



## Pays émergents

### Le retour des investissements de portefeuille est-il justifié ?

- D'après l'IIF, les flux d'investissements de portefeuille étrangers ont plus que doublé entre les périodes mars-mai et juin-août. L'Asie se taille toujours la part du lion et l'Amérique du Sud reste à la traîne.
- Cet afflux d'investissements de portefeuille est à double tranchant. En améliorant les conditions de financement, ils permettent d'alléger le service de la dette extérieure. En revanche, ils augmentent, du fait de leur extrême volatilité, la vulnérabilité extérieure des pays. C'est le cas non seulement des pays émergents mais aussi des pays « frontières ».
- Dans l'ensemble, la répartition géographique des flux sur les derniers mois est cohérente avec les performances relatives de croissance.
- Pour la zone Afrique et Moyen-Orient, le niveau toujours bas des prix des matières premières, malgré leur consolidation, accroît les pressions sur les comptes extérieurs et les finances publiques. Cela attise le mécontentement social et la matérialisation du risque politique à l'occasion d'élections.

Malgré l'aggravation des risques politiques et sociaux intérieurs (coup d'état manqué en Turquie, tendances nationalistes renforcées en Europe centrale) mais aussi géopolitiques (nouvelles tensions entre la Russie et l'Ukraine, intensification des combats en Syrie sur fond de désaccord persistant entre Américains et Russes), les places financières émergentes ont bénéficié d'un regain de confiance de la part des investisseurs de portefeuille étrangers.

#### Retour en force des investissements de portefeuille

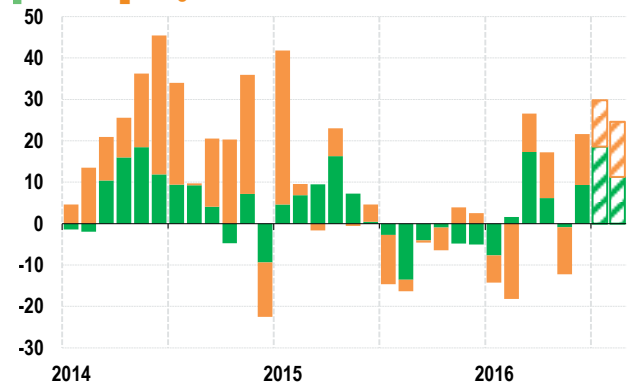
D'après les estimations de l'Institute for International Finance (IIF), les flux d'investissements de portefeuille des non-résidents auraient atteint environ USD 77 mds en cumul sur la période juin-août, soit plus du double de la période mars-mai durant laquelle les flux étaient redevenus positifs tout en restant très volatiles. Sur la période juin-août, l'Asie a continué de se tailler la part du lion (62% des flux nets), suivie de l'Europe 22%. En revanche, l'Amérique latine n'en a attiré que 10%.

Conséquence de cette intensification des investissements de portefeuille, le mouvement de réappréciation des taux de change initié début février s'est consolidé (notamment pour le real brésilien). Même si les flux d'investissements se sont concentrés sur les marchés actions (70% des flux de juin à août), les primes de risque sur la dette externe se sont fortement réduites (d'environ 50 points de base en moyenne depuis avril pour les émetteurs souverains et quasi souverains, et 100 points de base pour les émetteurs corporate, ces baisses faisant suite à celle de 100 pb entre février et mars pour les deux types d'emprunteurs). Les investisseurs font-ils preuve d'un engouement excessif face à un environnement économique extérieur, certes un peu plus favorable, mais encore

#### Rebond des investissements de portefeuille vers les pays émergents

Mds de dollars

■ Actions ■ Obligations Zone hachurée : estimations

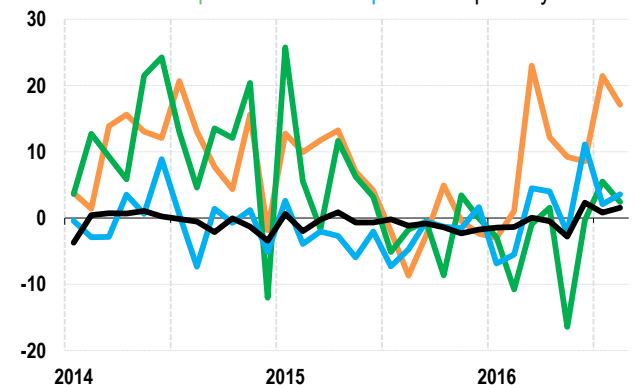


Graphique 1

Source : IIF

#### ... principalement vers l'Asie

■ Asie ■ Amérique latine ■ Europe ■ Afrique Moyen Orient



Graphique 2

Source : IIF

très incertain ou anticipent-ils correctement la réaccélération tant attendue de la croissance dans les pays émergents (ou la fin de récession pour certains d'entre eux) après cinq années consécutives de ralentissement ?

Dans son analyse des flux d'investissements de portefeuille et de leurs déterminants, l'IIF met en avant à la fois l'appétit pour le risque et une amélioration des facteurs domestiques de croissance. En revanche, le changement des anticipations de la politique monétaire américaine n'aurait joué qu'un rôle secondaire. Il semble cependant que les conséquences économiques du *Brexit* signifient le maintien de politiques monétaires très accommodantes dans la durée (*lower for longer*) et donc, à primes de risque inchangées, un taux de financement en devises durablement bas, ce qui est un facteur d'allègement du service de la dette externe et facilite son refinancement. L'autre conséquence, cette fois-ci potentiellement



négative, est l'attrait prolongé pour des stratégies spéculatives (carry trade), ce qui accroît la vulnérabilité extérieure des pays. A ce sujet, une étude récente du FMI<sup>1</sup> montre que, depuis la crise financière, les investissements de portefeuille vers les pays dits « frontières » (pays ayant un niveau de développement bien inférieur à la classe des pays émergents et des marchés financiers moins liquides mais un potentiel de croissance a priori aussi élevé) ont augmenté plus rapidement que ceux à destination des pays émergents (phénomène normal de rattrapage). Surtout, elle montre que la sensibilité de ces investissements aux évolutions de marché (mesurée par leur beta) est devenue significativement positive. En conséquence, la conjonction de ces deux éléments implique que les pays frontières seraient devenus au cours des dernières années aussi vulnérables à l'assèchement des investissements de portefeuille que les pays émergents.

Au-delà de l'arbitrage que pose inévitablement l'afflux d'investissements de portefeuille étrangers entre l'amélioration des conditions de financement et la vulnérabilité extérieure du pays, l'évolution de la situation conjoncturelle des pays émergents justifie-t-elle un tel afflux ?

Une certaine cohérence entre les zones

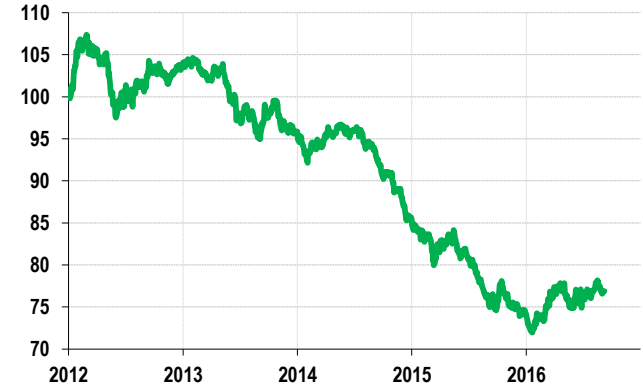
Sur la base de notre échantillon de 27 pays émergents, la croissance du PIB réel (connue pour la très grande majorité d'entre eux jusqu'au T2 2016) s'est stabilisée à 4,1% en glissement annuel au premier semestre. La croissance des BRIC a réaccélééré à 5% après avoir atteint un point bas à 4,5% au T4 2015, grâce uniquement à une atténuation de la récession au Brésil et en Russie et non à une croissance plus forte en Chine et en Inde. En Chine, la tendance au ralentissement progressif de la croissance économique (à 6,7% au S1 2016) se poursuit. L'investissement manufacturier et les exportations restent très déprimés, la consommation privée et les services calent. Les tous derniers indicateurs d'activité semblent néanmoins indiquer une légère amélioration de la demande interne. Les efforts de relance des autorités soutiennent l'investissement public et le secteur immobilier, mais cette politique expansionniste est de plus en plus difficile à maintenir. En Inde, l'investissement privé tarde toujours à redémarrer mais la désinflation et la baisse des taux monétaires et obligataires qui l'accompagne devraient finir par le stimuler. Par ailleurs, cet été le sénat a avalisé le projet du gouvernement d'uniformiser la taxe sur les biens et services. Cependant les effets positifs attendus, tant de la baisse des taux d'intérêt que de l'élargissement de la fiscalité indirecte, seront très progressifs en raison respectivement de la répercussion partielle des taux de marché aux taux de crédit, et des freins possibles à l'application de la taxe au niveau régional.

La croissance de l'ensemble des 23 pays restants s'est stabilisée à 2,5% depuis le T1 2016 (contre 3% au S2 2015). En Asie (hors Chine et Inde), elle a réaccélééré atteignant 3,8% au T2 2016 contre 3,4% au T4 2015. Le dynamisme de la demande intérieure, et notamment la consommation, a permis de compenser jusqu'à présent la faiblesse des exportations. Les indices PMI de l'Indonésie

<sup>1</sup> « Changing times for frontier markets : a perspective from portfolio investment flows and financial integration » - Working Paper 16/117 August 2016

Consolidation des taux de change ...

Taux de change contre dollar des principales devises émergentes ayant un régime de change flottant et ouvert aux investissements de portefeuille



Graphique 3

Sources : Datastream, BNP Paribas

... et réduction des primes de risque

— Spread EMBIG (Indice JP Morgan Chase) - points de base  
— Spread corporate CEMBI (Indice Crédit Suisse) - points de base



Graphique 4

Source : Bloomberg

et ceux des pays les plus industrialisés (Corée, Taiwan, Singapour) sont stables et légèrement au-dessus de 50.

L'Amérique du Sud est dans une situation radicalement inverse avec l'entrée en récession très probable de l'Argentine au T2 2016, son aggravation au Venezuela et la poursuite du ralentissement de la croissance dans les autres pays. Au Brésil, malgré la sévérité de la récession, l'inertie à la baisse de l'inflation retarde l'assouplissement de la politique monétaire. Force est de constater qu'entre l'Asie et l'Amérique latine, il existe une cohérence entre les investissements de portefeuille et les performances relatives de croissance.

L'Europe centrale présente un entre-deux avec un ralentissement de la croissance au S1 2016 (3,1%), mais à partir d'une base très élevée (3,7% au S2 2015) liée à la « consommation » accélérée des fonds structurels. La baisse des PMI dans la région jusqu'à cet été laisse anticiper la poursuite du ralentissement, la région étant la seule zone émergente potentiellement vulnérable à un effet de contagion direct du Brexit par le canal des échanges extérieurs. En Turquie, le ralentissement a été jusqu'à présent plus modeste que



pour les pays d'Europe centrale et la croissance est restée soutenue jusqu'au T2 2016 (4,3% en moyenne sur les quatre derniers trimestres connus). L'effondrement du tourisme et le climat d'incertitude après le coup d'Etat manqué devraient conduire à une forte décélération, voire une stagnation, sur la deuxième partie de l'année. Toutefois, les tensions sur le taux de change, les taux d'intérêt domestiques et les primes de risque sont retombées depuis le coup d'Etat manqué du 15 juillet. Les sorties d'investissements de portefeuille et la baisse des dépôts en dollars des résidents depuis la mi-juillet ont été finalement limitées. L'économie turque n'aura pas subi de choc financier, même si elle a connu un choc de confiance (l'indice PMI est tombé à 47) qui pèsera sur les dépenses d'investissements tant des nationaux que des étrangers (via les investissements directs). La reprise encore faible des flux d'investissements de portefeuille vers l'Europe est cohérente avec 1/ les risques spécifiques en Russie et en Turquie, 2/ l'essoufflement de la croissance en Europe centrale.

**La zone Afrique Moyen-Orient en difficulté**

Reste la région Afrique et Moyen-Orient (AMO) mais pour laquelle on ne dispose à la fois de données sur les flux de capitaux et les indicateurs d'activité pour l'Afrique du Sud uniquement. Les investissements de portefeuille y ont diminué entre mars-mai et juin-août mais la composante « obligations » est restée très soutenue. Le PIB réel s'est redressé au deuxième trimestre mais l'investissement est resté déprimé, reflet du risque politique interne (confrontation entre le président et le ministre des finances) et des déficiences structurelles du pays (rationnement d'électricité), dans un contexte de situation très dégradée du marché du travail et donc de montée des risques sociaux.

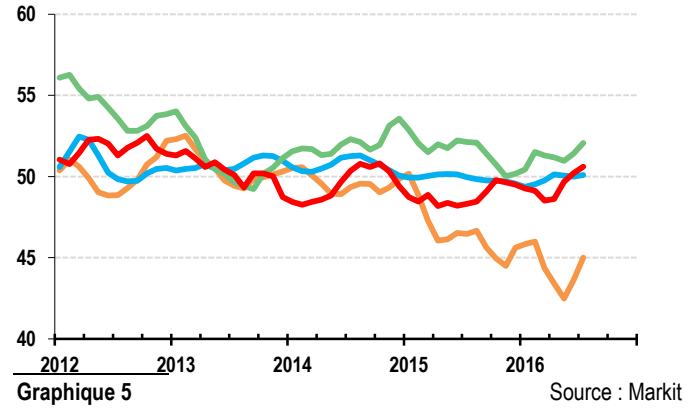
Au-delà du cas sud-africain, les risques économiques et politiques augmentent dans la zone AMO même si les prix du pétrole et des métaux se sont consolidés après leur net rebond en début d'année. Le Nigeria a basculé dans la récession (ce sera probablement le cas en Angola) et les réserves de change continuent de baisser malgré le durcissement du contrôle des changes. L'Arabie Saoudite devrait également connaître une récession, ce qui a conduit les autorités à injecter des liquidités dans le système bancaire. En Egypte, une crise de balance des paiements ne devrait être évitée que grâce au soutien conditionné du FMI. Ce dernier requiert encore l'aval du parlement et l'engagement d'autres prêteurs, les pays du GCC en l'occurrence.

D'une manière générale, pour l'AMO, le niveau toujours bas des prix des matières premières accroît les pressions sur les comptes extérieurs et les comptes publics, ce qui attise le mécontentement social et la matérialisation du risque politique à l'occasion d'élections (Gabon).

**Maintien de la confiance des industriels ...**

Indices composites PMI dans le secteur manufacturier

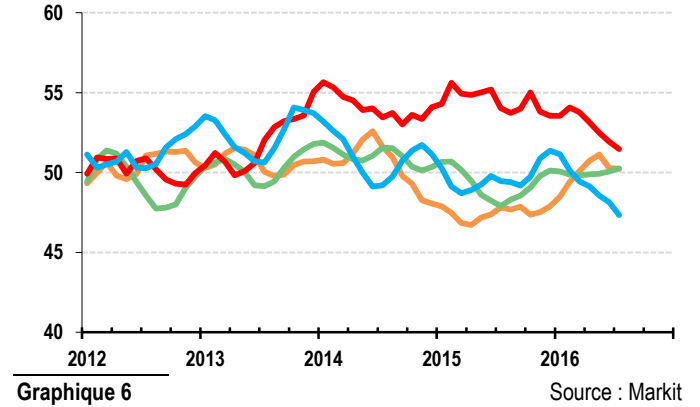
— Brésil — Chine — Inde — Russie



**... sauf au Brésil et en Turquie**

— Indonésie — Pays d'Asie fortement industrialisés (\*)

— Europe centrale (\*\*) — Turquie



(\*) Corée du sud, Singapour, Taiwan (\*\*) Hongrie, Pologne, Rép. tchèque