

Perspectives

N°21/185 – 25 mai 2021

ÉMERGENTS – La hausse des réserves : trompe-l'œil statistique ou signe d'une crise atypique ?

Quelques rappels de méthode

Les réserves de change font partie de ces indicateurs utilisés dans tous les *ratings*, souverains et pays, dont la fonction est de pointer un risque immédiat de change ou/et de liquidité. Ce sont des indicateurs qui parlent, d'abord, du court terme. Surtout, leur évolution peut déclencher des effets en chaîne dont les conséquences sont essentielles pour le financement d'un pays. Concrètement, lorsqu'elles dépassent certains seuils d'alerte, elles sont perçues par les investisseurs comme un feu rouge, et cela impacte les monnaies, les *spreads* et les *ratings* souverains (qui, par construction, surpondèrent le risque de liquidité). Concrètement aussi, un pays peut donc être mal classé dans un *rating* à cause de ses réserves de change, même s'il a une bonne dynamique de croissance. Allez voir du côté du Bosphore pour y trouver un cas d'école ! À ce titre, une évolution négative des réserves de change donne parfois la sensation d'une sanction trop brutale, alors que des dynamiques positives se dessinent dans les économies réelles. Mais les *ratings* n'y sont pour rien : ils servent à analyser les risques, pas les opportunités.

Les réserves de change sanctionnent donc une probabilité accrue de crise mais en contrepartie, elles peuvent aussi rassurer quand elles sont à un niveau que les investisseurs jugent comme suffisant, et donc offrir des marges de manœuvre aux politiques monétaires. L'évaluation des réserves n'est pas qu'une arithmétique, le rôle de la confiance est central, comme tout ce qui touche au monétaire. Les plans d'aide du FMI servent souvent à cela, c'est-à-dire à maintenir les réserves au-dessus des seuils d'alerte. Les Ukrainiens en savent quelque chose. Mais comment, pourquoi, à quel niveau s'établit cette confiance ?

La difficile triade confiance/change/liquidité

Rappelons que les réserves ont deux fonctions majeures : elles servent de trésorerie pour défendre le taux de change, mais aussi de point de référence pour évaluer la liquidité externe d'un pays, en les comparant à un besoin de financement à court terme. Les ratios de ce genre sont variés, mais ils ne font globalement pas de distinction entre la part publique et privée de la charge de remboursement. Autrement dit, ces ratios pointent une dégradation de la liquidité sans indication des acteurs les plus en danger. Cette vision globale est néanmoins un passage obligé car elle contraint à s'intéresser aux liens qui peuvent transmettre une pénurie de liquidité dans une économie, risque systémique oblige... Enfin, exprimer les réserves de change en mois d'importations est devenu une sorte de raccourci de l'analyse souveraine, au point que le seuil d'alerte des trois mois ressemble parfois plus à un « point focal » (et de spéculation !), cher aux amateurs de finance comportementale, qu'à un vrai indicateur de liquidité.

Quoi qu'il en soit, pour une Banque centrale (surtout celles des pays moins avancés et/ou en déficit externe structurel), il n'y a pas le choix. Ancrer la confiance des investisseurs est la clé pour gérer cette double fonction des réserves, qui peut vite devenir un piège : défendre le change fait baisser les réserves, qui se rapprochent alors des seuils d'alerte sur le besoin de financement... Et c'est là que se joue la transformation d'un risque de change en risque de liquidité. C'est là aussi qu'un marché fait confiance à une Banque centrale, ou pas. Or cette confiance se construit peu à peu, et les réserves seront jugées à leur niveau mais aussi à leur stabilité dans le temps.

Attention à la mesure !

Les réserves peuvent être « manipulées », ou elles peuvent être opaques, quant à leur caractère liquide. De plus, on peut considérer que certains fonds souverains sont une garantie de liquidité, mais d'autres

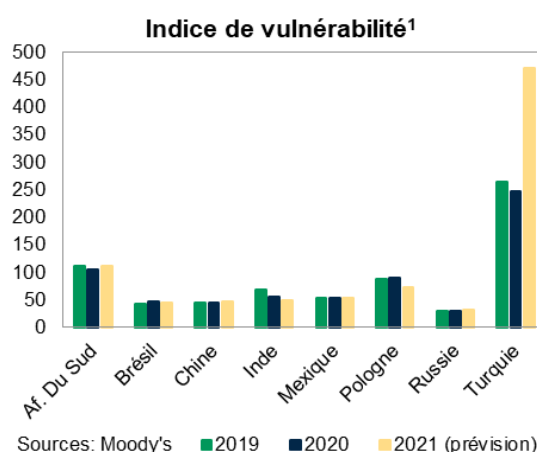
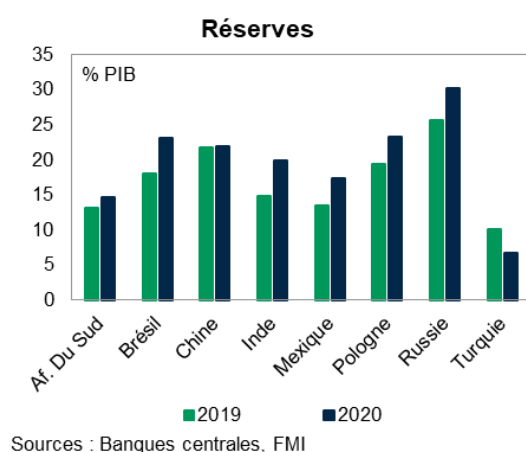
non. Là jouent encore des questions de confiance, qui touchent à la fameuse *willingness to pay* des États. Dans les réserves, il y a enfin beaucoup de choix politiques. Ainsi, la Russie exprime ses choix stratégiques : maintenues à un niveau élevé, y compris pendant la crise de Covid, les réserves sont une garantie d'autonomie financière face aux sanctions. Elles sont aussi un signal de sortie de l'orbite « occidentale » avec une part du dollar désormais inférieure à celle de l'or. Dans une étude de 2017, B. Eichengreen¹ a d'ailleurs montré, à partir d'une analyse de dix-neuf pays avant la première guerre mondiale, qu'une alliance militaire augmentait de 30 points de pourcentage les réserves d'un pays conservées dans la monnaie du pays partenaire. Il montre aussi qu'un doute sur la capacité des États-Unis à vouloir, ou même à être capable d'assurer la sécurité des pays alliés (pour ceux qui ne sont pas des puissances nucléaires), ferait baisser la part du dollar dans les réserves mondiales...

Et aujourd'hui ?

Aussi surprenant que cela puisse paraître en période de crise, les statistiques de nombreuses Banques centrales des grands pays émergents font apparaître une hausse des réserves en devises, en pourcentage du PIB, entre fin 2019 et fin 2020. On pourrait tenter une explication logique : ces pays ayant tous, sauf la Chine et la Turquie, connu des récessions en 2020, un niveau de réserves constant, voire en baisse (inférieure à la récession) suffirait ainsi à expliquer ce phénomène. Cette explication est valable pour certains pays. Le niveau des réserves sud-africaines et brésiliennes a bien diminué entre décembre 2019 et décembre 2020, mais est compensé par l'ampleur de la récession dans ces deux pays (recul du PIB d'environ 7% en Afrique du Sud et de 5% au Brésil).

Pour les autres (Chine, Inde, Mexique et Russie), l'explication se trouve ailleurs, car le niveau des réserves à fin 2020 est bien supérieur à celui de fin 2019. Spectaculairement même dans le cas de l'Inde où il a, pour la première fois dans l'histoire du pays, dépassé les 500 milliards de dollars. Plusieurs explications : du côté des sorties d'abord, puisque la position courante de l'Inde s'est améliorée en 2020, du fait de la baisse des prix du pétrole et de l'effondrement des importations, ce qui a permis au pays de dégager un solde courant positif pour la première fois depuis plus de dix ans. Et bien que la dette publique ait progressé avec la crise, sa faible part en devises a empêché une chute brusque des réserves. Du côté des entrées, ensuite, puisque l'Inde est le seul pays avec la Chine à avoir vu ses flux d'IDE nets entrants augmenter en 2020. Histoire à peu près similaire en Chine, où les mouvements sont tout de même bien moins impressionnants : excédent courant et entrées d'IDE sont venus une nouvelle fois alimenter les réserves.

En 2009, la crise avait conduit à une baisse des réserves de change au niveau mondial. Cette fois-ci, le panorama semble plus hétérogène. Peut-être parce que dans certains pays – dont l'Inde est encore un bon représentant – les fragilités se sont en fait plus déployées au niveau interne qu'externe. Le niveau des réserves n'est donc pas l'indicateur le plus pertinent pour témoigner de la vulnérabilité de toutes les économies dans cette crise.



¹ Indice de vulnérabilité = Dette externe à court terme + dette externe à long terme arrivant à échéance + dépôts des non-résidents sur un an/réserves officielles en devises (%)

¹ "Mars or Mercury? The Geopolitics of International Currency Choice" – B. Eichengreen, A. J. Mehl, L. Chițu, NBER working papers

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
20/05/2021	<u>Les métaux pour batteries sous tension</u>	Sectoriel
20/05/2021	<u>Afrique du Sud – De bonnes nouvelles dans un horizon de contraintes insurmontables ?</u>	Émergents
19/05/2021	<u>Hong Kong – Comment gérer une reprise "en K" ?</u>	Asie
19/05/2021	<u>Royaume-Uni – Après un T1 pas trop mauvais, la reprise s'annonce forte</u>	Royaume-Uni
18/05/2021	<u>Royaume-Uni – La BoE a confirmé son positionnement relativement hawkish en mai</u>	Royaume-Uni
18/05/2021	<u>Inflation et prix d'actifs</u>	France
11/05/2021	<u>L'inflation et tendance de long terme</u>	Monde
10/05/2021	<u>France – Programme de stabilité 2021-2027 : ratio de dette publique stabilisé à un haut niveau</u>	France
07/05/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
06/05/2021	<u>L'inflation en zone euro : cible de la BCE</u>	UE
05/05/2021	<u>Moyen-Orient & Afrique du Nord – Entre déflation et hyperinflation, une région très contrastée</u>	MENA
04/05/2021	<u>Inde – Le déferlement d'une nouvelle vague de contaminations plonge le pays dans l'incertitude</u>	Inde
04/05/2021	<u>L'inflation en zone euro : boucle prix-salaire</u>	UE
04/05/2021	<u>Royaume-Uni – Élections à venir en Écosse : test sur la question de l'indépendance</u>	Royaume-Uni
03/05/2021	<u>États-Unis – La croissance accélère au premier trimestre, tirée par la consommation privée</u>	États-Unis
30/04/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde

Crédit Agricole S.A. — Direction des Études Économiques

12 place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la Publication : Isabelle Job-Bazille

Rédacteur en chef : Armelle Sarda

Documentation : Dominique Petit – **Statistiques** : Robin Mourier

Secrétariat de rédaction : Christine Chabenet

Contact: publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/>

iPad : application **Études ECO** disponible sur App store

Android : application **Études ECO** disponible sur Google Play

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.