

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

La plus forte volatilité des devises des pays émergents est-elle inquiétante?



Depuis la mi-avril, la volatilité s'est accrue sur le marché des devises. Un resserrement monétaire plus important est maintenant attendu aux États-Unis, ce qui a donné une impulsion au dollar américain. La volatilité des devises est aussi le reflet d'une plus forte aversion contre le risque récemment alimenté par le saut des cours pétroliers, la recrudescence des tensions financières en zone euro et l'escalade des mesures protectionnistes.

Les devises de plusieurs pays émergents figurent parmi les plus affectées. Doit-on s'en inquiéter? Il s'agit généralement des devises de pays ayant déjà des difficultés, en particulier sur le plan financier. Les dépréciations de change pourraient toutefois aggraver leur situation, car cela augmente le poids de leur dette en devises. Si ce n'est pas les dépréciations de change, les hausses de taux d'intérêt souvent décrétées pour soutenir les devises ou pour limiter les pressions inflationnistes peuvent aussi amener des problèmes. Cela dit, la situation est encore loin de ressembler à celle vécue par plusieurs pays d'Asie du Sud en 1997 et en 1998.

Le contexte international devient risqué pour plusieurs pays émergents

Le resserrement monétaire aux États-Unis constitue la fin d'une longue période de faible taux d'intérêt qui a non seulement aidé l'économie américaine, mais aussi plusieurs économies émergentes. La hausse des taux d'intérêt signifie qu'il sera probablement plus difficile d'attirer des capitaux pour plusieurs pays émergents. Les entreprises, les gouvernements et les ménages risquent d'avoir plus de difficultés à se financer. La croissance économique pourrait donc ralentir dans ces pays.

La hausse des prix du pétrole est un autre élément qui pourrait nuire à la croissance économique des pays émergents, car elle réduit significativement le pouvoir d'achat des consommateurs. La croissance économique pourrait aussi être pénalisée par les hausses de taux d'intérêt décrétées pour essayer d'endiguer l'accélération de l'inflation.

Les tensions financières en Italie il y a quelques semaines ont ravivé de vieilles craintes chez les investisseurs. Même s'il n'y a pas vraiment eu d'effet de contagion, cela semble tout de même avoir réduit l'appétit des investisseurs pour les pays à risque. Quand tout va bien, les primes de risque tendent à diminuer, mais la situation se renverse en période de turbulences, ce qui affecte souvent les pays émergents jugés risqués. La plus

grande aversion pour le risque accentue les difficultés des pays émergents à attirer des capitaux et à financer leur croissance économique.

Le protectionnisme constitue une autre menace, surtout pour les pays comptant beaucoup sur la croissance de leurs exportations. Une escalade des mesures protectionnistes pourrait également se répercuter par une moins grande mobilité des capitaux à l'échelle internationale, ce qui pénaliserait plusieurs pays émergents.

Des mouvements de change inégaux d'une devise à l'autre

Depuis la mi-avril, l'euro est en recul d'environ 6 % par rapport au dollar américain. Une dépréciation similaire est observée pour le dollar canadien et d'autres devises de pays avancés. Plusieurs devises de pays émergents affichent des dépréciations plus importantes, soit d'environ 10 % et plus (graphique 1 à la page 2). Les monnaies du Venezuela et de l'Argentine ont perdu plus de 25 %.

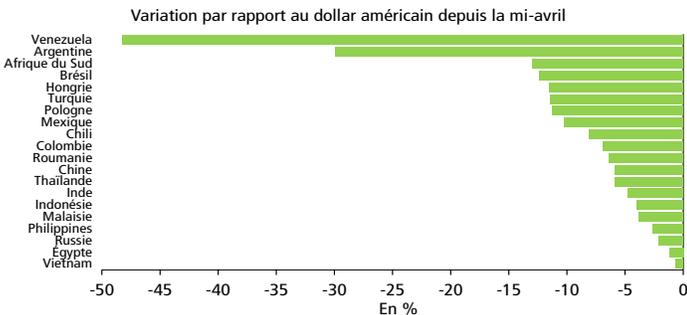
On observe une grande disparité de mouvements au sein des devises des pays émergents. Par exemple, le yuan chinois et le peso colombien se sont dépréciés dans la même proportion que l'euro et d'autres devises de pays avancés, tandis que d'autres devises ont subi moins de pertes. Ce ne sont toutefois pas toutes les monnaies qui évoluent dans un régime de change flexible.

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 © 2018, Mouvement des caisses Desjardins. Tous droits réservés.

GRAPHIQUE 1 Certains devises sont nettement plus pénalisées que d'autres



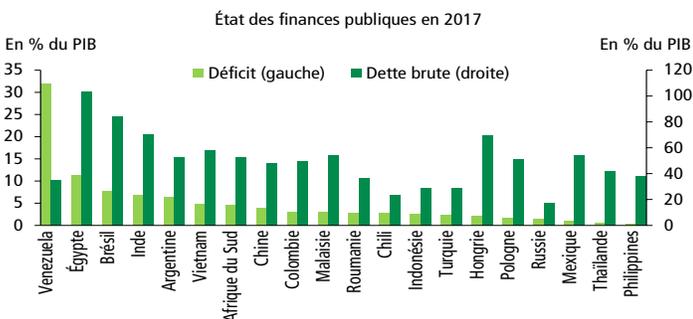
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Certains pays limitent les mouvements de devises comme c'est le cas en Égypte et au Vietnam, ce qui biaise le portrait global de la situation.

La dette est un facteur aggravant

Les pays aux prises avec un problème d'endettement deviennent plus à risque dans un contexte où les taux d'intérêt tendent à augmenter à l'échelle mondiale. La perception que ces pays sont plus fragiles fait fuir les investisseurs et augmente la volatilité des taux de change. Le Venezuela et l'Argentine, dont les devises figurent parmi les plus volatiles, connaissent de telles difficultés financières (graphique 2). L'Égypte, le Brésil et l'Inde sont d'autres cas à surveiller de près.

GRAPHIQUE 2 Les investisseurs sont souvent plus nerveux devant une dette ou un déficit élevé



Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

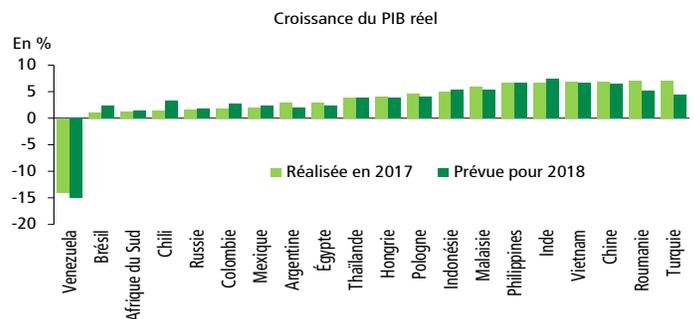
Le Venezuela nage en pleine crise financière et a terminé l'année 2017 avec un déficit public de plus de 30 % du PIB. La difficulté du gouvernement vénézuélien à se financer le force notamment à recourir à la planche à billet, ce qui accentue la dépréciation du bolivar en plus de plonger le pays en hyperinflation. Depuis le début de l'année, le bolivar a perdu 99,9 % de sa valeur.

L'Argentine est un cas moins extrême, mais le pays est tout de même jugé très à risque par les investisseurs en raison de son historique en matière de crise financière. Son déficit public a atteint 6,5 % du PIB en 2017 et sa dette, 53 %. Ses difficultés financières ont récemment nécessité une aide du Fonds monétaire international (FMI). Le peso argentin est sur une tendance baissière depuis quelques années déjà, mais la dépréciation s'est accentuée en avril dernier.

Le déficit public de l'Égypte figure parmi les plus élevés des pays émergents, à 11 % du PIB. Sa dette brute a par ailleurs dépassé 100 % du PIB en 2017. La livre égyptienne n'évolue toutefois pas dans un régime de taux de change flexible et a peu bougé au cours des derniers mois. Cela n'empêche pas qu'elle est parfois dévaluée, comme en novembre 2016 où sa valeur a été coupée de moitié.

L'Inde et le Brésil ont affiché un déficit avoisinant respectivement 7 % et 8 % du PIB. La dette publique brésilienne a dépassé 80 % du PIB en 2017, contre 70 % en Inde. Malgré un portrait des finances publiques similaires, la roupie indienne s'est tout de même beaucoup moins dépréciée que le réal brésilien au cours des derniers mois. D'autres facteurs doivent être pris en compte, notamment l'Inde, qui affiche une croissance économique beaucoup plus élevée que le Brésil. Le PIB indien a cru de 6,7 % en 2017, contre à peine 1 % au Brésil (graphique 3). L'Inde fait néanmoins face à des défis de taille à long terme, mais ceux-ci ne semblent pas trop inquiéter les marchés pour l'instant.¹

GRAPHIQUE 3 L'endettement apparaît moins soutenable si la croissance économique est faible



Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

L'Afrique du Sud n'a pas la pire des situations financières, mais sa faible croissance économique accentue les craintes et pénalise sa devise. Le FMI prévoit d'ailleurs peu d'amélioration pour l'année 2018 avec une croissance économique d'à peine 1,5 %. Une détérioration est prévue au Venezuela, en Argentine et en

¹ *Inde : entre croissance rapide et défis importants*, Desjardins, Études économiques, Point de vue économique, 28 juin 2018, 5 p.

Égypte, tandis qu'une légère accélération de la croissance est prévue au Brésil et en Inde.

La livre turque et le peso mexicain sont deux autres devises ayant montré beaucoup de volatilité dernièrement. Les finances publiques semblent moins un enjeu ici. La croissance économique a néanmoins été modérée au Mexique et peu d'amélioration est prévue pour 2018. La croissance a été beaucoup plus soutenue en Turquie en 2017, mais une baisse de cadence est prévue pour 2018.

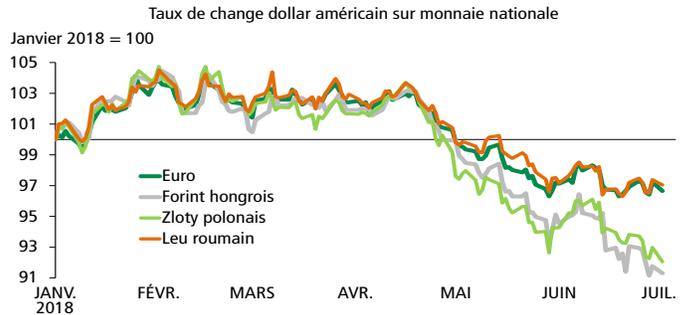
Ajoutons à cela d'autres enjeux

Le peso mexicain semble particulièrement affecté par les spéculations entourant certaines politiques de l'administration Trump. Par exemple, le peso se déprécie fortement lorsque le projet de mur à la frontière mexicaine revient en avant-scène ou lorsque l'accès au marché américain est menacé par des mesures protectionnistes et par un possible abandon de l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA).

La livre turque demeure depuis quelque temps ébranlée par des tensions avec l'occident et des problèmes politiques internes avec en prime un coup d'État raté à l'été 2016. Plus récemment, l'attention a été portée sur la dépendance de la Turquie envers les capitaux étrangers. Cette dépendance se reflète par un important déficit au compte courant, évalué à 5,5 % du PIB en 2017 (graphique 4). À 11 %, l'inflation est également élevée en Turquie, ce qui peut devenir une source d'instabilité économique et financière.

GRAPHIQUE 5

Les devises d'Europe de l'Est ont essentiellement suivi l'euro, mais certaines avec plus d'amplitude



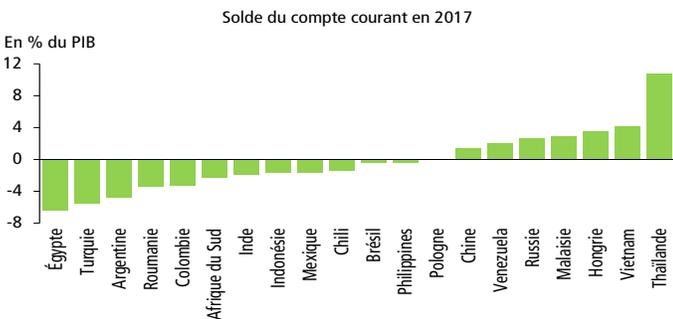
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Le dilemme entre inflation et croissance économique

La dépréciation du taux de change s'accompagne généralement d'une hausse de l'inflation causée par l'augmentation des prix des biens importés (graphique 6). Par ailleurs, si l'accélération de l'inflation est interprétée comme une perte de valeur de la monnaie, cela peut encourager son délaissement et résulter en une dépréciation supplémentaire. Une spirale inflationniste peut ainsi s'installer. Excluant le Venezuela qui est un cas à part en raison de l'utilisation de la planche à billets par le gouvernement, l'inflation est particulièrement élevée en Argentine, en Égypte et en Turquie. La situation est moins sévère au Mexique et en Afrique du Sud, mais ces pays ont tout de même une inflation avoisinant 5 %.

GRAPHIQUE 4

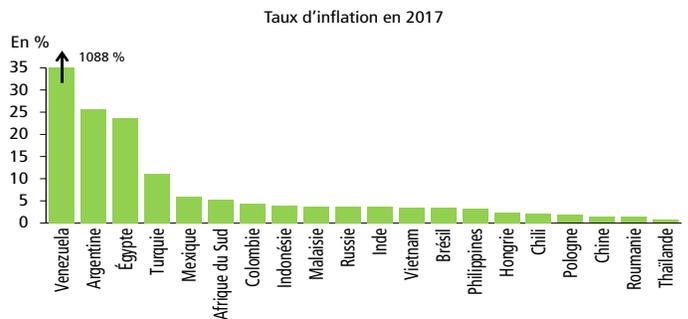
Un solde du compte courant négatif signifie une plus grande dépendance aux capitaux étrangers



Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 6

L'inflation est élevée dans plusieurs pays où les devises se déprécient

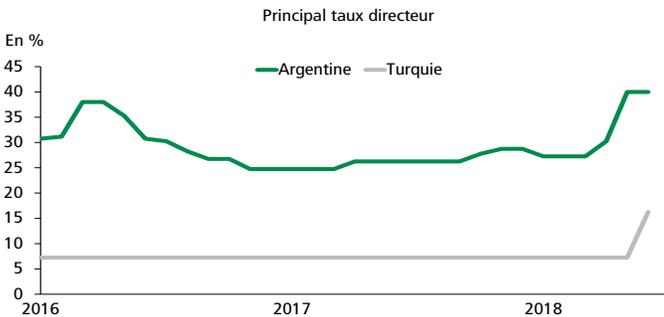


Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

Les devises des pays émergents d'Europe de l'Est suivent généralement les mouvements de l'euro. L'amplitude de la dépréciation a toutefois été plus forte récemment pour le forint hongrois et le zloty polonais (graphique 5). Cette divergence semble surtout liée à l'incertitude après la recrudescence des tensions financières en Italie. Il y a aussi certaines craintes vis-à-vis du secteur financier hongrois et polonais. Qui plus est, ces pays sont gouvernés par des eurosceptiques.

Pour casser la progression de l'inflation, le remède souvent employé est la hausse des taux d'intérêt. Cela vise aussi à freiner la dépréciation du taux de change et à éviter une hausse du poids de la dette extérieure libellée en devises. L'Argentine et la Turquie ont décrété d'importantes hausses de taux d'intérêt au cours des derniers mois (graphique 7 à la page 4). L'Inde les a accompagnées, mais de façon plus modeste avec une hausse de

GRAPHIQUE 7
L'Argentine et la Turquie ont déjà fortement relevé leurs taux directeurs



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

25 points de base, ce qui a amené son principal taux directeur à 6,25 %.

L'augmentation des taux d'intérêt pénalise toutefois la croissance économique. Or, une croissance trop faible va inquiéter les investisseurs, ce qui peut aussi se traduire par de nouvelles dépréciations de change. Plutôt que d'aider, la hausse des taux d'intérêt risque donc d'amener l'économie dans un état de stagflation. Éventuellement, les pressions déflationnistes sous-jacentes à la faible croissance économique prennent le dessus, mais cela peut être très long.

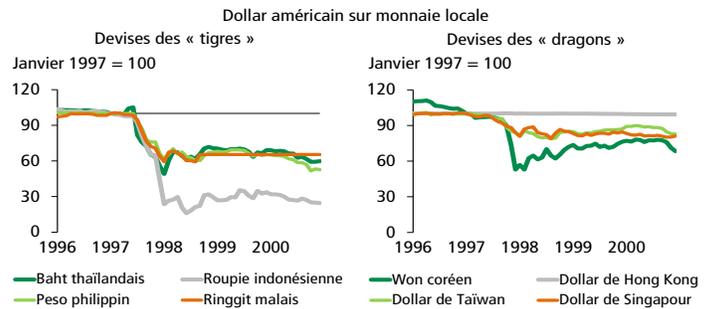
Il s'agit donc d'un véritable dilemme. Pour l'instant, plusieurs pays émergents se sont abstenus de relever leur taux d'intérêt. Cela dit, l'augmentation des prix du pétrole vient compliquer la situation. L'inflation pourrait s'accélérer au point où il sera trop difficile d'attendre pour relever les taux d'intérêt. Des mesures protectionnistes pourraient également générer des pressions inflationnistes.

Un contexte différent de 1997

Même si la volatilité actuelle des devises de plusieurs pays émergents peut sembler importante, elle demeure faible en comparaison aux mouvements de change observés durant la crise financière de 1997 et de 1998 qui a touché les pays d'Asie regroupés sous les appellations « tigres » et « dragons » (graphique 8). Cette crise avait éclaté après une période de surinvestissement. Plusieurs pays s'étaient fortement endettés à l'étranger. Des difficultés à maintenir des régimes de taux de change fixe ont précipité la crise, qui a surtout touché la Thaïlande et l'Indonésie. Le baht thaïlandais a perdu plus de 50 % de sa valeur en quelques mois, tandis que la roupie indonésienne a cédé plus de 75 %. Hong Kong a réussi à défendre son taux de change, mais au prix d'une hausse importante des taux d'intérêt.

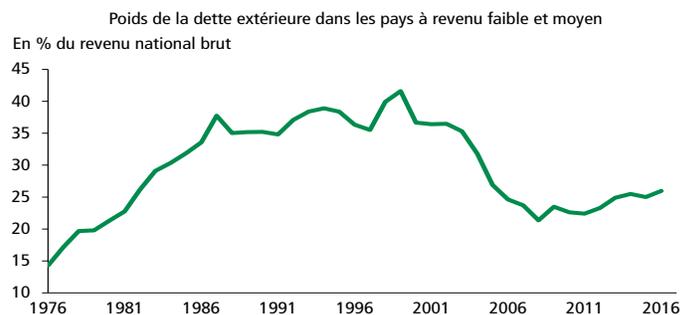
Le problème du surinvestissement est moins un enjeu aujourd'hui et, en moyenne, l'endettement extérieur est nettement plus faible que dans les années 1990 (graphique 9). Étant donné

GRAPHIQUE 8
Rien à voir avec la chute des devises des « tigres » et des « dragons » en 1997



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 9
Le poids de la dette extérieure est plus faible aujourd'hui que dans les années 1990



Sources : Banque mondiale et Desjardins, Études économiques

qu'il y a moins de régimes de taux de change fixe, il y a aussi moins de spéculations sur d'éventuelles dévaluations. Les ajustements de change sont moins drastiques et s'échelonnent sur de plus longues périodes. Enfin, les pays évoluant dans un régime de change flexible n'ont pas l'obligation de défendre systématiquement leur monnaie, au prix de taux d'intérêt élevés et d'une diminution de la croissance économique.

Un autre point qui distingue la situation d'aujourd'hui de celle des années 1990 est le niveau des réserves internationales de devises. Après la crise financière, plusieurs pays émergents ont accumulé d'importantes réserves pour pallier un éventuel autre choc. Ces réserves peuvent être utilisées pour intervenir sur le marché des changes. Elles peuvent limiter le recours à des hausses de taux d'intérêt ainsi que compenser des sorties de capitaux. Depuis 2009, le niveau de ces réserves a diminué, mais il demeure tout de même élevé en comparaison aux années 1990 (graphique 10 à la page 5).

Donc pas de panique, mais la vigilance reste de mise

La volatilité des devises des pays émergents peut soulever quelques craintes. Les mouvements de devises, s'ils sont trop importants, peuvent déstabiliser des économies en augmentant

GRAPHIQUE 10
Même s'il diminue depuis quelques années, le niveau des réserves internationales de devises demeure élevé


Sources : Banque mondiale et Desjardins, Études économiques

le poids des dettes extérieures, en accélérant l'inflation et en nécessitant parfois d'importantes hausses de taux d'intérêt. Pour l'instant, en excluant le Venezuela et l'Argentine, les mouvements de change demeurent encore faibles en comparaison de ce qui a déjà été observé lors de précédentes crises, comme celle qui a frappé plusieurs pays d'Asie en 1997 et en 1998.

La vigilance reste toutefois de mise. Le contexte international est devenu moins favorable pour plusieurs pays émergents. La hausse des taux d'intérêt augmentera les difficultés de financement, surtout pour les pays les plus endettés. La hausse des prix du pétrole risque de faire bondir l'inflation, alors qu'elle est déjà élevée dans certains pays. Enfin, la montée du protectionnisme pourrait devenir très problématique. Il s'agit déjà d'une source importante de volatilité pour le peso mexicain. La Chine, qui compte pour 18 % du PIB mondial, pourrait connaître d'importantes difficultés advenant une escalade des barrières au commerce. La volatilité du yuan chinois serait probablement accrue dans un tel scénario.

Hendrix Vachon, économiste principal