



# Risques de contagion en provenance des marchés émergents

■ Comme le souligne le FMI, dans la dernière édition du Rapport sur la stabilité financière dans le monde (RSFM), la transmission des chocs financiers s'est nettement renforcée au cours des vingt dernières années. En particulier, les fluctuations de valeur des actifs des pays émergents expliquent désormais plus d'un tiers des variations des cours des actions et des taux de change des pays avancés.

■ Ces risques de contagion sont davantage imputables à l'intégration financière de ces pays, dont le rôle ne cesse de grandir, qu'à leur part accrue dans les échanges mondiaux. Les secteurs les plus tributaires de financements extérieurs sont plus sensibles à ces effets de contagion ; c'est également le cas des entreprises dont la liquidité est faible ou l'endettement élevé.

■ Outre les risques de contagion dus aux marchés financiers, le rapport montre que les nouvelles inattendues concernant les fondamentaux macroéconomiques des pays émergents (en particulier, la production industrielle chinoise) ont aujourd'hui un impact plus significatif sur les marchés boursiers du monde entier.

■ Ainsi, la transmission des chocs des marchés émergents sur le reste du monde se manifeste aujourd'hui avec plus de force. Une évolution d'autant plus inquiétante que l'endettement des entreprises a nettement augmenté dans les marchés émergents et que plusieurs pays exportateurs de matières premières commencent à pâtir de la chute des cours.

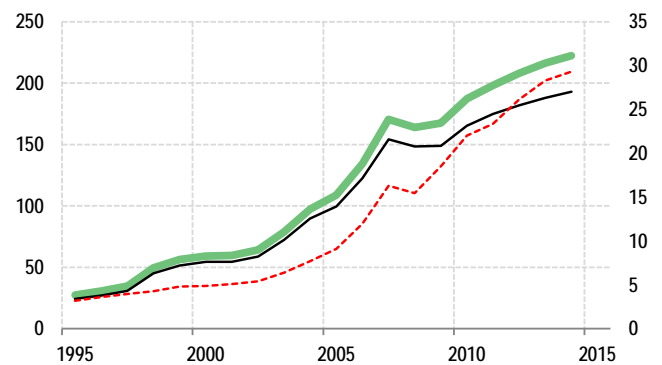
La dernière édition du Rapport sur la stabilité financière dans le monde comporte un chapitre entier consacré aux effets de contagion financière, i.e. lorsque les fluctuations de valeur des actifs domestiques ont un impact sur les prix des actifs dans d'autres économies.

## Le renforcement de l'intégration financière

Il existe *a priori* de bonnes raisons de penser que ces effets de contagion ont gagné en ampleur avec la forte avancée de l'intégration financière mondiale de ces deux dernières décennies. Le graphique 1, extrait du RSFM, illustre la croissance spectaculaire des actifs et passifs étrangers des

### Actifs et passifs étrangers bruts

(en milliers de milliards d'USD)  
-- Total -- Économies avancées -- Marchés émergents (éch.D)

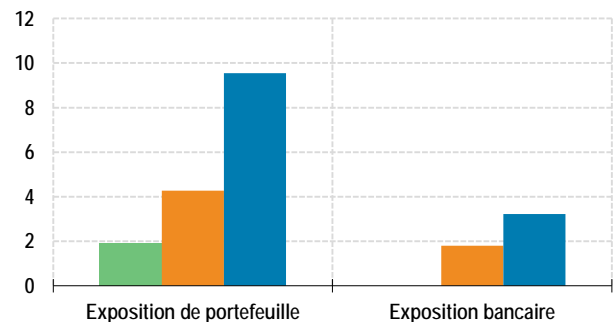


Graphique 1

Source : RSFM – FMI, avril 2016

### Exposition financière aux pays émergents

■ 1997 ■ 2005 ■ 2014



Graphique 2

Sources : RSFM – FMI, avril 2016

principales économies avancées et émergentes sur cette même période.

Le graphique 2, également extrait du RSFM, montre l'évolution de l'exposition financière des pays avancés aux pays émergents en distinguant les expositions de portefeuille des expositions bancaires. Le graphique fait aussi ressortir une nette accentuation de ces expositions au cours des deux

dernières décennies, davantage due aux fonds communs de placement qu'au crédit bancaire traditionnel.

### Importance grandissante des effets de contagion financière

Pour étudier les effets de contagion financière entre pays, les auteurs du rapport ont appliqué aux rendements quotidiens des actifs un modèle vectoriel autorégressif avec variables de contrôle globales. Globalement, les effets de contagion financière d'un pays A sur un pays B correspondent à la part de variance des chocs de rendement du marché du pays B pouvant être attribuée à des chocs contemporains ou antérieurs des rendements du marché du pays A.

La première conclusion générale à laquelle cette méthode permet d'aboutir est que, à l'échelle mondiale, les répercussions liées aux marchés d'actions et des changes se sont intensifiées au cours des deux dernières décennies. S'agissant des marchés d'actions, la part de variation des rendements des économies avancées et émergentes imputable aux variations de rendement des actions d'autres pays a grimpé de 50 % à 80 %. Sur les marchés des changes, le pourcentage correspondant est passé de 50 % à 71 %. Cependant, ces effets ne suivent pas la même tendance sur les marchés obligataires qui restent, selon les auteurs, largement affectés par des facteurs mondiaux (ex : la volatilité implicite du marché d'actions américain).

### Contagion des économies émergentes sur les économies avancées

S'agissant plus spécifiquement des répercussions des chocs subis par les pays émergents sur les pays avancés, le rapport montre qu'elles pourraient représenter plus d'un tiers de la variation des cours boursiers et des taux de change de ces derniers. C'est ce qu'illustre le graphique 3, extrait du RSFM.

Si on examine les économies émergentes individuellement, on observe que plus leurs marchés financiers sont intégrés et plus les répercussions sur les rendements sont importantes. Il ressort, en revanche, du rapport que les effets de contagion financière semblent être limités pour les grandes économies émergentes dont les marchés financiers sont plus segmentés, comme la Chine et l'Inde en particulier.

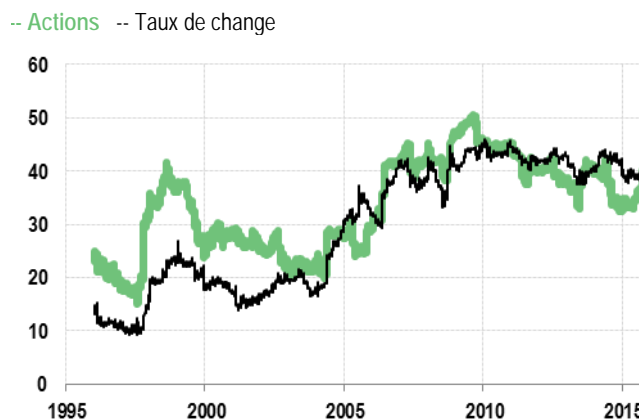
### Facteurs de l'accroissement des effets de contagion

Concernant les facteurs à l'origine de l'intensification de ces effets de contagion, le rapport montre que l'importance relative de l'intégration financière s'est renforcée par rapport à l'intégration commerciale. Les effets de contagion entre pays sont plus marqués au sein des mêmes secteurs, et ceux d'entre eux qui dépendent le plus des financements extérieurs sont plus sensibles aux effets de contagion. Il en est de même des entreprises disposant de moins de liquidités ou faisant plus appel à l'emprunt.

Ce constat est d'autant plus alarmant que l'endettement des entreprises des marchés émergents a connu une progression importante, pour atteindre à présent des niveaux records, comme l'a noté récemment la Banque des règlements

## ■ Effets de contagion des marchés émergents sur une économie avancée moyenne

Pourcentage des variations expliquées



Graphique 3

Source : RSFM – FMI, avril 2016

internationaux<sup>1</sup>. De plus, dans son Rapport sur la stabilité financière dans le monde du mois d'avril 2015, le FMI avait déjà souligné l'envolée de la dette libellée en dollars des entreprises dans certains secteurs de certaines économies émergentes<sup>2</sup>.

L'édition d'avril 2016 de ce même rapport fait également ressortir que l'accroissement des allocations d'actifs des fonds communs de placement en faveur des économies émergentes a probablement contribué au renforcement des effets de contagion provenant des marchés émergents ; c'est ce que l'on appelle le canal de contagion « par le portefeuille ». Le FMI souligne néanmoins que, selon toute vraisemblance, ces effets de contagion restent inférieurs aux effets en sens inverse, ceux des pays avancés sur les pays émergents. Ceci dans un contexte où la résilience de la liquidité, c'est-à-dire la rapidité avec laquelle la liquidité du marché se redresse après un choc défavorable, a vraisemblablement diminué au niveau mondial, comme le faisait observer le FMI dans le RSFM d'octobre 2015<sup>3</sup>.

### Influence des nouvelles en provenance de Chine

Les nouvelles concernant l'économie chinoise (contrairement à celles relatives aux rendements du marché d'actions chinois, évoquées ci-dessus) pourraient créer d'importants effets de contagion. En effet, des travaux complémentaires, dont les résultats ont été publiés dans le rapport, soulignent l'impact des nouvelles inattendues concernant les fondamentaux macroéconomiques des pays émergents sur les marchés financiers d'autres pays. Le rapport montre ainsi que les nouvelles économiques inattendues en provenance de Chine, mesurées en termes de variations réalisées de la production

<sup>1</sup> Voir *Credit, commodities and currencies*, J. Caruana, Banque des règlements internationaux, février 2016.

<sup>2</sup> Voir *Shifting risks to global financial stability*, Yves Nosbusch, EcoFlash BNP Paribas, avril 2015.

<sup>3</sup> Voir *A propos du risque de liquidité*, Yves Nosbusch, EcoFlash BNP Paribas, novembre 2015.



industrielle par rapport aux anticipations du marché, ont eu un impact grandissant sur les marchés d'actions d'autres pays.

Dans l'ensemble, les éléments présentés dans la dernière édition du Rapport sur la stabilité financière dans le monde laissent supposer que la transmission des chocs subis par les marchés émergents sur les économies avancées s'est nettement intensifiée au cours des vingt dernières années. Une conclusion qui corrobore en particulier l'idée selon laquelle les corrections sévères enregistrées par les marchés d'actions internationaux au cours de l'été 2015 et au début de 2016 pourraient au moins en partie être dues aux déceptions suscitées par les fondamentaux macroéconomiques de la Chine.

Les conclusions de cette étude ont une résonance particulière aujourd'hui où l'endettement des entreprises des marchés émergents atteint des niveaux records tandis que les cours des matières premières sont en forte baisse, renforçant la vulnérabilité de nombre d'entreprises et de pays des marchés émergents. Les commentaires récents selon lesquels la Réserve fédérale américaine est très attentive aux risques mondiaux revêtent aussi une importance particulière à la lumière de ces conclusions.

**Yves Nosbusch**

[yves.nosbusch@bgl.lu](mailto:yves.nosbusch@bgl.lu)



## Recherche Economique Groupe

■ **William DE VIJLDER** +33(0)1 55 77 47 31 william.devijlder@bnpparibas.com  
Chef Economiste

### ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

■ **Jean-Luc PROUTAT** +33.(0)1.58.16.73.32 jean-luc.proutat@bnpparibas.com  
Responsable

■ **Alexandra ESTIOT** +33.(0)1.58.16.81.69 alexandra.estiot@bnpparibas.com  
Coordinatrice des travaux - Etats-Unis, Royaume-Uni - Mondialisation

■ **Hélène BAUDCHON** +33.(0)1.58.16.03.63 helene.baudchon@bnpparibas.com  
France (conjoncture et prévisions) - Marchés du travail

■ **Frédérique CERISIER** +33.(0)1.43.16.95.52 frederique.cerisier@bnpparibas.com  
Zone euro - Institutions et gouvernance européennes - Finances publiques

■ **Thibault MERCIER** +33.(0)1.57.43.02.91 thibault.mercier@bnpparibas.com  
France (réformes structurelles) - Banque centrale européenne

■ **Caroline NEWHOUSE** +33.(0)1.43.16.95.50 caroline.newhouse@bnpparibas.com  
Japon, Irlande, Scandinavie - Vieillesse, retraites - Consommation

■ **Catherine STEPHAN** +33.(0)1.55.77.71.89 catherine.stephan@bnpparibas.com  
Espagne, Portugal - Commerce International - Education, santé, conditions de vies

■ **Raymond VAN DER PUTTEN** +33.(0)1.42.98.53.99 raymond.vanderputten@bnpparibas.com  
Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Energie, climat - Projections à long terme

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

### ECONOMIE BANCAIRE

■ **Laurent QUIGNON** +33.(0)1.42.98.56.54 laurent.quignon@bnpparibas.com  
Responsable

■ **Céline CHOLET** +33.(0)1.43.16.95.54 celine.choulet@bnpparibas.com

■ **Laurent NAHMIA** +33.(0)1.42.98.44.24 laurent.nahmias@bnpparibas.com

### ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

■ **François FAURE** +33.(0)1 42 98 79 82 francois.faure@bnpparibas.com  
Responsable

■ **Christine PELTIER** +33.(0)1.42.98.56.27 christine.peltier@bnpparibas.com  
Adjointe - Grande Chine, Vietnam - Méthodologie

■ **Stéphane ALBY** +33.(0)1.42.98.02.04 stephane.alby@bnpparibas.com  
Afrique francophone

■ **Sylvain BELLEFONTAINE** +33.(0)1.42.98.26.77 sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com  
Turquie, Brésil, Mexique, Amérique centrale - Méthodologie

■ **Sara CONFALONIERI** +33.(0)1.42.98.74.26 sara.confalonieri@bnpparibas.com  
Afrique anglophone et lusophone

■ **Pascal DEVAUX** +33.(0)1.43.16.95.51 pascal.devaux@bnpparibas.com  
Moyen Orient, Balkans - Scoring

■ **Anna DORBEC** +33.(0)1.42.98.48.45 anna.dorbec@bnpparibas.com  
CEI, Europe centrale

■ **Hélène DROUOT** +33.(0)1.42.98.33.00 helene.drouot@bnpparibas.com  
Asie

■ **Johanna MELKA** +33.(0)1.58.16.05.84 johanna.melka@bnpparibas.com  
Asie, Russie

■ **Alexandra WENTZINGER** +33.(0)1.42.98.74.26 alexandra.wentzinger@bnpparibas.com  
Amérique du Sud, Caraïbes

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



### NOS PUBLICATIONS



#### CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



#### 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

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. Il ne constitue ni du conseil en investissement ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document 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 éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle 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 au 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'emploi 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 desquelles 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 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 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. 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 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 agréée 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 (2015). Tous droits réservés.

Pour recevoir directement nos publications, vous pouvez vous abonner sur notre site ou télécharger notre application pour tablettes iPad et Android Eco News



© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques – BNP PARIBAS

Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS

Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34

Internet : [www.bnpparibas.com](http://www.bnpparibas.com) - [www.economic-research.bnpparibas.com](http://www.economic-research.bnpparibas.com)

Directeur de la publication : Jean Lemierre

Rédacteur en chef : William de Vijlder

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