTEE EN CAS DE RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE CHINOISE

Si les tensions commerciales se multipliaient et entraînaient une chute importante de la croissance chinoise, les exportateurs ayant une exposition élevée au marché chinois verraient leurs croissances affectées (graphique 2).

**Graphique 2. Exportations à la Chine**



### UNE FORTE DEPRECIATION DU RMB NE SERAIT PAS SOUHAITABLE ET RESTE PEU PROBABLE

Si les tensions commerciales devenaient virulentes, la Chine pourrait être tentée à faire déprécier le RMB. Mais elle devrait gérer le risque de sortie des capitaux à l'instar de l'épisode de 2015-2016. De même, la dépréciation du RMB enregistrée depuis juin est davantage liée à la faiblesse de l'économie chinoise plutôt qu'une réponse délibérée aux tensions commerciales (encadré 1). Car une crise de confiance du RMB viendrait à l'encontre de plusieurs objectifs des autorités chinoises (stabilité financière, internationalisation du RMB...).

**ENCADRE 1 – LA DEPRECIATION DU RMB EST DAVANTAGE LIEE A LA FAIBLESSE DE L'ECONOMIE CHINOISE**

Le RMB s'est déprécié de 7% contre USD depuis mi-juin. Cette dépréciation reflète d'abord les incertitudes qui pèsent sur la croissance chinoise. La politique de désendettement menée depuis ces dernières années s'est traduite par une réduction de l'accès des entreprises aux sources financières, suivie d'une hausse des défauts. Face à la montée du risque financier et à la tension commerciale avec les Etats-Unis, la PBoC tend maintenant à assouplir la politique monétaire. Le taux du marché interbancaire baisse tendanciellement depuis le début d'année, et de façon plus affirmée depuis juin. La divergence croissante entre les politiques monétaires des Etats-Unis (en phase de durcissement) et de la Chine (en phase de détente) explique ainsi la faiblesse du RMB depuis le mois de mars. Récemment, le RMB était aussi affecté par les turbulences des changes provoquées par la très forte dépréciation de la livre turque. Même si la dépréciation du RMB semble « opportune » car elle compense la hausse des tarifs douaniers américains, elle peut aussi être à l'origine d'un risque de confiance dans un contexte de croissance affaiblie. La dépréciation pourrait alors prendre une ampleur difficile à contenir. Face à un tel risque, en août, la PBoC 1/ a mis en place des mesures visant à augmenter le coût des positions de marché anticipant une dépréciation du change, 2/ a introduit un élément contra-cyclique dans le *fixing* quotidien du taux de change à l'ouverture du RMB.

La dépréciation compétitive de la part de la Chine est donc un scénario de risque. Elle entraînerait une dépréciation en escalade de plusieurs monnaies asiatiques car la Chine est soit un marché trop important pour les économies asiatiques soit une concurrence de taille pour ces dernières sur les marchés tiers.

**Tableau 1. Avantage comparatif des exportations comparé à la Chine**

	IN	KO	MY	ID	TH	PH	VI	JP	HK	SP
Produits alimentaires	0	x	0	0	0	0	0	x	0	0
Minéraux	0	x	0	0	0	0	0	x	x	x
Produits chimiques	0	0	x	x	x	x	x	0	x	0
Plastique et caoutchou	x	0	0	0	0	x	x	0	x	0
Textile et habillement	0	x	x	x	x	x	0	x	x	x
Métaux	x	x	x	x	x	x	x	0	x	x
Machines, équipements	x	x	x	x	x	0	x	x	x	x
Equipements transport	0	0	x	0	0	x	x	0	x	x
Autres	x	x	x	x	x	x	x	x	0	x

Sources: WITS (2015), Société Générale

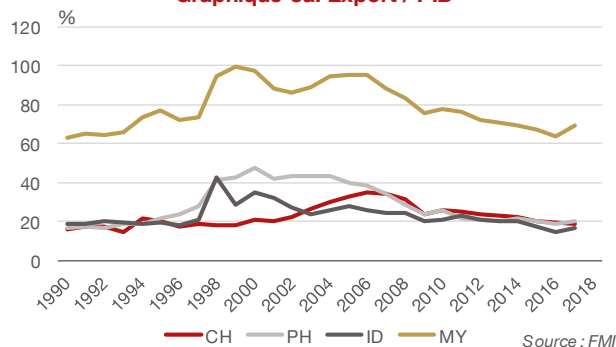
Notes: "x" indique que le pays a un avantage comparatif (revealed comparative advantage) similaire à la Chine pour un secteur donné ; "0" indique que le pays a un avantage comparatif significativement au-dessus ou en-dessous de la Chine, il ne sera pas lourdement impacté par une dépréciation

Le tableau 1 recense la similitude des pays avec la Chine en termes d'avantage comparatif dans différents secteurs. Beaucoup d'économies exportatrices disposent d'un avantage comparatif proche de celui de la Chine dans plusieurs secteurs. C'est le cas pour la Corée du Sud, la Malaisie, les Philippines, et le Vietnam<sup>1</sup>. Les exportations taiwanaises, très similaires à celles de la Corée seraient également affectées. Les monnaies de ces économies auraient tendance à suivre la dépréciation compétitive. Cela générerait des déséquilibres macro-financiers surtout chez les pays qui représentent déjà des fragilités à l'appréciation du dollar (c'est en particulier le cas de la Malaisie qui est analysée plus loin).

**Les pays ayant un degré d'ouverture faible seront plus résilients**

La résilience au choc dépend de celle de la demande domestique de chaque pays. Depuis la crise asiatique, au cours de ces 20 ans, ces économies ont continué à poursuivre une stratégie de développement orientée vers les exportations. A partir de la crise Lehman, seuls quelques grands pays ont progressivement réduit l'importance des exportations pour leurs économies. La plupart ont maintenu un taux d'ouverture stable. Mais celui du Vietnam a rapidement accru, en raison de son développement basé sur les IDEs et le commerce extérieur. La région demeure donc globalement fragile face au choc de demande externe. C'est particulièrement le cas du Vietnam, de la Malaisie, de Taiwan, de la Thaïlande et de la Corée du Sud (graphiques 3a/b).

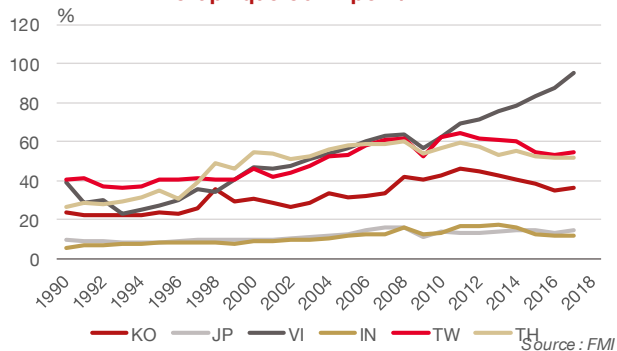
**Graphique 3a. Export / PIB**



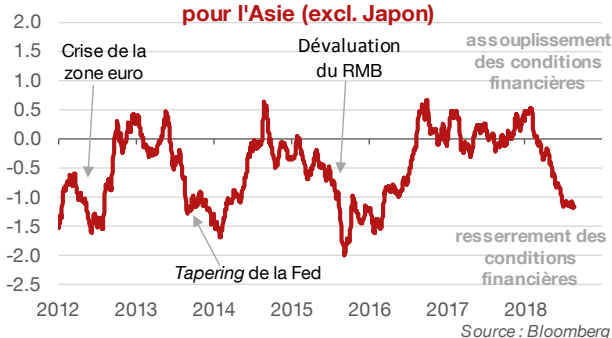
<sup>1</sup> Hong Kong et dans une moindre mesure Singapour présentent des avantages comparatifs très proches de la Chine également,

mais cela est dû à leur statut comme lieux de transit du commerce international.

Graphique 3b. Export / PIB



Graphique 4 Indice de conditions financières pour l'Asie (excl. Japon)



## II – RISQUE DE RESSERMENT EXCESSIF DES CONDITIONS FINANCIERES INTERNATIONALES

Le resserrement des conditions financières internationales est un risque majeur pour les pays émergents ayant recours au financement international, il s'agit du risque de « *sudden stop* ».

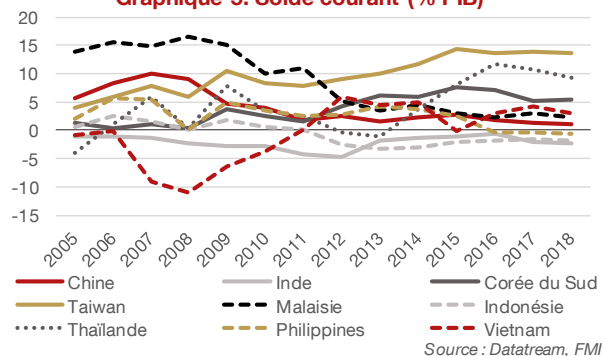
L'indice de conditions financières externes<sup>1</sup> montre un resserrement depuis février 2018 (graphique 4). Après être resté proche du niveau normal d'avant crise entre mi-2016 et fin 2017, l'indicateur s'en écarte de nouveau, à l'image de la période suivant la réduction du programme d'achats de la Fed et la dévaluation du RMB.

Cette détérioration des conditions de financement en Asie émergente semble refléter les impacts de normalisation des politiques monétaires et l'incertitude concernant l'évolution des tensions commerciales. Ce mouvement risque d'être accentué si les incertitudes s'intensifient.

Nous nous focalisons sur les différents indicateurs afin de voir plus précisément la résilience et/ou la fragilité des pays asiatiques face au resserrement des conditions de financement (retrait des capitaux, appréciation du dollar et hausse du taux américain).

La plupart d'entre eux disposent d'un solde courant positif de façon structurelle (graphique 5).

Graphique 5. Solde courant (% PIB)



Nous notons l'amélioration importante du solde courant du Vietnam qui est passé de -10% en 2018 à 3% du PIB actuellement. L'Inde et l'Indonésie ont également réduit leur déficit courant jusqu'à autour de 2%. Cependant, la Malaisie a vu son excédent courant diminuer significativement, de 15% à 3% en 10 ans, en concomitance avec la baisse du poids des exportations dans le PIB. Les Philippines ont aussi connu une dégradation du solde courant qui devient négatif depuis 2016.

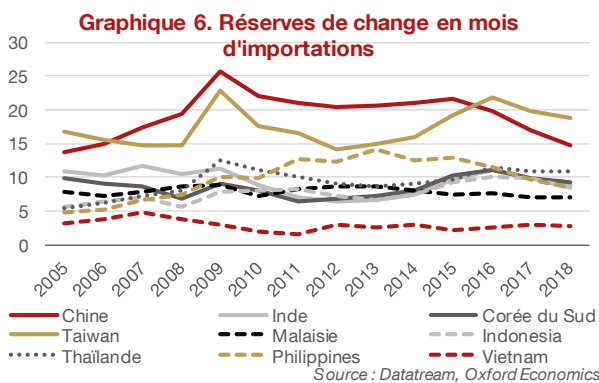
**Les pays asiatiques ont quasiment tous constitué des réserves de change à un niveau élevé** (graphique 6).

Elles couvrent bien plus que 3 mois d'importations – utilisé comme référence. Seul le Vietnam présente une situation mitigée<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Cet indice Bloomberg mesure la déviation d'un ensemble d'indicateurs par rapport à la normale. Il prend en compte les taux monétaires, les spreads des marchés obligataires, les indices boursiers et l'indicateur de carry trade.

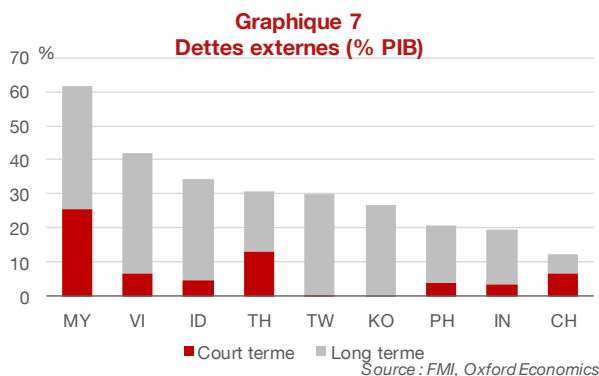
<sup>2</sup> Le Vietnam a amélioré sa balance courante, devenue positive en 2011. Cependant, malgré la hausse rapide du montant des

réserves de change, ces dernières n'arrivent pas à suivre le rythme de hausse des importations. Afin d'accompagner la forte croissance, les importations (des biens de capitaux et de consommation) ont doublé de 2012 à 2017.



A cela se rajoute les lignes de swap multilatéral (240 milliards de dollar) prévues par l'Initiative de Chiangmai au sein de l'ASEAN + 3 (Chine, Japon et Corée du Sud). Suite à la crise asiatique, cette initiative a été conçue et établie afin d'aider les pays membres à faire face aux besoins de liquidités en dollar. L'Asie émergente pourrait ainsi rester résiliente même en cas de choc important.

**La plupart des pays ont une dette externe inférieure à 30% du PIB et la part des dettes à court terme est faible (graphique 7).**

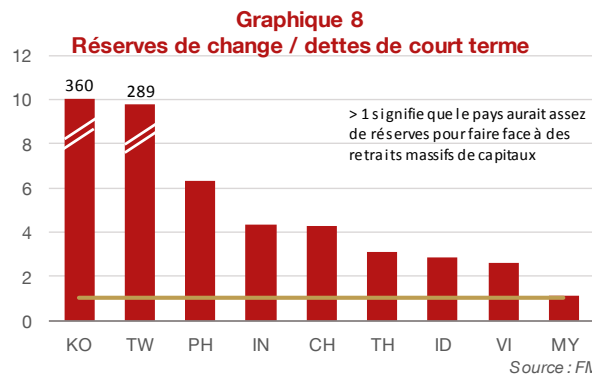


Le Vietnam et la Malaisie sont les pays les plus endettés vis-à-vis de l'extérieur. Si le Vietnam a surtout contracté des dettes de long terme dont des dettes concessionnelles à taux faible, la situation de la Malaisie expose le pays à un plus grand risque que les autres pays asiatiques.

En effet, les dettes externes sont supérieures à 60% du PIB en Malaisie, avec presque deux tiers libellées en monnaies étrangères (principalement en dollar) et plus de 40% constituées de dettes de court terme (10% de dettes de court terme sont des dépôts des non-résidents).

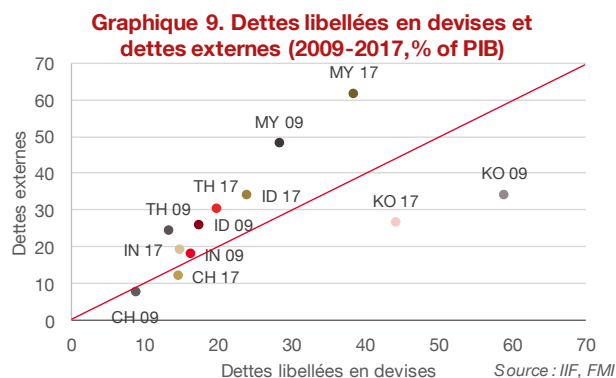
De plus, malgré un excédent courant équivalent à 3% du PIB, celui-ci était en baisse constante par rapport à un niveau représentant 15% en 2008-2009. Les réserves

de change couvrent actuellement 1,1 fois les dettes externes de court terme du pays (graphique 8), le plus faible ratio de la région<sup>1</sup>.



**Les pays ayant des dettes libellées en dollar sont exposés à une hausse du coût de leur endettement. Certains pays et certains secteurs économiques sont plus exposés que d'autres.**

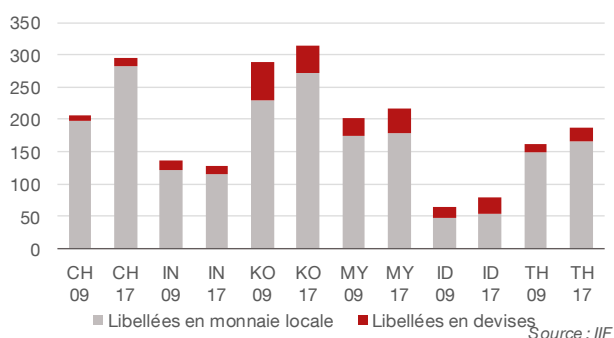
Les pays émergents s'endettent plus facilement, notamment en leurs propres monnaies. Le niveau de dettes externes (vis-à-vis des non-résidents) est en général supérieur à celui des dettes libellées en devises (graphique 9). Ces dernières sont relativement faibles en Asie émergente comparées à la taille des économies (graphique 10). La Corée du Sud et la Malaisie auraient pourtant un degré de sensibilité élevé à une appréciation du dollar compte tenu de leurs stocks de dettes libellées en devises. Notons cependant qu'en raison de sa politique macro-prudentielle, la Corée du Sud a baissé son niveau d'endettement vis-à-vis des non-résidents et celui en devises alors que quasiment tous les autres pays en ont augmenté le leur.



<sup>1</sup> Rappelons que la règle Guidotti Greenspan recommande que ce ratio (réserves de change / dettes externes de court terme)

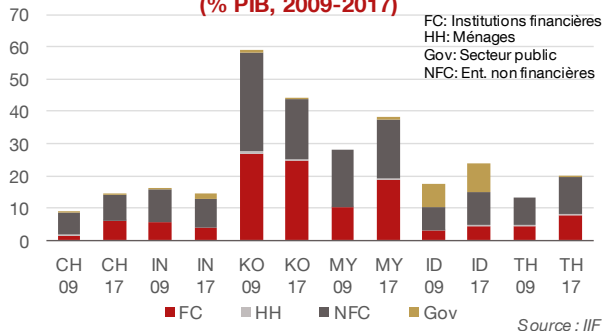
soit supérieur à 1, le pays aurait tout de même suffisant de réserves pour faire face aux retraits de capitaux massifs.

Graphique 10. Dettes en % du PIB (2009-2017)



Les dettes libellées en devises sont principalement concentrées sur les entreprises non financières et financières (graphique 11). Le secteur public d'Asie émergente s'endette relativement facilement en monnaies locales. L'Indonésie est l'exception. Ses dettes libellées en devises sont relativement élevées en proportion du stock de dettes, principalement dû à l'endettement public et celui des entreprises non financières.

Graphique 11. Dettes libellées en devises (% PIB, 2009-2017)



En Malaisie, le niveau de dette publique est élevé (proche de 55% du PIB), mais peu sensible à l'appréciation du dollar, étant libellée en monnaie locale. En revanche, ses institutions financières et ses entreprises ont émis à hauteur de 37% du PIB des dettes libellées en devises. Ceci rend l'intermédiation financière et le financement des entreprises parmi les plus sensibles au dollar de la région.

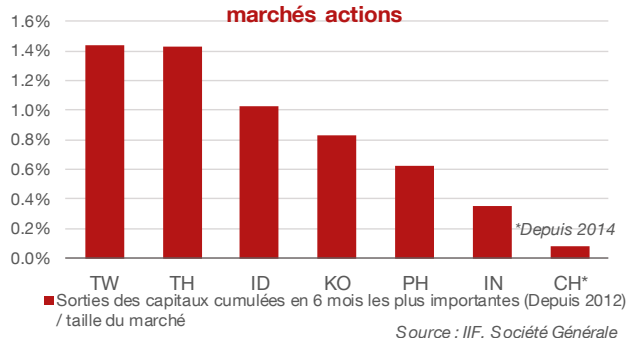
La Malaisie et l'Indonésie, dans une moindre mesure la Corée du Sud sont les plus exposés financièrement au risque d'appréciation du dollar.

**Les flux de portefeuille, par définition plus volatiles, rendent certains marchés financiers plus vulnérables au changement de conditions financières internationales.**

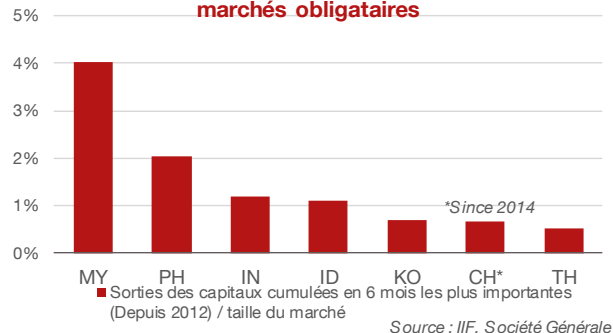
Une détention élevée des titres domestiques par des investisseurs étrangers pourrait être une source de turbulence sur les marchés financiers domestiques, ce qui aurait par la suite des répercussions sur les conditions de financement domestique.

Les marchés de capitaux sont exposés de façon différente au comportement des investisseurs internationaux en Asie émergente (graphiques 12a/b). D'abord, les flux sortants des marchés actions d'Asie émergente sont plus modérés que ceux des marchés obligataires lorsque l'on regarde les pics de sortie de capitaux par rapport à la taille des marchés locaux. Deuxièmement, sur les marchés actions, la Thaïlande, Taiwan, l'Indonésie, et la Corée du Sud sont les plus exposés aux fluctuations des capitaux internationaux. Troisièmement, l'impact des sorties de capitaux est bien plus important sur les marchés obligataires. C'est le cas de la Malaisie et des Philippines dont les conditions de financement peuvent être plus particulièrement affectées.

Graphique 12a. Sorties des capitaux des marchés actions



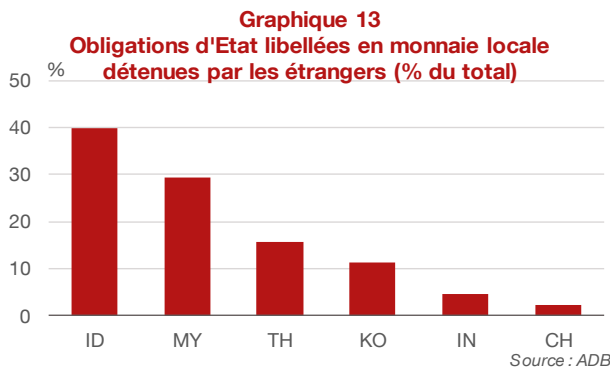
Graphique 12b. Sorties des capitaux des marchés obligataires



Le risque de fluctuation des flux de capitaux peut également se traduire par une pression importante d'ajustement de taux d'intérêt ou de taux de change. Par exemple en Indonésie, la banque centrale a augmenté de 125 pb son taux d'intérêt directeur depuis mi-mai afin de soutenir son taux de change. De la même façon, les Philippines ont augmenté leur taux d'intérêt de 100 pb et l'Inde de 50 pb.

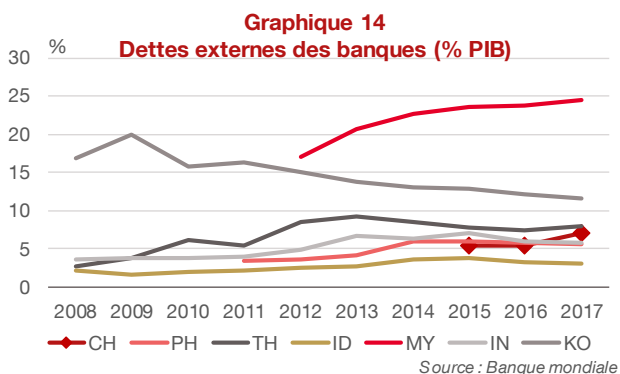
La détention des obligations publiques en monnaie locale par les non-résidents complète l'analyse des flux des capitaux (graphique 13).





Les conditions de liquidité très favorables ont également rendu les banques de la région plus endettées vis-à-vis des non-résidents (graphique 14).

Seule la Corée du Sud a réduit l'endettement externe de ses banques depuis la crise de 2008. Si la hausse des dettes externes des banques reste modérée pour la plupart des pays, la Malaisie est passée de 17% du PIB à 24% du PIB de 2012 à 2017. La détérioration des conditions de financement externe affectera donc l'économie malaisienne.



En cas de resserrement excessif des conditions financières externes, les conditions financières domestiques peuvent devenir plus restrictives si le pays est dépendant du financement externe.

En effet, les taux d'intérêt domestiques sont orientés à la hausse en cas de dépréciation de la monnaie locale : les investisseurs internationaux exigent des rendements plus élevés et/ou le pays pourrait augmenter les taux d'intérêt pour atténuer la pression à la dépréciation du change. L'Indonésie discutée précédemment en offre une illustration. Le pays subit ainsi un double effet de resserrement. Seuls les pays ayant peu de dettes externes et peu de dettes libellées en monnaies étrangères pourraient assouplir la politique monétaire en cas de besoin. La Chine est notamment dans cette configuration mais sa marge de manœuvre est limitée par son stock de dettes locales déjà élevé.

## CONCLUSION

La région d'Asie émergente va devoir faire face d'un côté au risque de montée de tensions commerciales qui affecterait quasiment toutes les économies, et de l'autre au risque de resserrement des conditions financières car certains pays présentent des fragilités par rapport au reste de la région. Cependant, comme la région est relativement résiliente en raison de l'amélioration des fondamentaux (notamment moins dépendante du financement international), ces risques se traduiraient par des ajustements macro-économiques tels que la dépréciation du change et la hausse du taux d'intérêt ayant un impact sur la croissance plutôt que par une crise financière.

### Tableau récapitulatif de l'analyse de fragilité des économies asiatiques face aux risques externes

	CH	IN	KO	TW	MY	ID	TH	PH	VI
<b>Tensions commerciales</b>									
Via chaînes de valeur	0	-	-	-	0	0	0	0	0
Ralentissement chinois	0	-	-	-	-	-	-	-	-
Dépréciation compétitive	0	-	-	-	0	0	0	0	-
<b>Resserrement des conditions financières externes</b>									
Solde courant	+	-	+	+	0	-	+	0	+
Réserves de change / imports	+	+	+	+	+	+	+	+	-
Réserves de change / dettes de court terme	+	+	+	+	0	+	+	+	+
Dettes libellées en devises du gouvernement	0	0	0	//	0	-	0	-	//
Dettes libellées en devises des ent. non financières	0	0	0	//	0	-	0	//	//
Dettes libellées en devises des ménages	0	0	0	//	0	0	0	//	//
Dettes externes des banques	0	0	0	//	0	0	0	0	0
Expositions du marché actions aux non-résidents	0	0	0	0	//	0	0	0	//
Expositions du marché obligataire aux non-résidents	0	-	0	//	-	-	0	-	//

Notes: "+" signifie impact positif, "-" impact négatif et "0" neutre. "//" indique l'absence de données comparables.

La situation des économies face à ces risques se résume comme suit.

### Chine

L'économie chinoise est très peu exposée au financement externe. Les tensions commerciales avec les Etats-Unis constituent le risque majeur qui pèse sur la croissance. Dans un contexte où la croissance ralentit déjà en raison du désendettement, les autorités chinoises sont en train d'ajuster le cap. Les mesures visant à faciliter le financement ont été annoncées en août. Elles ont pour but de préserver la stabilité financière et d'éviter un ralentissement brutal de croissance. En conséquence, le calendrier du désendettement s'est vu rallongé, et le profil du ralentissement lissé. Pour le reste de la région, cela constitue plutôt un effet stabilisateur.

### Inde

Peu concernée par un risque d'aggravation de tensions commerciales, mais le pays est sensible au resserrement des conditions de financement externe. Malgré la réduction du déficit courant jusqu'en 2017, le besoin de financement du secteur public est à l'origine d'un certain nombre de problèmes structurels du pays. En cas de choc externe, le risque est de voir le déficit

courant creuser de nouveau en raison de la dépréciation et de la hausse de prix du pétrole.

#### Corée du Sud

Spécialisée dans les exportations, la Corée du Sud est très exposée à la montée du protectionnisme. En raison de la politique macro-prudentielle, auparavant dépendante du financement en devises, ses entreprises non financières et son secteur bancaire ont significativement réduit l'endettement en devise et l'endettement externe.

#### Taiwan

Taiwan est très exposé au risque de montée des tensions commerciales, les exportations représentant presque deux tiers du PIB. L'économie taiwanaise présente des fondamentaux financiers externes robustes.

#### Malaisie

Le pays dispose encore d'un solde courant positif malgré l'importante baisse depuis la crise Lehman. Cependant, même si le gouvernement malaisien s'endette principalement en monnaie locale, le stock de dettes ne cesse d'augmenter depuis 2008-2009 pour atteindre plus de 50% du PIB. L'endettement externe est l'un des plus élevés de la région (idem pour l'endettement des banques). L'endettement des entreprises en devise est conséquent et contribue à 27% de leur financement. Le marché obligataire du pays est aussi l'un des plus exposés aux retraits de capitaux des investisseurs internationaux. Le pays présente donc un nombre élevé de fragilités face aux risques mentionnés plus haut, nécessitant des ajustements par le taux de change et/ou les taux d'intérêt.

#### Indonésie

En notant l'amélioration des fondamentaux du pays, nous soulignons la relative dépendance de l'endettement en dollar, aussi bien du secteur public que des entreprises non financières. En effet, le niveau d'endettement n'est pas si élevé en pourcentage du PIB comparé aux autres pays de la région, mais les dettes libellées en devises (surtout en dollar) contribuent à 45% de l'endettement des entreprises et à 30% de celui du gouvernement. Avec un solde courant négatif, le pays est le plus sensible à l'appréciation du dollar de notre échantillon d'analyse. En cas de hausse de taux d'intérêt pour défendre le cours de sa monnaie, l'effet du resserrement monétaire est double.

#### Thaïlande

D'un point de vue commercial, l'économie est soumise au même risque que les pays voisins compte tenu de la spécialisation à l'exportation. D'un point de vue financier, même si la situation n'atteint pas encore le niveau de sensibilité que la Malaisie et l'Indonésie,

l'endettement des entreprises en devises représente plus de 20% de leurs dettes, ce qui les rend sensibles à l'appréciation du dollar.

#### Philippines

Les exportations des Philippines ne sont pas tant exposées au marché chinois, mais en cas de dépréciation compétitive, le pays serait quand même impacté compte tenu d'un taux d'ouverture à 20% du PIB. De plus, la réduction puis la disparition de l'excédent courant accentue le risque de financement lié à l'endettement externe libellé en devises de son secteur public et de ses entreprises non financières (proche de 20% du PIB). Ceci accroît la sensibilité du marché obligataire à la volatilité des flux de capitaux, et donc également celle de la monnaie et la contrainte de taux d'intérêt.

#### Vietnam

L'ouverture croissante de l'économie vietnamienne rend le pays vulnérable à une guerre commerciale. Enfin parvenu à dégager un excédent courant, les réserves de change ne progressent cependant pas suffisamment par rapport au besoin croissant des importations. Les fondamentaux devraient se consolider davantage notamment en ce qui concerne les finances publiques.

#### Annexe

Acronymes	
CH	Chine
IN	Inde
KO	Corée du Sud
TW	Taiwan
MY	Malaisie
ID	Indonésie
TH	Thaïlande
PH	Philippines
VI	Vietnam
JP	Japon
HK	Hong Kong
SP	Singapour

#### Lexique

**Dettes externes :** elle réfère à toute dette due par des emprunteurs d'un pays (Etat, banques, entreprises) à des créanciers extérieurs (banques, fonds d'investissement, Etats, organismes multilatéraux). Cette dette peut prendre la forme d'un prêt classique ou d'une obligation.

**Dettes externes en devises (étrangères) :** il s'agit de la dette externe libellée dans une devise autre que celle du pays émetteur, souvent en monnaies dures telles que le dollar, l'euro, le yen etc.. Dans ce cas-là, l'émetteur fait



face à un risque de taux de change. En cas de dépréciation de la monnaie du pays contre les monnaies dures, le service et le principal de la dette augmentent ainsi que le risque de défaut.

**Dettes externes en monnaie locale** : il s'agit de la dette libellée en monnaie du pays émetteur. L'emprunteur fait

face à un risque de taux qui fait augmenter le service de dette.

Dans cette note, la dette libellée en devises (ou en monnaie locale) désigne le total de la dette domestique en devises (ou en monnaie locale) et de la dette externe en devises (ou en monnaie locale).

## NUMÉROS PRÉCÉDENTS ECONOTE

---

- N°40 Politique monétaire : retour à la normale ?**  
*Marie-Hélène DUPRAT (avril 2018)*
- N°39 Le commerce mondial, en marche arrière ?**  
*Marie-Hélène DUPRAT (novembre 2017)*
- N°38 Italie les difficultés des entreprises brident l'investissement et le potentiel de croissance**  
*Danielle SCHWEISGUTH (avril 2017)*
- N°37 Pays « super-âgés » et inflation : étude de cas**  
*Marie-Hélène DUPRAT (Mars 2017)*
- N°36 Logement en Europe : y a-t-il des marchés en surchauffe ?**  
*Emmanuel PERRY (Décembre 2016)*
- N°35 Vieillesse de la population : risque inflationniste ou déflationniste ?**  
*Marie-Hélène DUPRAT (Novembre 2016)*
- N°34 Dette externe des pays émergents : toujours la même chanson ?**  
*Juan Carlos DIAZ MENDOZA (Novembre 2016)*
- 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**  
*Benoit 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°23 Irlande : fin du plan d'aide, et après ?**  
*Benoit HEITZ (Janvier 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**  
*Benoit HEITZ (Septembre 2013)*

# ÉTUDES ÉCONOMIQUES

## CONTACTS

**Michala MARCUSSEN**

Chef économiste Groupe  
+33 1 42 13 00 34  
michala.marcussen@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

**François LETONDU**

Analyse macrosectorielle  
+33 1 57 29 18 43  
francois.letondu@socgen.com

**Claire ABBO**

Analyse macrosectorielle  
+33 1 42 14 19 46  
claire.abbo@socgen.com

**Constance BOUBLIL-GROH**

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

**Juan Carlos DIAZ MENDOZA**

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

**Aurélien DUTHOIT**

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

**Elyas GALOU**

États-Unis et Royaume-Uni  
+33 1 57 29 43 33  
elyas.galou@socgen.com

**Clément GILLET**

Afrique  
+33 1 42 14 31 43  
clement.gillet@socgen.com

**Alan LEMANGNEN**

Zone Euro, France, Allemagne  
+33 1 42 14 72 88  
alan.lemangnen@socgen.com

**Nikolina NOPHAL BANKOVA**

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

**Danielle SCHWEISGUTH**

Zone Euro, Italie, Espagne  
+33 1 57 29 63 99  
danielle.schweisguth@socgen.com

**Edgardo TORIJA ZANE**

Moyen-Orient, Turquie et Asie Centrale  
+33 1 42 14 92 87  
edgardo.torija-zane@socgen.com

**Bei XU**

Asie  
+33 1 58 98 23 14  
bei.xu@socgen.com

**Yolande NARJOU**

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

**Salma DAHIR**

Assistante économiste, Edition  
+33 1 57 29 07 15  
salma.dahir@socgen.com

**Sigrid MILLEREUX-BEZIAUD**

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

# DISCLAIMER

La présente publication reflète l'opinion du département des études économiques et sectorielles de Société Générale S.A. à la date de sa publication. Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif, et ne constitue ni une recommandation d'investissement, ni un conseil en investissement au sens de la réglementation en vigueur. Cette publication n'a aucune valeur contractuelle.

Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation d'une offre en vue de souscrire, d'acheter, de vendre un produit ou d'exécuter une transaction et ne sauraient engager la responsabilité de Société Générale S.A. ou de l'une de ses filiales, dans le respect de la réglementation en vigueur. Si un client de détail ou professionnel, ou une contrepartie éligible obtient cette publication, il ne doit fonder aucune de ses décisions d'investissement uniquement sur cette publication et doit s'efforcer d'obtenir un conseil financier indépendant.

L'exactitude, l'exhaustivité ou la pertinence de l'information tirée de sources externes n'est pas garantie, même si elle provient de sources raisonnablement jugées fiables. Sous réserve de la réglementation en vigueur, Société Générale S.A. n'assume aucune responsabilité à cet égard. Les informations économiques contenues dans ce document sont basées sur des données valables à un moment donné, et qui peuvent donc changer à tout moment.

Société Générale S.A. est un établissement de crédit français agréé et supervisé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (« ACPR »), régulé par l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») et sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (« BCE »),

Société Générale S.A. est aussi agréée par la Prudential Regulation Authority (PRA, Autorité de réglementation prudentielle anglaise) et soumise à la réglementation de la Financial Conduct Authority (FCA, autorité de régulation anglaise) et de la Prudential Regulation Authority. Des détails sur l'étendue de l'agrément et de la supervision par la Prudential Regulation Authority, ainsi que la réglementation applicable par la Financial Conduct Authority sont disponibles sur demande.

Avis aux investisseurs américains : Ce document est émis par des analystes économiques de Société Générale non américains ou des sociétés affiliées sur des études économiques sont uniquement à destination des investisseurs institutionnels américains, conformément à la Règle 15a-6 de la SEC. Toute U.S. Persons souhaitant discuter de ce rapport ou effectuer des transactions doit se rapprocher de SG Americas Securities, LLC. SG Americas Securities LLC a son siège social au 1221 Avenue of the Americas, New York, NY, 10020. (212) 278-6000.

Avis aux investisseurs asiatiques : Ce document est préparé et destiné à être distribué en Asie uniquement à des clients sophistiqués et professionnels. Vous devez donc être qualifié en tant qu'investisseur professionnel, « accrédité », « wholesale », expert ou institutionnel (quelle que soit la définition de ces termes au sein de votre juridiction locale).

La présente publication ne saurait en aucune façon être reproduite (en tout ou partie) ou même transmise à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de Société Générale S.A.

© 2018