



# Recul significatif ou simple accès de faiblesse des réserves de change des marchés émergents ?

May 4, 2015



Mark Mobius  
Executive Chairman  
Templeton Emerging Markets Group

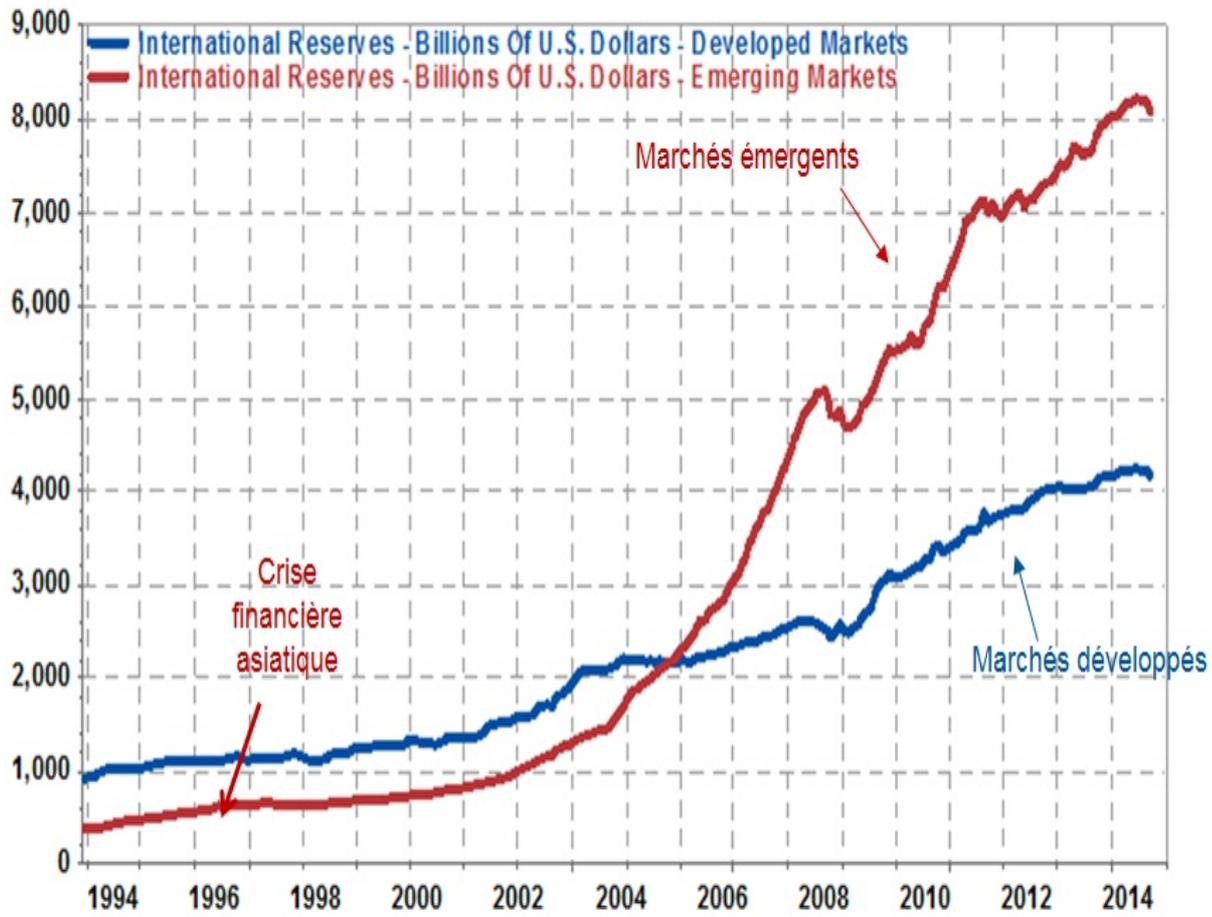
Pour les investisseurs qui cherchent à se positionner sur les marchés émergents, la croissance régulière des réserves de change (à un rythme souvent supérieur à celui de la majorité des pays développés) a été un argument convaincant ces vingt dernières années. Grâce à elle, les marchés émergents sont d'ailleurs devenus les principaux acheteurs de dette américaine et européenne. L'année dernière a toutefois été caractérisée par le recul général des réserves de change des marchés émergents, si bien que les experts s'interrogent désormais sur le risque d'une accélération de cette baisse susceptible d'avoir des répercussions potentiellement néfastes pour les marchés.

Comme le Fonds monétaire international (FMI) l'a annoncé, le montant total des réserves de change des marchés émergents a reculé de 114,5 milliards de dollars en glissement annuel en 2014, pour s'établir à 7 740 milliards de dollars (NB : un pic d'un peu plus de 8 000 milliards de dollars a été enregistré au deuxième trimestre 2014) [\[1\]](#). Toutefois, malgré les signes d'un léger affaiblissement des réserves de change, les marchés émergents restent les premiers créanciers mondiaux. De notre point de vue d'investisseurs en actions internationales, d'autres facteurs nous donnent également à penser que les marchés émergents demeurent globalement plus solides que l'ensemble des pays développés, notamment leur démographie plus favorable et les prévisions plus encourageantes concernant leur croissance économique. En effet, le FMI prévoit une croissance du PIB de 2,4 % en 2015 dans les économies développées, contre 4,3 % dans les économies émergentes et frontières [\[2\]](#).

Le recul relativement modéré des réserves de change des marchés émergents nous semble plutôt insignifiant dans le contexte macroéconomique global, et concerne peut-être davantage les pays développés qu'émergents.

# Réserves de change

## Décembre 1994-décembre 2014



Source : EIU (Economist Intelligence Unit), OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques).

Les marchés émergents sont représentés par l'indice MSCI Emerging Markets et les marchés développés par l'indice MSCI World.

Les indices ne font l'objet d'aucune gestion et il n'est pas possible d'y investir directement. Voir [www.franklintempletondatasources.com](http://www.franklintempletondatasources.com) pour des informations supplémentaires sur le fournisseur de données.



FRANKLIN TEMPLETON  
INVESTMENTS

### Répercussions de la baisse des réserves de change sur les marchés émergents

Selon nous, la baisse des réserves de change constatée en 2014 est assez insignifiante à la lumière de la formidable hausse enregistrée depuis la crise financière asiatique il y a vingt ans. Représentant plus de quatre fois leur niveau de 2004, elles restent très élevées. À quelques exceptions près, cela paraît largement suffisant pour répondre aux besoins de financement à court terme.

Le tableau ci-dessous montre que le niveau global des réserves de change des marchés émergents permet de satisfaire les besoins de financements de la plupart d'entre eux.

# Les niveaux de réserves semblent convenables sur la plupart des marchés émergents

	Déficit courant (en mlds USD) 2015*	Dette extérieure à court terme (en mlds USD)	Besoins de financement externe (en mlds USD)	Réserves de change (en mlds USD) 2015*	% de besoins de financement externe
Ukraine	1	40	41	5	11 %
Venezuela	8	24	32	20	63 %
Turquie	32	133	165	107	65 %
Afrique du Sud	15	27	42	40	94 %
Argentine	10	18	27	26	96 %
Malaisie	-7	103	96	101	105 %
Roumanie	2	26	28	34	123 %
Colombie	19	12	31	45	144 %
Indonésie	27	47	74	109	147 %
Mexique	27	93	120	190	158 %
Hongrie	-6	23	17	39	229 %
Inde	29	86	115	312	272 %
Brazil	70	54	124	354	287 %
Thaïlande	-17	59	42	148	350 %
Pérou	9	7	16	58	371 %
Chine	-356	625	268	3730	1390 %
Philippines	-17	16	-1	70	NC

Source : Fonds monétaire international, Bloomberg, Banque mondiale, sur la base des données les plus récentes disponibles pour 2013-2014. La dette extérieure à court terme correspond à un endettement dont l'échéance initiale est égale ou inférieure à un an. Les données disponibles ne permettent aucune distinction entre les dettes à court terme non garanties publique et privée. Les données sont en dollar américain constant.

\*Prévision. Rien ne garantit que les prévisions se révéleront exactes.



FRANKLIN TEMPLETON  
INVESTMENTS

## Répercussions politiques

Les réserves avaient une importance cruciale dans les années 1970, 1980 et 1990, des époques durant lesquelles les devises étrangères (dollar américain, yen ou Deutsche Mark) servaient d'ancrage à de nombreux marchés émergents pour contrôler leur inflation, notamment les pays d'Amérique latine à conjoncture marquée par une forte inflation.

Sauf quelques exceptions, l'inflation est devenue un problème du passé pour la plupart des marchés émergents. Cela ne veut pas dire pour autant que l'inflation ne peut pas redevenir problématique, mais puisque de nombreux pays sont parvenus à faire du ciblage de l'inflation un instrument de politique ou que leur banque centrale s'est forgé une crédibilité, ils ont progressivement abandonné les interventions de change comme outil de contrôle de l'inflation. Ainsi, de nombreux pays ont gagné en indépendance dans leur façon de mener leur politique monétaire et la plupart n'ancrent plus leur devise sur le dollar américain. Selon nous, cela signifie que le niveau de réserves est globalement moins pertinent, car en adoptant pour la plupart un régime de change plus flexible, les pays émergents n'ont plus autant besoin de réserves abondantes pour défendre leur devise. À l'heure actuelle, très peu de pays (voire même aucun) utilisent un mécanisme de flottement pur des taux de change. Ils ont pour la plupart recours à une politique dite de « flottement impur », qui consiste à laisser le marché fixer le taux, mais à travers laquelle la banque centrale intervient pour atteindre l'objectif souhaité.

Le débat savant auquel l'ancien président de la Réserve fédérale Ben Bernanke et l'ancien secrétaire américain au Trésor Lawrence Summers se livrent actuellement sur la question d'une stagnation durable et de l'origine de la faiblesse des taux d'intérêt à l'échelle mondiale tombe à point nommé. Le nœud du problème consiste à déterminer si les taux sont faibles parce que les investisseurs sont trop rares ou les épargnants trop nombreux. Ben Bernanke affirme que ce ralentissement est attribuable à l'excédent mondial d'épargne, tandis que Lawrence Summers revendique que c'est à cause de la croissance démographique et de la pénurie imminente d'opportunités d'investissements rentables.

Dans tous les cas, il semble qu'un excédent d'épargne par rapport au niveau d'investissement nécessaire fait chuter les taux de change réels d'équilibre (à des niveaux parfois négatifs), sur lesquels ne peuvent s'aligner les taux directeurs (taux souhaités par les banques centrales, qui ne peuvent être négatifs).

Si nous devons nous rallier à l'hypothèse de Ben Bernanke, une diminution des réserves de change des marchés émergents serait probablement annonciatrice d'une baisse du taux d'épargne dans ces pays, entraînant ainsi une hausse du taux d'équilibre qui s'alignerait sur le niveau atteignable du taux directeur. L'équilibre serait ainsi restauré.

Pour conclure, il ne faut pas s'inquiéter outre mesure du recul du niveau des réserves. Les pays ont gagné en indépendance dans leur façon de mener leur politique monétaire et la plupart n'ancrent plus leur devise sur le dollar américain, ce qui leur donne plus de liberté pour fixer leurs propres taux d'intérêt.

Le recul des réserves pourrait mettre en avant un autre problème : l'attrait moindre des marchés émergents à court terme, parce qu'ils ne peuvent plus générer les mêmes excédents courants que par le passé (en raison de la baisse des prix des matières premières qui pénalise leurs producteurs) ou parce qu'ils ne captent plus les capitaux nécessaires pour financer des opportunités d'investissement prometteuses. Autrefois, ces deux facteurs généraient des entrées de capitaux en dollar américain, qui favorisaient la croissance des réserves des banques centrales des marchés émergents.

*Les commentaires, les opinions et les analyses de Mark Mobius sont personnels et fournis à titre d'information uniquement dans l'intérêt général et ne sauraient constituer un conseil d'investissement individuel, une recommandation ou une incitation à acheter, vendre ou détenir un titre ou à adopter une stratégie d'investissement particulière. Ils ne constituent pas un conseil d'ordre juridique ou fiscal. Les informations contenues dans ce document sont valables à leur date de publication et peuvent changer sans préavis, et ne constituent pas une analyse complète des événements survenant dans les divers pays, régions ou marchés.*

*Les données de tierces parties peuvent avoir été utilisées dans la préparation de ce document et Franklin Templeton Investments (« FTI ») n'a pas vérifié, validé ni audité de manière indépendante ces données. FTI décline toute responsabilité quant aux éventuelles pertes résultant de l'utilisation de ces informations et la pertinence des commentaires, analyses et opinions présents dans cet article est laissée à la seule appréciation du lecteur. Les produits, services et informations peuvent ne pas être disponibles dans toutes les juridictions et sont fournis par les sociétés affiliées de FTI et/ou leurs distributeurs, dans la mesure où la réglementation/législation locale l'autorise. Veuillez consulter votre conseiller financier pour toute information supplémentaire sur la disponibilité des produits et services dans votre juridiction.*

## Quels sont les risques ?

**Tout investissement comporte un risque, notamment celui de ne pas récupérer le capital investi.** Les investissements dans des titres étrangers comportent des risques spécifiques : fluctuations de change, instabilité économique et évolution de la situation politique, par exemple. Investir dans les marchés émergents, y compris dans la sous-catégorie des marchés frontières, implique des risques accrus concernant ces mêmes facteurs, lesquels s'ajoutent aux risques liés à leur plus petite taille, à leur liquidité inférieure et à l'absence d'un cadre juridique, politique, commercial et social établi pour soutenir les marchés boursiers. Les risques liés à l'investissement dans les marchés frontières sont encore supérieurs à ceux associés aux marchés émergents en raison du développement moins avancé des structures précitées, ainsi que du potentiel de forte volatilité des prix, de la liquidité insuffisante, des barrières commerciales et des contrôles sur les taux de change.

---

[1] Source : Fonds monétaire international (FMI), 31 mars 2015.

[2] Source : Fonds monétaire international (FMI), Perspectives économiques mondiales, avril 2015. Rien ne garantit que les prévisions se révèlent exactes.