



V. Riches-Flores

Retrouvez nous sur :  
[www.richesflores.com](http://www.richesflores.com)

6 décembre 2013

Sommaire

**Les marchés émergents en mode « tapering »**

**Risque de change et risque de taux : comment les grands pays émergents se situent-ils ?**

### Les marchés émergents en mode « tapering »

L'emballement des anticipations sur un possible revirement de la politique de la Fed n'a pas tardé à produire ses effets sur les marchés internationaux et, comme durant l'été, les pays émergents en encaissent le contre coup. Les tensions sur les devises et les taux d'intérêt des pays les plus fragilisés ont repris de plus belle depuis une dizaine de jours, poussant les plus exposés à de nouvelles mesures de protection. L'annonce, hier, de la Banque Centrale brésilienne d'une extension de son programme d'intervention sur les marchés des changes -initié en août et censé prendre fin en décembre- témoigne des difficultés en place. Alors qu'une correction des anticipations semble peu vraisemblable avant la réunion du FOMC des 17 et 18 décembre, la situation pourrait devenir critique dans plusieurs pays émergents dans les prochains jours.

Alors que les devises des pays les plus attaqués début septembre sont restées très affaiblies et que les tensions sur les taux d'intérêt ne se sont guère relâchées, la capacité des pays les plus fragiles à faire face à un nouveau regain de tensions est, en effet, souvent très réduite. Le Brésil, l'Argentine, l'Inde, la Turquie, l'Indonésie, l'Afrique du Sud mais également la Russie, semblent aujourd'hui particulièrement exposés à l'onde de choc que constitue le changement de perspectives sur la Fed. Ces économies qui cumulent pour la plupart des déficiences structurelles bien connues (insuffisance d'investissement, fragilité des comptes courants, inflation élevée) ont maintenu des taux d'intérêt substantiellement plus élevés que dans les autres pays émergents ces deux dernières années ce qui a constitué un refuge pour les capitaux internationaux en mal de rendement durant les années de « quantitative easing ». Elles sont, de fait, aujourd'hui les premières à subir le contre coup de la réallocation des capitaux induite par le changement d'anticipations sur la politique de la Fed.

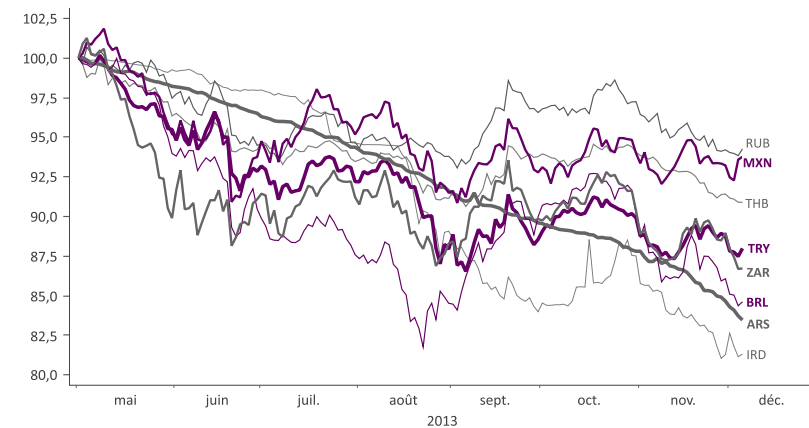
Taux des emprunts d'Etat à 10 ans



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Taux de changes vis-à-vis du \$

1er mai 2013 = 100



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Depuis début mai, la roupie indonésienne, le peso argentin et le réal brésilien ont ainsi perdu entre 15 et 20 % de leur valeur vis-à-vis du dollar ; la lire turque, le rand sud-africain et le rouble ont décroché de 10 %. Dans le même temps, les conditions de financement de ces pays se sont considérablement détériorées. La hausse des taux directeurs n'a que marginalement protégé les devises mais s'est, en revanche, très largement transmise aux taux d'intérêt à long terme. Depuis le début du mois de mai, les taux d'intérêt à 10 ans des emprunts d'État ont ainsi subi des hausses très importantes, comprises entre 200 et 400 points de base et oscillent dorénavant sur des niveaux souvent proches de 10%, voire bien au-delà s'agissant du Brésil, où ils flirtent avec les 13 % l'an.

Dans un contexte économique difficile, ce regain de tensions a souvent endommagé un peu plus le socle de la croissance. En l'absence d'amélioration suffisante sur le front international, la chute des devises n'a que très peu d'effets sur la compétitivité à l'exportation mais se paye cher, en revanche, à l'importation. Détérioration des termes de l'échanges et renchérissement du crédit finissent par conséquent par éroder la croissance de la demande domestique et par peser de plus en plus sur les perspectives, en témoigne la nouvelle contraction du PIB brésilien au troisième trimestre annoncée cette semaine (-0,5 % par rapport au deuxième trimestre).

Les développements en cours sont donc, à l'évidence, préoccupants et l'évolution du risque assorti à la situation présente indissociable de l'orientation de politique monétaire que prendra in fine la Fed. Cette dernière peut-elle ignorer le risque que représenterait un revirement de sa politique quantitative ? Nous continuons à en douter, mais si jamais tel venait à être le cas, il s'agirait, manifestement, d'une bien mauvaise nouvelle. Le scénario international privilégié par le consensus est en effet très largement lié à l'anticipation d'une amélioration de la situation des pays émergents, que toute accentuation de la crise présente fragiliserait significativement... La Fed serait dès lors bien mal inspirée de se laisser influencer par le consensus de marchés aujourd'hui !

## Risque de change et risque de taux : comment les grands pays émergents se situent-ils ?

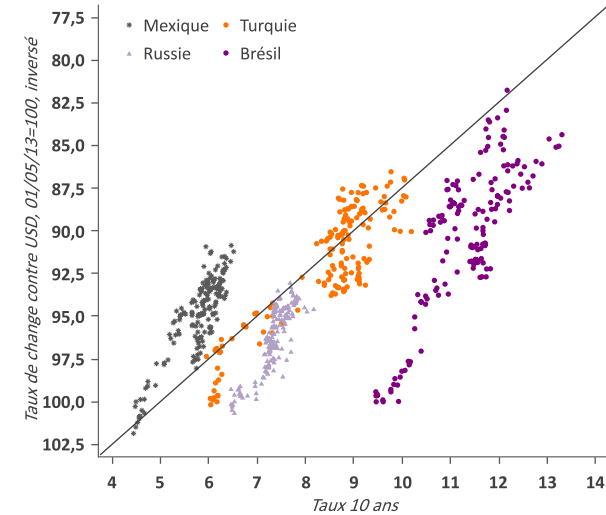
L'exposition des différents pays émergents à la montée des tensions est très inégale. Les développements récents incitent à classer les différentes économies en différents groupes :

- Les économies abritées. Il s'agit pour la plupart d'économies asiatiques, exportatrices de produits manufacturés, en situation d'équilibre ou d'excédent courant dans lesquelles l'inflation est, le plus souvent, absente. Ces économies ne sont pas celles vers lesquelles se sont orientés les capitaux étrangers ces derniers trimestres et bénéficient aujourd'hui de l'amélioration du sentiment sur les perspectives industrielles. La Chine, la Corée, la Malaisie sont les principaux représentants de ce groupe auquel on pourrait éventuellement ajouter la Thaïlande, si la situation politique intérieure n'était pas l'actuelle. Leurs devises ne sont pas exposées et pourraient, même, profiter du vent de panique actuel à l'égard du reste du monde émergent.

- Les économies émergentes moins spécialisées sur le front manufacturier sont de, manière générale, beaucoup plus exposées, du fait de l'amplification de leurs déséquilibres au cours des deux dernières années. Très dépendantes de leurs exportations de produits de base, ou trop exposées aux débouchés européens, celles-ci ont considérablement perdu de leurs ressources à l'exportation et font face à une dégradation marquée de leur position extérieure, généralement accompagnée d'une montée des tensions inflationnistes. Malgré ces points communs, l'exposition de ces pays aux mouvements de capitaux initiés depuis le changement de discours de la Fed au mois de mai s'est révélée assez inégale, en fonction de ce qu'ont fait ou non les responsables monétaires des pays concernés.

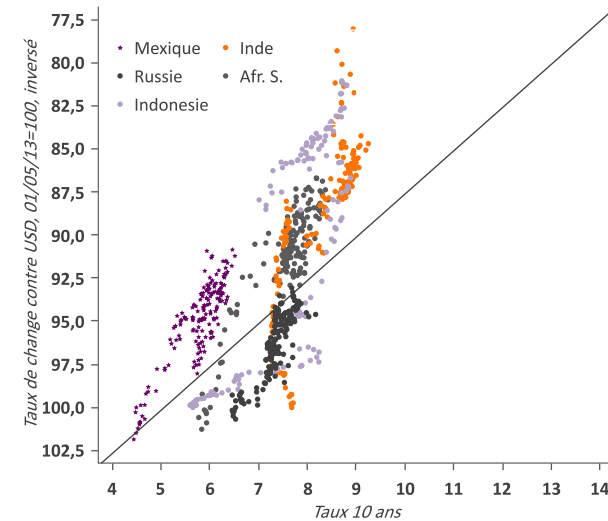
- Les hausses de taux pratiquées par les banques centrales brésilienne, indienne, turque et indonésienne ont généralement permis d'atténuer quelque peu la chute des devises. Ces politiques ont néanmoins créé les conditions de très fortes hausses des taux de financement à court et long terme susceptibles de fragiliser la situation conjoncturelle et de peser sur les finances publiques. Le risque assorti au regain de tensions présent est donc particulièrement élevé pour ce groupe de pays. La situation du Brésil est à ce titre, sans aucun doute la plus inquiétante, ce pays ayant déjà relevé ses taux directeurs de 7,25 % au printemps à 10 % sans que cette action se révèle suffisante.

### Taux à 10 ans et taux de change depuis mai



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

### Taux à 10 ans et taux de change depuis mai



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

- Paradoxalement, les pays qui ont enregistré de fortes dépréciations de leurs devises sans remontées massives de leurs taux de financement sont généralement ceux dans lesquels les politiques monétaires ont été relativement inertes et qui disposent, de fait, d'une marge d'action. Le risque de change y est donc potentiellement moins important que dans le premier groupe mais la vulnérabilité des conditions de financement également plus grande.

Véronique Riches-Flores  
[contact@richesflores.com](mailto:contact@richesflores.com)

La Société RichesFlores Research élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques internationales ainsi qu'une recherche transversale sur les développements de l'économie mondiale à court, moyen et long termes.

RichesFlores Research est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est protégée par le fait que RichesFlores Research n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de RichesFlores Research.

Cette recherche comme son contenu sont la propriété exclusive de RichesFlores Research et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de RichesFlores Research.

Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement.

Véronique Riches-Flores, [contact@richesflores.com](mailto:contact@richesflores.com)