

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

Portrait de l'endettement extérieur dans les pays émergents et en développement

GAGNANT DU TITRE DU MEILLEUR PRÉVISIONNISTE - CANADA



La dette extérieure est l'ensemble des dettes dues à des prêteurs étrangers. Il ne s'agit pas seulement de dettes contractées par les gouvernements, mais aussi par les ménages et les entreprises. Un endettement extérieur élevé peut devenir une source d'instabilité financière et économique, en particulier dans les pays émergents et en développement. En cas de défaut, les conséquences peuvent se faire sentir sur plusieurs pays. *Ce Point de vue économique* fait le portrait de l'endettement extérieur dans les pays à revenu faible et intermédiaire, selon la nomenclature de la Banque mondiale.¹ Depuis 2014, la dette extérieure s'est stabilisée en moyenne dans ces pays, mais des éléments de risque demeurent présents.

La dette extérieure s'est stabilisée depuis 2014

La dette extérieure des pays à revenu faible et intermédiaire a atteint un sommet de plus de 7 000 G\$ US en 2014. Elle a diminué à environ 6 600 G\$ US en 2015, puis a remonté à près de 6 900 G\$ US en 2016 (graphique 1). La dernière fois que la dette extérieure a plafonné de la sorte, c'était après la crise financière de 1998 qui a touché plusieurs pays émergents et en développement.

GRAPHIQUE 1

La dette extérieure a culminé en 2014



Sources : Banque mondiale et Desjardins, Études économiques

Le plateau actuel n'est pas étranger au ralentissement de la croissance économique observé dans plusieurs pays émergents et en développement au cours des dernières années. Certains pays ont notamment souffert de la chute des prix du pétrole et d'autres ressources naturelles. L'intérêt des investisseurs étrangers a diminué, rendant plus difficile le financement d'une dette extérieure toujours plus grande (graphique 2 à la page 2). L'appréciation généralisée du dollar américain et le début d'un cycle haussier pour les taux d'intérêt ont également pu décourager l'endettement extérieur.

Une dette moins à risque?

A priori, la stabilisation de l'endettement extérieur suggère que le risque de turbulences financières a diminué en moyenne dans les pays émergents et en développement. En exprimant la dette en pourcentage du revenu national brut (RNB)², on observe toutefois une augmentation du poids de celle-ci, quoique le portrait demeure moins inquiétant en comparaison des décennies précédentes (graphique 3 à la page 2).

La tendance haussière du ratio de la dette extérieure sur les revenus d'exportation signale une augmentation du risque d'insolvabilité à long terme. Le ratio est passé de 63 % en 2008 à plus de 100 % en 2016, ce qui signifie que les revenus

¹ Pour les données de 2016, il s'agit des pays ayant un revenu national brut par habitant inférieur à 12 235 \$ US.

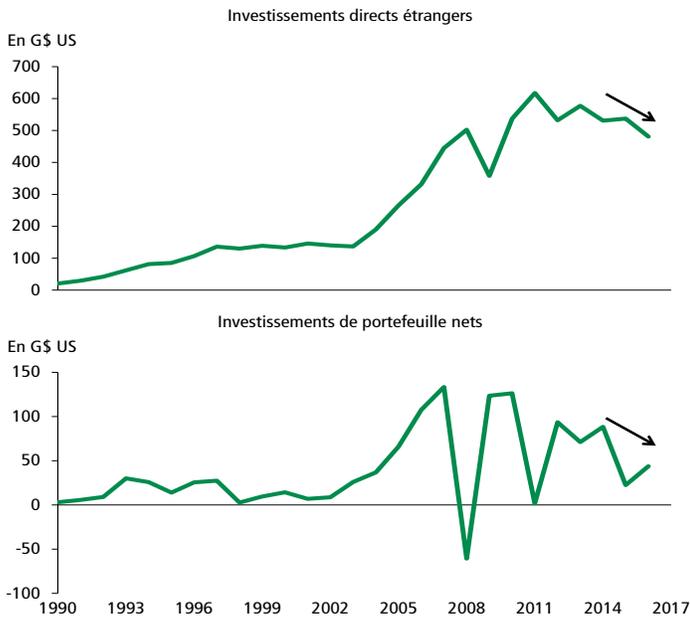
² Le RNB correspond à la somme des revenus perçus par les agents économiques nationaux pendant une période de temps donnée. La mesure équivaut au PIB plus le solde des flux de revenus avec le reste du monde.

François Dupuis, vice-président et économiste en chef • Hendrix Vachon, économiste principal

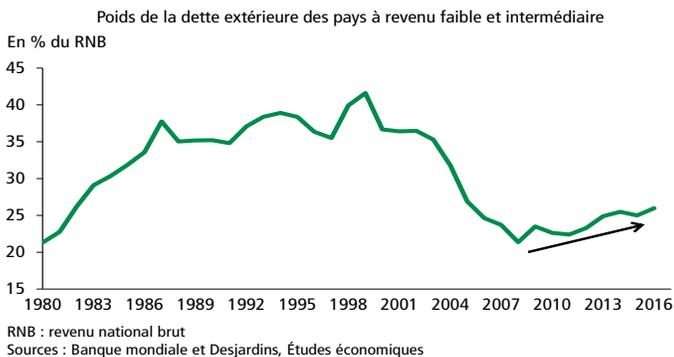
Desjardins, Études économiques : 514-281-2336 ou 1 866-866-7000, poste 5552336 • desjardins.economie@desjardins.com • desjardins.com/economie

NOTE AUX LECTEURS : Pour respecter l'usage recommandé par l'Office québécois de la langue française, nous employons dans les textes et les tableaux les symboles k, M et G pour désigner respectivement les milliers, les millions et les milliards. MISE EN GARDE : Ce document s'appuie sur des informations publiques, obtenues de sources jugées fiables. Le Mouvement des caisses Desjardins ne garantit d'aucune manière que ces informations sont exactes ou complètes. Ce document est communiqué à titre informatif uniquement et ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente. En aucun cas, il ne peut être considéré comme un engagement du Mouvement des caisses Desjardins et celui-ci n'est pas responsable des conséquences d'une quelconque décision prise à partir des renseignements contenus dans le présent document. Les prix et les taux présentés sont indicatifs seulement parce qu'ils peuvent varier en tout temps, en fonction des conditions de marchés. Les rendements passés ne garantissent pas les performances futures, et les Études économiques du Mouvement des caisses Desjardins n'assument aucune prestation de conseil en matière d'investissement. Les opinions et les prévisions figurant dans le document sont, sauf indication contraire, celles des auteurs et ne représentent pas la position officielle du Mouvement des caisses Desjardins. Copyright © 2017, Mouvement des caisses Desjardins. Tous droits réservés.

GRAPHIQUE 2
Les investissements directs et les investissements de portefeuille ont diminué dans les pays à revenu faible et intermédiaire



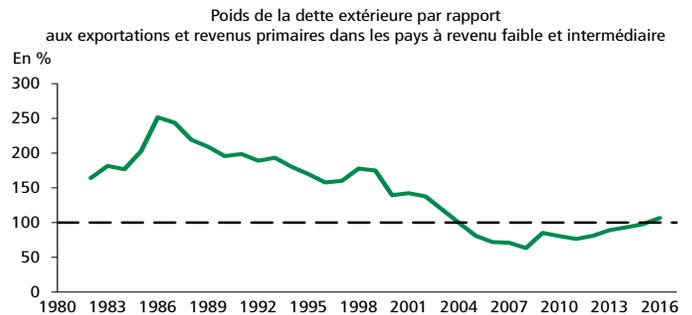
GRAPHIQUE 3
La dette extérieure paraît gérable en fonction des revenus, quoique la situation continue de se dégrader légèrement



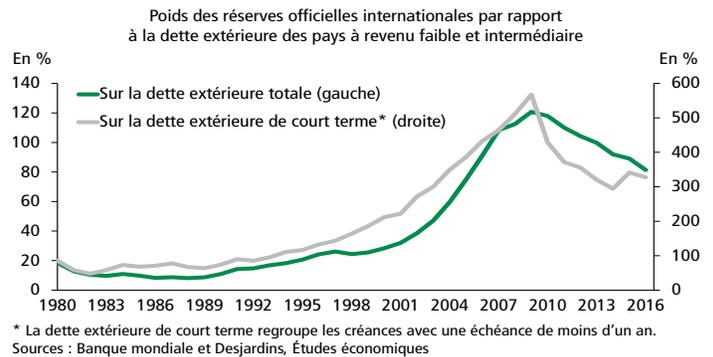
d'exportation et les autres revenus provenant de l'étranger ne couvrent plus la dette extérieure (graphique 4). La taille des réserves internationales demeure par contre importante, quoique la tendance soit à la baisse (graphique 5). En moyenne, les réserves permettent encore de couvrir environ trois fois la taille de la dette extérieure de court terme, c'est-à-dire la portion la plus délicate de la dette advenant des turbulences financières.

Autre point positif, la proportion de la dette extérieure de court terme a diminué après avoir atteint un sommet en 2014 (graphique 6). La durée moyenne de la nouvelle dette contractée a par contre aussi diminué (graphique 7 à la page 3). Cela peut refléter une hausse de l'inquiétude à long terme de la part des investisseurs internationaux.

GRAPHIQUE 4
Les exportations et les revenus primaires ne couvrent plus la dette extérieure



GRAPHIQUE 5
Les réserves officielles internationales diminuent, mais elles demeurent élevées d'un point de vue historique

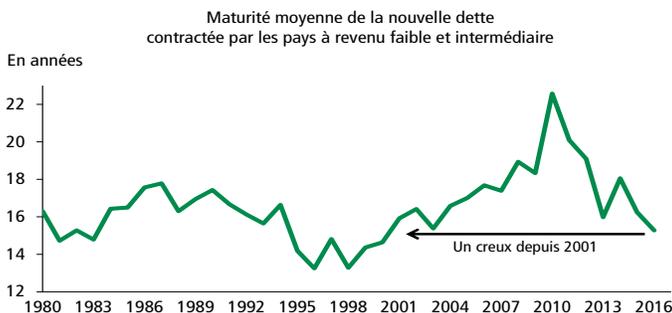


GRAPHIQUE 6
La dette extérieure à court terme est en repli depuis le sommet atteint en 2014



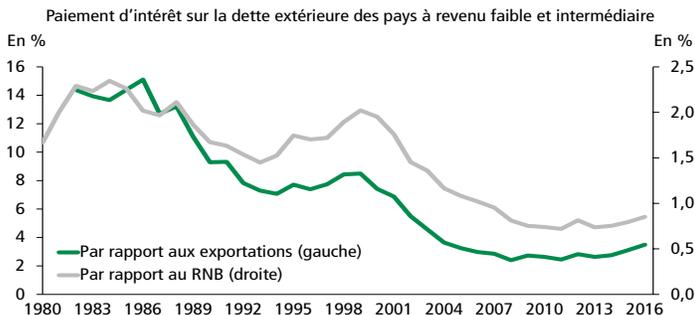
Le faible poids des intérêts payés sur la dette extérieure suggère qu'elle demeure largement soutenable. En moyenne, les intérêts payés par les pays à revenu faible et intermédiaire représentent moins de 1 % de leur RNB (graphique 8). Les intérêts comptaient pour environ 2 % du RNB lors de la crise financière de 1998. Par rapport aux exportations, les intérêts payés représentent 3,5 % contre 8,5 % 20 ans plus tôt. On voit toutefois que la tendance

GRAPHIQUE 7
En moyenne, la durée de la nouvelle dette extérieure contractée a diminué



Sources : Banque mondiale et Desjardins, Études économiques

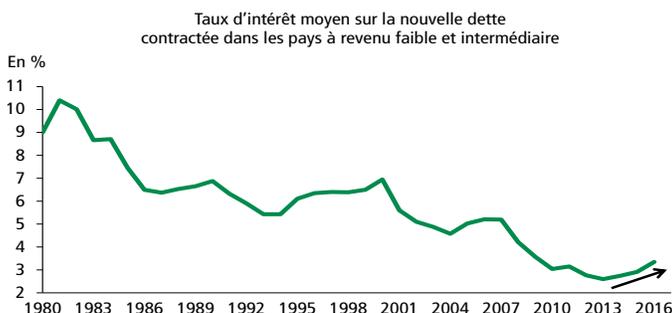
GRAPHIQUE 8
Le poids des intérêts demeure faible



Sources : Banque mondiale et Desjardins, Études économiques

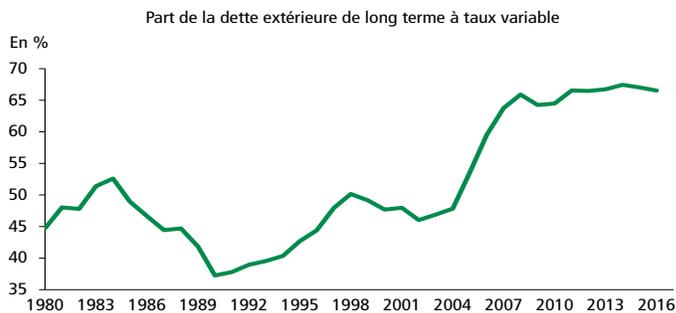
récente est à la hausse pour ces ratios et cela n'est pas étranger au fait que les taux d'intérêt ont commencé à augmenter (graphique 9). La poursuite de cette tendance pourrait devenir un enjeu majeur dans les années à venir, d'autant plus que la majorité de la dette extérieure est à taux variable (graphique 10).

GRAPHIQUE 9
Le taux d'intérêt moyen est en hausse depuis 2014



Sources : Banque mondiale et Desjardins, Études économiques

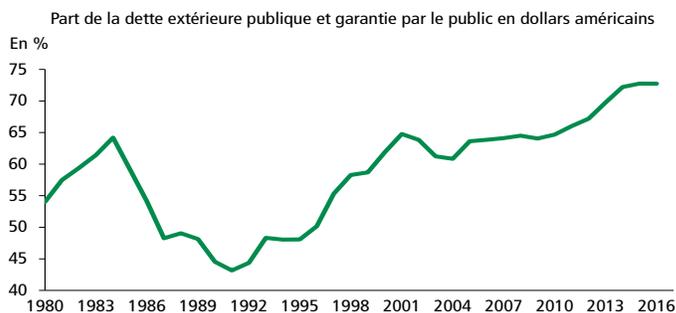
GRAPHIQUE 10
Près de 70 % de la dette extérieure de long terme* est à taux variable



* La dette extérieure de long terme regroupe les créances ayant une échéance d'un an et plus.
Sources : Banque mondiale et Desjardins, Études économiques

Outre le risque de taux d'intérêt, la dette extérieure des pays émergents demeure sensible aux mouvements des taux de change. En moyenne, près des trois quarts de la dette extérieure publique ou garantie par le public sont émis en dollars américains (graphique 11). La moins grande popularité des régimes de taux de change fixes par rapport aux années 1990 réduit néanmoins le risque de turbulences liées au taux de change. L'appréciation généralisée du dollar américain en 2014 a généré des craintes sur les pays émergents et en développement, mais il n'y a finalement pas eu de crise majeure. Entre autres choses, les taux de change flexibles n'obligent pas les pays à relever fortement leurs taux d'intérêt pour défendre leur monnaie.

GRAPHIQUE 11
Les pays à revenu faible et intermédiaire s'endettent essentiellement en dollars américains

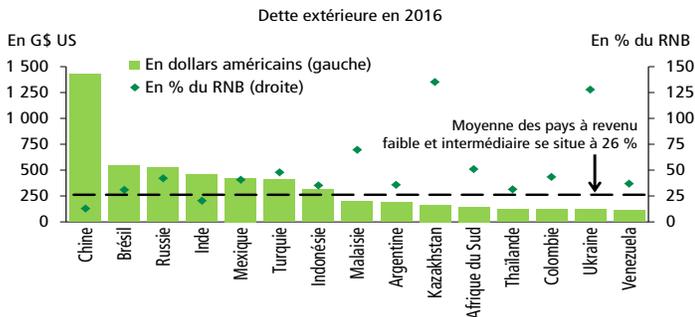


Sources : Banque mondiale et Desjardins, Études économiques

La Chine, championne de la dette

L'endettement extérieur est assez concentré au sein de quelques pays. La somme des 15 plus grosses dettes représente plus des trois quarts de la dette extérieure totale des pays à revenu faible et intermédiaire. C'est la Chine qui détient la part du lion avec une dette d'un peu plus de 1 400 G\$ US en 2016 (graphique 12 à la page 4). Il s'agit cependant d'un niveau d'endettement faible en comparaison au RNB chinois.

GRAPHIQUE 12 Les 15 pays à revenu faible ou intermédiaire les plus endettés à l'étranger

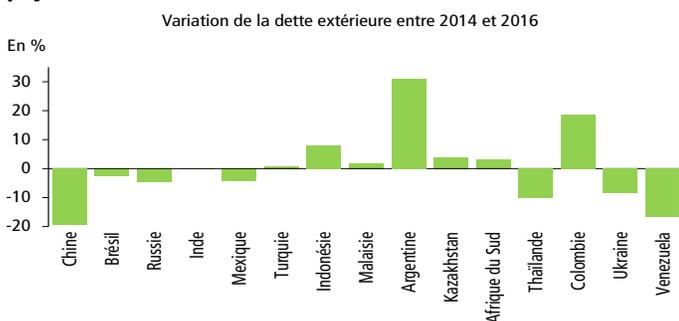


RNB : revenu national brut
Sources : Banque mondiale et Desjardins, Études économiques

Le Brésil arrive au 2^e rang pour la taille de sa dette extérieure, suivi de près par la Russie. En proportion du RNB, l'endettement extérieur brésilien se situe toutefois près de la moyenne de 26 % affichée par les pays à revenu faible et intermédiaire, alors que la Russie se situe à un niveau plus élevé. Le Mexique, la Turquie et l'Indonésie ont un ratio d'endettement extérieur comparable à la Russie. Le Kazakhstan et l'Ukraine affichent les ratios les plus élevés parmi les 15 pays à revenu faible et intermédiaire les plus endettés à l'étranger. Le Kazakhstan est un pays qui a fortement bénéficié des investissements dans le secteur pétrolier par le passé et souffre aujourd'hui de la faiblesse des cours. Quant à l'Ukraine, le conflit avec la Russie en 2014 a affecté sa santé financière.

Dans plusieurs pays, l'endettement extérieur a diminué au cours des dernières années. La Chine se démarque encore une fois avec une réduction d'environ 20 % (graphique 13). La dette a aussi considérablement diminué au Venezuela qui connaît une crise financière et qui a maintenant recours à la création monétaire pour répondre à ses engagements financiers. Les plus fortes augmentations de la dette extérieure ont été observées en Argentine et en Colombie. L'Indonésie affiche aussi une hausse notable de 8 % depuis 2014.

GRAPHIQUE 13 La dette extérieure a diminué dans la plupart des principaux pays endettés



Sources : Banque mondiale et Desjardins, Études économiques

Les pays les plus à risque

Les niveaux de dette et leur évolution récente donnent une indication sur les pays à risque de turbulences financières, mais ces indicateurs ne sont pas parfaits. Il est notamment intéressant d'analyser la taille de leurs réserves d'actifs internationaux. À cet égard, la Chine arrive en tête avec des réserves équivalentes à plus du double de sa dette extérieure totale (graphique 14). Les trois autres grands pays émergents que sont l'Inde, la Russie et le Brésil disposent aussi de réserves importantes couvrant 60 % et plus de leur endettement extérieur. Si l'on se concentre seulement sur la portion à court terme de la dette, la majorité des 15 pays analysés ici disposent de réserves suffisantes pour pallier leurs besoins financiers. Les réserves apparaissent insuffisantes pour la Turquie, l'Argentine, l'Ukraine et le Venezuela.

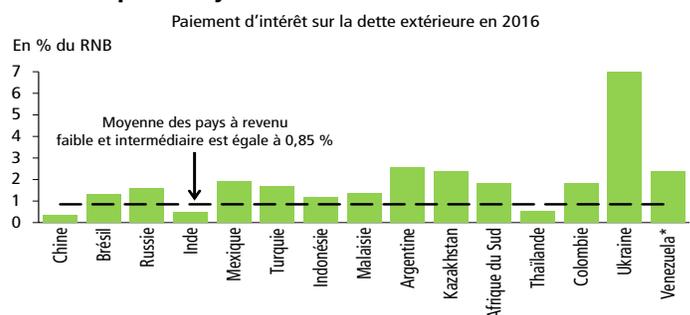
GRAPHIQUE 14 La Chine dispose des plus importantes réserves officielles internationales



Sources : Banque mondiale et Desjardins, Études économiques

Comme l'enjeu principal des prochaines années risque d'être la remontée des taux d'intérêt, il importe aussi de voir quels pays y seront les plus sensibles. En moyenne, les intérêts payés sur la dette extérieure dans les pays à revenu faible et intermédiaire se situent à 0,85 % du RNB. Parmi les pays les plus endettés, seules la Chine, l'Inde et la Thaïlande ont un paiement d'intérêt inférieur à cette moyenne (graphique 15). L'Ukraine arrive en tête avec

GRAPHIQUE 15 La plupart des principaux pays émergents endettés paient plus d'intérêt que la moyenne

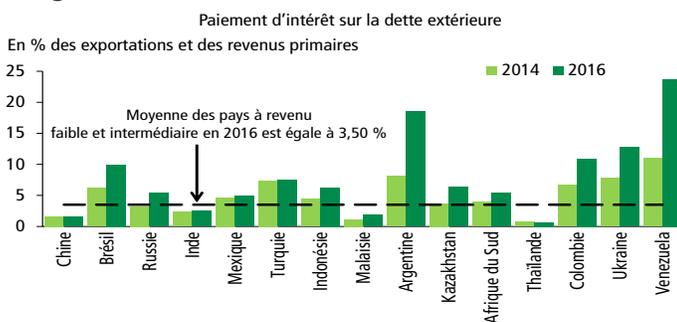


RNB : revenu national brut; * Dernière donnée disponible pour le Venezuela date de 2013.
Sources : Banque mondiale et Desjardins, Études économiques

7 % du RNB, mais tous les pays avec un paiement à près de 2 % ou plus peuvent susciter une certaine inquiétude en considérant que ce ratio devrait augmenter au cours des prochaines années. Le paiement d'intérêt avait dépassé 4 % du RNB en Thaïlande lors de la crise financière de 1998. Une marque similaire avait été atteinte par l'Argentine durant la crise de 1999-2000.

Les paiements d'intérêt en fonction des revenus d'exportation apparaissent également élevés pour plusieurs pays (graphique 16). La situation s'est particulièrement détériorée au cours des dernières années en raison de la diminution des revenus d'exportation, notamment dans le secteur pétrolier et d'autres ressources naturelles. La Chine n'a pas été affectée par ce nouvel environnement. Peu de changements ont aussi été observés pour le Mexique et la Turquie, mais, dans ces deux cas, le ratio des intérêts sur les revenus d'exportation dépasse tout de même la moyenne. Sans rebond des revenus d'exportation, la solvabilité pourrait encore se détériorer dans plusieurs pays à moyen terme.

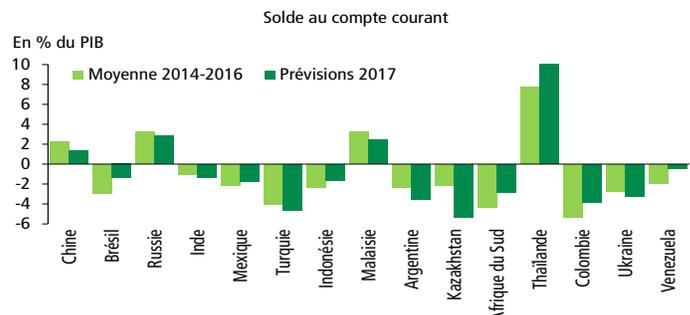
GRAPHIQUE 16
La baisse des exportations et des revenus primaires a contribué à dégrader la solvabilité



Sources : Banque mondiale et Desjardins, Études économiques

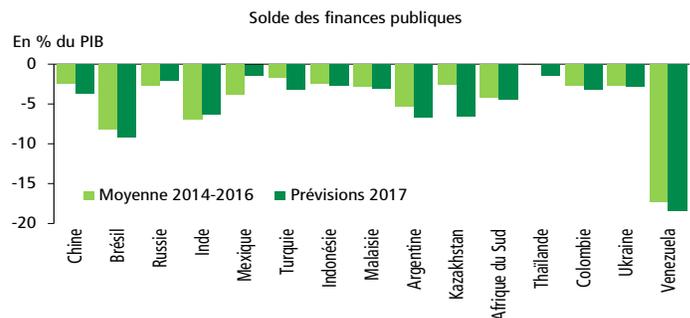
La solvabilité dépendra également des futurs besoins d'emprunt. La persistance des déficits au compte courant s'avère un bon indicateur des besoins en capitaux étrangers d'un pays. Or, la plupart des pays analysés ici cumulent de tels déficits (graphique 17). Une amélioration importante est toutefois observée pour certains d'entre eux, dont le Brésil et l'Afrique du Sud. Il est également intéressant d'analyser l'évolution des déficits publics, lesquels peuvent se traduire par une hausse des emprunts étrangers. À cet égard, la tendance semble plutôt être à la détérioration dans plusieurs pays (graphique 18). Une amélioration importante est notée au Mexique ainsi qu'une amélioration plus légère en Russie et en Inde. À plus de 5 % du PIB, le déficit public de l'Inde demeure néanmoins élevé et se situe dans le même ordre de grandeur que celui du Brésil, de l'Argentine et du Kazakhstan. Le Venezuela est dans une classe à part avec un déficit avoisinant 20 % du PIB, lequel illustre une fois de plus les grandes difficultés financières de ce pays.

GRAPHIQUE 17
Plusieurs pays cumulent les déficits au compte courant



Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 18
La détérioration des finances publiques augmente la pression sur les emprunts à l'étranger



Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

L'économie mondiale n'est pas menacée pour l'instant

Analysée globalement, la situation de l'endettement extérieur dans les pays à revenu faible et intermédiaire semble sous contrôle. La stabilisation de l'endettement depuis 2014 est une bonne nouvelle. Cela dit, un élément de risque important émerge avec la remontée des taux d'intérêt. Conjugué à la diminution des revenus d'exportation de plusieurs pays au cours des dernières années, le risque d'insolvabilité pourrait augmenter. Heureusement, la plupart des pays disposent de réserves officielles internationales suffisantes pour couvrir leurs besoins financiers de court terme. Cependant, une fois cette option utilisée, leur vulnérabilité à un nouveau choc augmenterait considérablement.

L'analyse du risque pour les pays les plus endettés vis-à-vis de l'étranger montre que certains d'entre eux sont déjà dans une situation précaire, en particulier le Venezuela. Cependant, pour avoir une incidence sur le reste du monde, le poids économique du pays aux prises avec des difficultés financières doit aussi être considérable. La Chine a un poids économique très important, mais sa dette extérieure semble parfaitement soutenable. Quelques éléments de risque ont été notés parmi d'autres économies de taille importante comme le Brésil, l'Inde, l'Indonésie, le Mexique, la Russie et la Turquie. Le portrait de

TABLEAU 1
Résumé des faiblesses soulevées au sein des principaux pays émergents

	<u>BRÉSIL</u>	<u>INDE</u>	<u>INDONÉSIE</u>	<u>MEXIQUE</u>	<u>RUSSIE</u>	<u>TURQUIE</u>
Dettes extérieures / RNB dépassant significativement la moyenne			✓	✓	✓	✓
Intérêts payés / RNB dépassant significativement la moyenne				✓	✓	✓
Intérêts payés / exportations dépassant significativement la moyenne	✓		✓			✓
Réserves officielles internationales limitées						✓
Déficit au compte courant persistant et sans amélioration importante		✓	✓	✓		✓
Déficit public important ou en forte détérioration	✓	✓				✓

RNB : revenu national brut.

Source : Desjardins, Études économiques

l'endettement extérieur apparaît alors plus précaire en Turquie (tableau 1). On peut tout de même douter qu'un défaut de ce pays ait une grande incidence sur le reste de l'économie mondiale à moins que l'incertitude générée ne dégrade significativement la situation financière d'autres pays émergents et en développement.

Il sera intéressant de continuer de suivre l'évolution de l'endettement extérieur. D'autres éléments pourraient augmenter le risque d'insolvabilité au cours des prochaines années, comme une montée du protectionnisme qui viendrait réduire les revenus d'exportation et potentiellement la liberté de mouvement des capitaux. Une volatilité accrue des taux de change pourrait également compliquer la situation.

Hendrix Vachon, économiste principal