

9 avril 2014

Risques de crise financière dans les pays émergents Malgré la récente accalmie des craintes persistent

Un fort degré d'inquiétude persiste à l'égard des pays émergents depuis environ un an. La réduction des achats de titres par la Réserve fédérale américaine (Fed) alimente notamment les craintes d'un possible resserrement monétaire mondial et d'une réduction des flux de capitaux vers les pays émergents. De plus, des faiblesses structurelles dans plusieurs de ces pays rappellent certains symptômes de la crise financière asiatique de 1997-1998. Même si la Chine semble plus à l'abri d'un renversement des flux mondiaux de capitaux, le ralentissement de sa croissance et les défis auxquels elle fait face suscitent également des appréhensions.

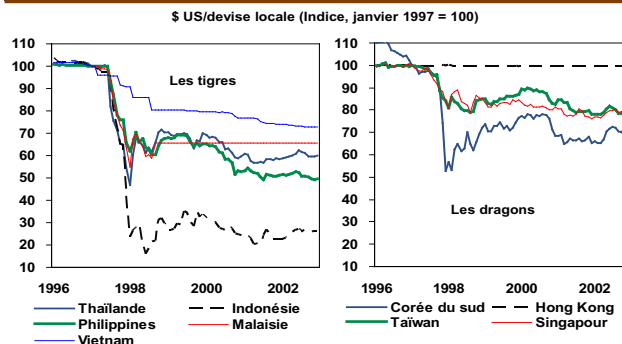
Ce *Point de vue économique* revient sur la crise financière de 1997-1998 et la compare au contexte actuel. On dénote, entre autres, plusieurs éléments qui réduisent les chances d'une crise similaire. Cependant, certains éléments comme le surinvestissement chronique en Chine constituent des risques sérieux pour l'économie mondiale et la stabilité des marchés financiers.

LA CRISE DE 1997-1998

Après plusieurs années de forte croissance stimulée par l'investissement, le miracle économique de plusieurs pays d'Asie, regroupés sous les appellations tigres et dragons¹, s'est brusquement arrêté en 1997. L'endettement extérieur et les signes de surinvestissement, notamment dans l'immobilier, ont commencé à inquiéter, ce qui a conduit à une fuite massive des capitaux. C'est en Thaïlande que la crise a débuté. Devant les sorties de capitaux, les autorités monétaires n'ont pas été en mesure de défendre le taux de change fixe du baht, et ce dernier a été abandonné pour un flottement libre en juillet 1997. Il s'en est suivi une forte dépréciation de la monnaie thaïlandaise, laquelle emporta d'autres devises de la région dans son sillage (graphique 1). La plupart des tigres et des dragons avaient des régimes de taux de change fixe ou administré et les spéculateurs doutaient de leur soutenabilité. Ce sentiment était renforcé par

¹ Les dragons, ou premiers tigres, regroupent la Corée du Sud, Hong Kong, Singapour et Taïwan. Ils ont constitué la première vague de nations asiatiques à croissance rapide après le Japon. Les tigres, ou nouveaux tigres, regroupent l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines, la Thaïlande et le Vietnam. Leur développement a débuté après les quatre dragons, et sont encore aujourd'hui considérés comme des pays émergents.

Graphique 1 – Chute marquée des devises asiatiques en 1997



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

la perception que les faiblesses structurelles de la Thaïlande se retrouvaient aussi dans les autres pays de la région.

Une forte dépréciation de change peut être bénéfique pour stimuler les exportations, mais lorsqu'un pays a des dettes élevées en devises étrangères, la situation est nettement moins favorable. Après une forte baisse de la monnaie nationale, le poids des emprunts en devises étrangères augmente, de même que le risque de faillite des gouvernements et des entreprises. La plupart des tigres et des dragons

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

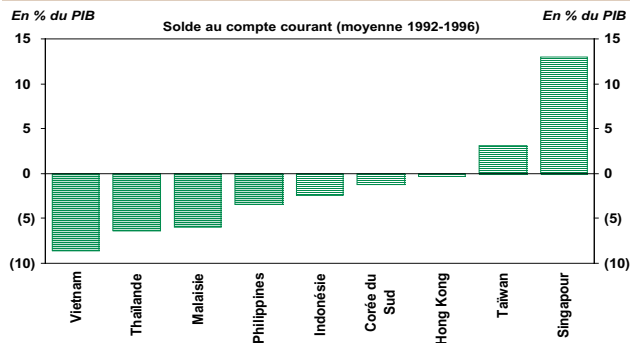
Yves St-Maurice
Directeur principal et économiste en chef adjoint

514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336
Courriel : desjardins.economie@desjardins.com

Hendrix Vachon
Économiste senior

accumulaient les déficits au compte courant avant la crise de 1997, ce qui témoignait des besoins élevés en capitaux étrangers (graphique 2). Misant sur la pérennité des régimes de taux de change fixe, les banques de la Thaïlande et d'autres pays de la région ont aussi mal évalué le risque qu'elles prenaient en empruntant massivement en devises étrangères. Plusieurs banques sont ainsi devenues insolubles en 1997, entraînant l'économie dans une sévère récession.

Graphique 2 – Les besoins en capitaux étrangers étaient élevés dans plusieurs pays asiatiques



Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

La plupart des pays ont essayé de limiter la chute de leur devise, mais lorsque les réserves de change s'épuisent, la seule façon de renverser la vapeur est de hausser significativement les taux d'intérêt. Or, des taux d'intérêt élevés augmentent aussi les coûts de l'endettement. La consommation et l'investissement s'en trouvent alors freinés. Hong Kong est parvenu à défendre son taux de change fixe, mais l'augmentation des taux d'intérêt a tout de même fait mal à son économie.

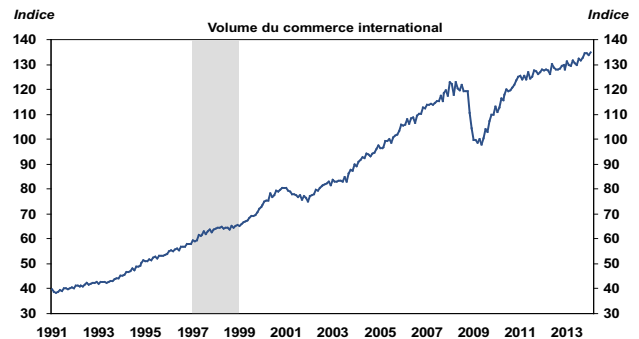
LES IMPACTS SUR LE RESTE DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

En dépit des pertes financières considérables, la crise dans les pays asiatiques n'a pas trop affecté l'économie mondiale dans son ensemble. Notamment, le commerce international n'a pas enregistré de recul comme lors de la récession de 2001 et la Grande Récession de 2008-2009 (graphique 3). Le fait que l'économie américaine et d'autres économies avancées ont été peu touchées a vraisemblablement aidé à maintenir un certain *momentum* à l'échelle planétaire (graphique 4).

Un léger ralentissement économique a tout de même été observé au Canada en 1998. La chute abrupte des investissements en Asie a alimenté les spéculations sur une baisse significative de la demande pour les matières premières. Les cours des ressources se sont corrigés, affectant du coup plusieurs économies qui voyaient leurs revenus diminuer.

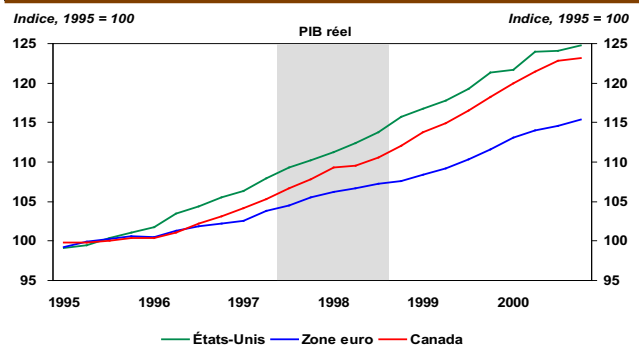
Les devises liées aux matières premières, comme le dollar canadien, se sont aussi fortement dépréciées (graphique 5).

Graphique 3 – Le commerce international n'a pas fléchi durant la crise de 1997-1998



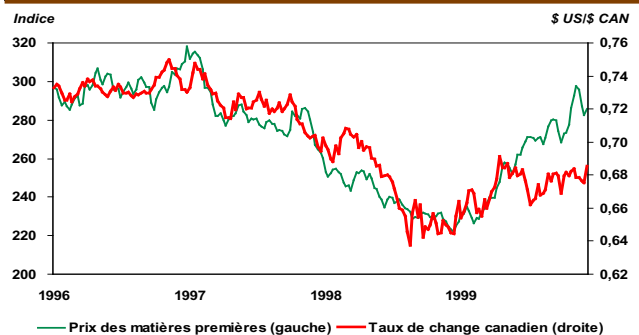
Sources : Datastream, CPB Netherlands Bureau for Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

Graphique 4 – Les économies avancées ont continué de croître malgré la crise



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 5 – Le dollar canadien a accompagné les prix des matières dans leur baisse



Sources : Datastream, Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

D'autres économies dépendant de la demande mondiale pour les matières premières ont été plus durement affectées que le Canada. Ce fut le cas de la Russie et du Brésil dont les difficultés ont d'ailleurs permis d'écrire un deuxième chapitre à la crise asiatique. *A priori*, ces deux pays étaient

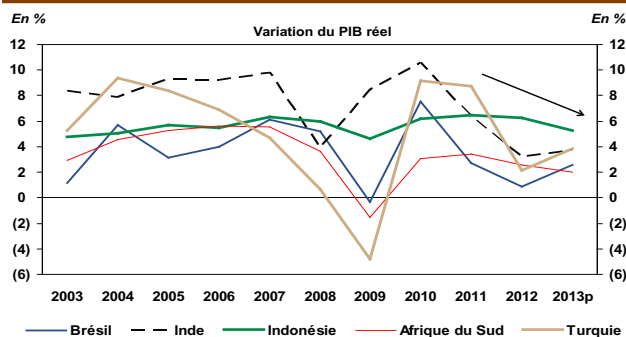
déjà fragilisés sur le plan des finances publiques, et la chute des cours des matières premières a aggravé la situation. Ils avaient aussi des taux de change fixe dont la soutenabilité a été mise en doute par les spéculateurs. La Russie a cédé en août 1998 en annonçant une dévaluation du rouble ainsi qu'un défaut de paiement sur sa dette souveraine. L'onde de choc a notamment poussé à la faillite le fonds américain de couverture Long Term Capital Management (LTCM) en septembre 1998 et a accru fortement la volatilité sur les marchés financiers à l'échelle planétaire.

Le Brésil a cédé à son tour en janvier 1999, et ce, malgré une aide du Fonds monétaire international pour renflouer ses réserves de change. Pendant un moment, les marchés avaient aussi craint pour d'autres pays d'Amérique latine. L'Argentine avait néanmoins renforcé son système financier quelques années plus tôt, ce qui a limité les dommages. La flexibilité des taux de change au Chili et au Mexique a également aidé, de même que la décision de la Réserve fédérale américaine d'abaisser ses taux d'intérêt directeurs à l'automne 1998.

QUELS SONT LES PAYS QUI INQUIÈTENT AUJOURD'HUI?

Cinq pays émergents ont particulièrement retenu l'attention au cours de la dernière année : le Brésil, l'Inde, l'Indonésie, la Turquie et l'Afrique du Sud. L'acronyme BIITS leur a même été consacré ou encore l'expression « Cinq Faiblards » (*Fragile Five* en anglais). Plusieurs éléments ont attiré l'attention sur ces pays, notamment le ralentissement de leur croissance économique (graphique 6) et la détérioration de leur solde au compte courant.

Graphique 6 – Ralentissement économique dans les « Cinq Faiblards »

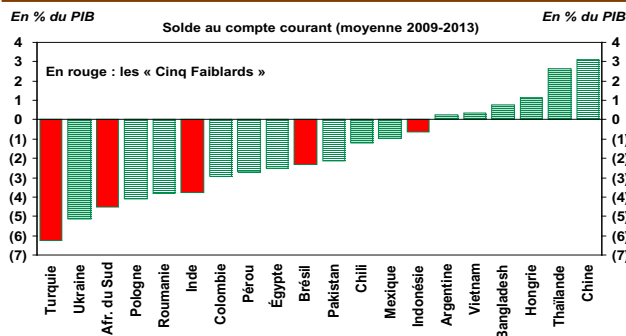


p : Données provisoires.
Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

À l'image des tigres et des dragons dans les années 1990, les « Cinq Faiblards » affichent une forte dépendance aux capitaux étrangers pour financer leur croissance. Une fuite des capitaux serait très dommageable pour ces pays

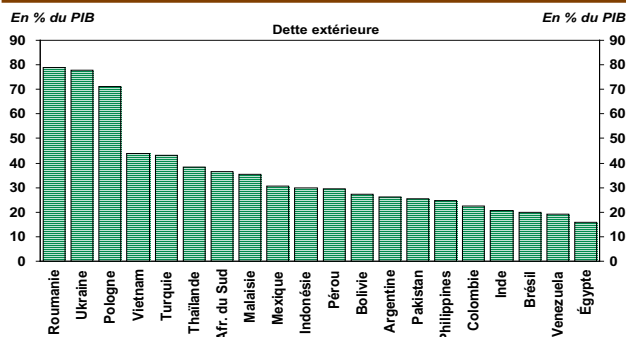
qui, faute de financement, devraient revoir à la baisse leur consommation, leur investissement ou leurs dépenses publiques. Mentionnons toutefois que d'autres pays émergents affichent aussi des déficits importants au compte courant, notamment des pays d'Europe de l'Est (graphique 7). C'est aussi dans ces pays que le poids de la dette extérieure est le plus élevé (graphique 8).

Graphique 7 – Plusieurs pays émergents accusent un déficit au compte courant



Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

Graphique 8 – L'endettement extérieur est plus élevé dans les pays émergents d'Europe de l'Est



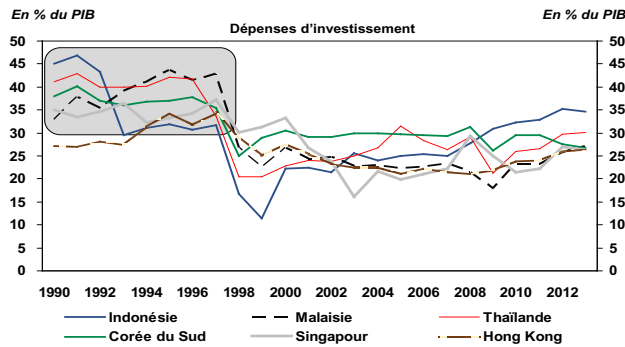
Sources : Banque mondiale, Datastream et Desjardins, Études économiques

SURINVESTISSEMENT EN CHINE

Les pays qui ont connu des difficultés dans les années 1990 avaient aussi maintenu un taux d'investissement supérieur à 30 % du PIB pendant plusieurs années (graphique 9 à la page 4). Le surinvestissement peut amener plusieurs problèmes, comme la formation de bulles spéculatives ou une baisse de rentabilité des entreprises découlant d'une surabondance des capacités de production. Les données récentes montrent que la Chine dépasse largement le seuil de 30 % avec un taux d'investissement moyen de presque 50 % du PIB (graphique 10 à la page 4).

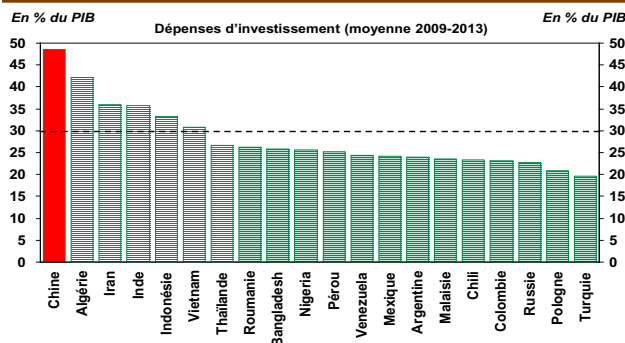
Le problème du surinvestissement en Chine est aggravé par la croissance du crédit en dehors du secteur bancaire

Graphique 9 – Les pays semblent plus à risque lorsque le taux d'investissement dépasse les 30 % pendant plusieurs années



Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

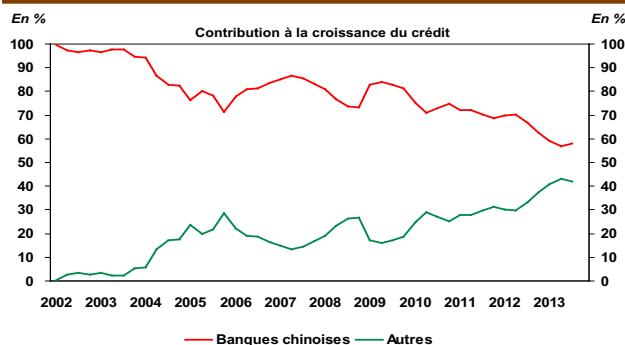
Graphique 10 – La Chine dépasse largement le seuil critique de 30 % pour les dépenses d'investissement



Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

réglementé (graphique 11). Advenant une augmentation du nombre des prêts non performants, les marchés financiers et l'économie chinoise seraient ainsi plus déstabilisés. La Chine a toutefois l'énorme avantage de ne pas reposer sur les entrées de capitaux étrangers pour financer ses investissements. Un choc ne pourrait donc pas être causé par une hausse de l'inquiétude des investisseurs étrangers comme cela s'était produit chez les tigres et les dragons d'Asie en 1997.

Graphique 11 – Les banques perdent du terrain dans l'octroi de crédit en Chine



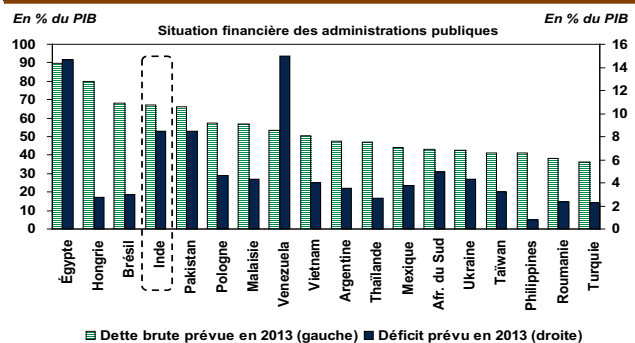
Sources : Banque des règlements internationaux et Desjardins, Études économiques

L'Algérie arrive deuxième au chapitre du taux d'investissement avec plus de 40 % du PIB, suivi par l'Iran, l'Inde, l'Indonésie et le Vietnam avec des taux variant entre 30 % et 35 %. L'importance de l'industrie pétrolière et gazière en Algérie et en Iran peut justifier des taux élevés d'investissement. La situation apparaît plus problématique pour les trois autres pays et en particulier pour l'Inde, étant donné sa plus forte dépendance aux capitaux étrangers.

L'ÉTAT DES FINANCES PUBLIQUES AUGMENTE LE RISQUE DANS CERTAINS PAYS

Le mauvais état des finances publiques a été à l'origine des difficultés du Brésil et de la Russie en 1998. De nos jours, on remarque que l'Inde figure parmi les cas les plus inquiétants en raison du poids élevé de sa dette et de son déficit public (graphique 12). Le Brésil a également une dette élevée, mais son déficit est mieux contrôlé. L'Égypte, le Venezuela et le Pakistan sont d'autres pays à surveiller, de même que certains pays d'Europe de l'Est. La Russie ne figure plus dans le palmarès, mais les récentes tensions avec l'Occident sur le dossier ukrainien font tout de même apparaître de nouveaux risques pour son économie et éventuellement pour les revenus de l'État.

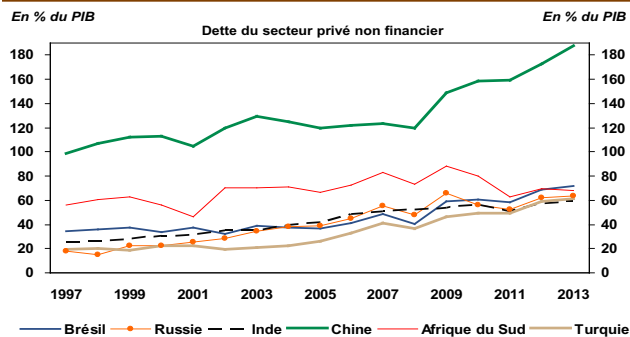
Graphique 12 – L'état des finances publiques indiennes est une autre source de préoccupation pour ce pays



Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

L'endettement public ne représente toutefois qu'un côté de la médaille. L'endettement du secteur privé peut également augmenter le risque de difficultés financières. Or, à cet égard, la Chine arrive largement devant avec un taux d'endettement du secteur privé excluant le secteur financier dépassant 180 % du PIB (graphique 13 à la page 5). La dette privée des autres principaux pays émergents ne se situe qu'aux alentours de 60 % et 80 % du PIB. L'écart entre la Chine et les autres pays est très important, et ce, même si l'on additionne le poids de la dette publique à la dette privée. Par exemple, cela donne un total de 126 % du PIB pour l'Inde.

Graphique 13 – L'endettement du secteur privé non financier est particulièrement élevé en Chine

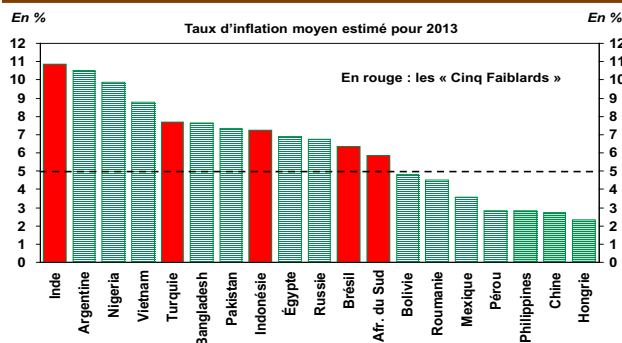


p : Données provisoires.
Sources : Banque des règlements internationaux, Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

L'INFLATION COMPLIQUE LA TÂCHE AUX BANQUES CENTRALES

La politique monétaire est habituellement assouplie devant un ralentissement de la croissance économique. Or, plusieurs pays, dont les « Cinq Faiblards », ont aussi un problème d'inflation élevée, c'est-à-dire supérieure à 5 % (graphique 14). Cela limite grandement la capacité d'intervention des banques centrales pour stimuler l'économie, et la plupart d'entre elles ont même relevé les taux d'intérêt au cours de la dernière année.

Graphique 14 – L'inflation est élevée dans plusieurs pays émergents



Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

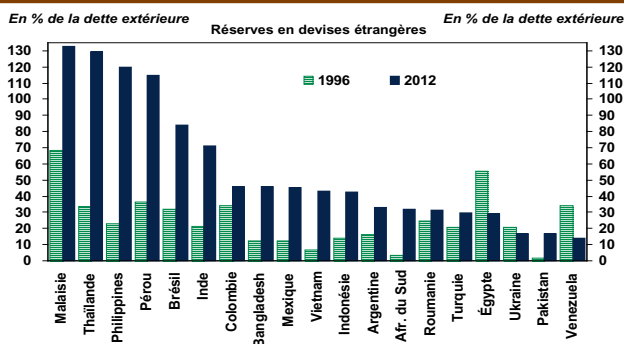
Prioriser la croissance ou l'inflation est un très gros dilemme. Si une banque centrale réduit ses taux d'intérêt et que l'inflation augmente, cela nuira notamment au taux de change. Or, la dépréciation d'une monnaie augmente le poids des dettes en devises étrangères et fait davantage fuir les investisseurs étrangers. Le risque de crise financière est donc plus élevé si l'inflation n'est pas maîtrisée. En revanche, une croissance économique trop faible fera également fuir les investisseurs étrangers. Les banques centrales des pays émergents doivent ainsi trouver un équilibre acceptable entre la progression de l'économie et de celle de l'inflation.

IL FAUT AUSSI VOIR LE POSITIF!

Si plusieurs voyants rouges clignotent dans les pays émergents, plusieurs facteurs réduisent néanmoins les risques de crise, à commencer par la plus faible prédominance des régimes de taux de change fixe. Ces régimes de change ont clairement été un facteur aggravant de la crise de 1997-1998. La défense des taux de change cause d'importants torts économiques. Qui plus est, lorsque les cibles de change sont abandonnées, les dépréciations sont souvent très violentes et très rapides, ce qui accentue la panique sur les marchés financiers. Les dépréciations de change observées chez plusieurs pays émergents depuis l'an dernier se sont échelonnées sur une plus longue période et n'ont pas atteint l'amplitude des fluctuations observées chez les tigres et les dragons en 1997.

Mais même en régime de change flexible, il peut arriver des situations où un pays doit défendre vigoureusement sa monnaie. La taille des réserves de change devient alors très importante, car elle témoigne de la crédibilité d'un pays à soutenir sa monnaie. Les réserves de change permettent aussi de compenser pour les sorties de capitaux en plus de limiter le recours à des hausses de taux d'intérêt. En comparant les données sur les réserves de change d'aujourd'hui avec celles d'il y a 16 ans, on constate que leur niveau a considérablement augmenté dans plusieurs pays (graphique 15). C'est notamment le cas des pays asiatiques qui avaient été touchés par la crise de 1997-1998, mais aussi de l'Inde et du Brésil.

Graphique 15 – Les réserves de change ont été accrues



Sources : Banque mondiale et Desjardins, Études économiques

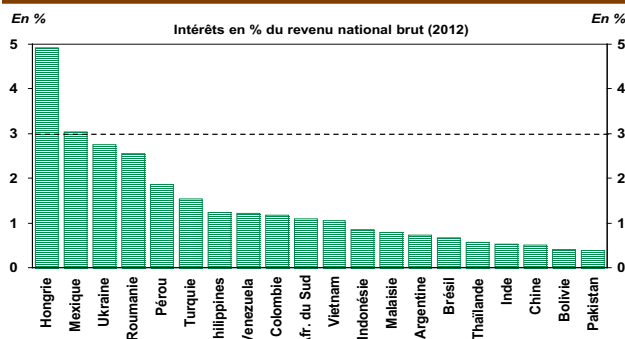
Tout n'est pas sombre n'ont plus sur le plan de la croissance économique. La reprise se solidifie dans les pays avancés, ce qui aura des effets d'entraînement positifs sur les économies émergentes qui ont besoin d'un nouvel essor de la demande mondiale. Une accélération de la croissance contribuera par ailleurs à réduire le degré d'inquiétude à l'égard

des économies émergentes, de même que le risque de fuite des capitaux étrangers.

Un enjeu important pour les flux de capitaux est toutefois l'augmentation des taux d'intérêt dans les pays avancés. Or, à cet égard, une hausse significative des taux obligataires de long terme a déjà eu lieu en 2013 et la suite s'annonce très graduelle. Malgré la réduction des achats de titres par la Fed, les taux américains ont peu progressé depuis le début de l'année. L'augmentation des taux d'intérêt à l'échelle mondiale devrait aussi être limitée par un décalage entre les principales banques centrales dans leur resserrement monétaire. Entre autres, la Banque centrale européenne et la Banque du Japon devraient se montrer beaucoup plus patientes que la Fed et la Banque d'Angleterre.

La progression des taux d'intérêt influence aussi les paiements sur la dette extérieure et le risque d'un défaut de paiement. Actuellement, la facture d'intérêt est très faible dans la plupart des pays émergents, ce qui laisse croire qu'ils disposent d'une assez bonne marge de manœuvre (graphique 16). Plusieurs pays ayant connu des difficultés avaient une facture d'intérêt correspondant à environ 3 % du revenu national brut dans les années 1990. Les pays d'Europe de l'Est sont peut-être un peu plus à risque de ce côté.

Graphique 16 – Intérêts payés sur la dette extérieure



Sources : Banque mondiale et Desjardins, Études économiques

L'INQUIÉTUDE PERSISTERA ENCORE POUR UN BON MOMENT

En raison de leur déficit au compte courant plus élevé, le risque de crise financière semble plus élevé en Turquie, en Afrique du Sud, en Inde ainsi que dans certains pays d'Europe de l'Est. L'Inde semble un cas particulièrement préoccupant en raison de plusieurs autres points faibles dont la situation précaire de ses finances publiques, les signes de surinvestissement et l'inflation élevée qui l'empêche d'assouplir sa politique monétaire.

Même si l'inquiétude persistera encore un certain temps, plusieurs éléments favorables réduisent toutefois le risque d'une crise financière d'envergure causée par une fuite des capitaux. L'accélération de la croissance prévue dans les pays avancés devrait notamment aider à redresser la situation dans les pays émergents en raison d'une hausse généralisée du niveau de confiance des investisseurs. Cela dit, les pays émergents devront tout de même s'attaquer à leurs problèmes structurels.

La Chine apparaît comme un cas particulier. Ce pays dépend peu des capitaux étrangers et dispose d'importantes réserves en devises étrangères. Par contre, les problèmes de surinvestissement et l'augmentation du crédit à risque assombrissent les perspectives économiques chinoises. Or, en raison de son poids économique important, un ralentissement ou une récession en Chine affecterait probablement le reste de l'économie mondiale et pourrait même annuler l'effet bénéfique prévu par l'amélioration des économies avancées. Ainsi, le risque de crise financière augmenterait dans les autres pays émergents si l'économie chinoise venait à dérapier. Une attention particulière devrait aussi être portée aux pays exposés aux matières premières. Mentionnons toutefois que les dirigeants chinois semblent conscients des faiblesses de leur économie et souhaitent réformer le modèle de croissance. Il reste à voir s'ils relèveront le défi à temps.

Pour terminer, les récentes tensions entre la Russie et l'Occident sur le dossier ukrainien s'ajoutent aux risques, mais les effets appréhendés seraient nettement moindres que dans le cas d'un ralentissement ou d'une récession en Chine. En proportion, l'Ukraine demeure un petit pays occupant environ 0,4 % de l'économie mondiale et la Russie environ 3 %. Les autres pays d'Europe de l'Ouest qui pourraient souffrir d'effets de contagion sont aussi de faibles poids. En comparaison, la Chine compte pour près de 15 % de l'économie mondiale, et les « Cinq Faiblards » réunis comptent pour environ 12 %. Il ne faut donc pas chercher très longtemps l'éléphant dans la pièce.

Hendrix Vachon
Économiste senior