



Affichage des cours de la bourse à Times Square, New York.

# RETOMBÉES

*Jiaqian Chen, Tommaso Mancini-Griffoli et Ratna Sahay*

**La politique monétaire non conventionnelle récente de la Fed semble avoir touché les pays émergents plus que les politiques traditionnelles**

**Q**UAND les États-Unis éternuent, le reste du monde s'enrhume. L'adage a du vrai. La récente crise financière internationale a démontré l'importance des États-Unis pour l'économie mondiale — pour le meilleur comme pour le pire.

La crise a illustré la capacité de la politique monétaire américaine à empêcher une dépression mondiale. Cette politique a toutefois eu des effets secondaires notables, notamment une hausse des prix des actifs et des entrées massives de capitaux dans les pays émergents. Les autorités de ces pays ont fait part de leur crainte quant aux retombées de la politique américaine, qui s'est traduite par un accroissement de la volatilité des marchés et des risques pour la stabilité financière.

Nous examinerons ces retombées afin de déterminer quelles sont les mesures les plus efficaces pour en atténuer les risques de déstabilisation.

## **Des mesures atypiques se sont imposées**

La situation aurait sûrement été pire si les banques centrales n'avaient pas adopté des politiques monétaires dites non conventionnelles axées sur des nouveautés comme l'achat

d'obligations non publiques («l'assouplissement quantitatif») pour relancer l'économie lorsque des mesures classiques, comme la baisse des taux d'intérêt, n'étaient plus possibles. Les taux d'intérêt nominaux ont été ramenés à pratiquement zéro au début de la récession mondiale et ont depuis été maintenus à ce niveau minimum (le plancher à zéro). Faute de pouvoir encore abaisser les taux, les banques centrales ont eu recours à des programmes d'achat d'actifs qui ont provoqué un gonflement de leur bilan.

La politique monétaire accommodante se poursuivant, les pays émergents ont commencé à se dire inquiets. Pour eux, l'expansion monétaire dans les pays avancés s'était propagée à leur économie, entraînant une envolée des entrées de capitaux, notamment vers des titres de dette comme les obligations (graphique 1). Leur monnaie s'est appréciée et les prix de leurs actifs ont vite augmenté. Ils craignaient les ajustements douloureux imposés par les fluctuations du taux de change aux exportateurs et aux sociétés livrées à la concurrence des importations. Ils étaient également préoccupés par les engagements croissants en devises bon marché, mais dont le cours risquait de grimper brutalement (l'asymétrie du bilan). La vulnérabilité face

aux systèmes financiers découlait aussi de la hausse rapide des prix des actifs, de la création de bulles de crédit et des emprunts élevés des sociétés. De nombreux dirigeants se souvenaient de précédents épisodes d'afflux de capitaux, lorsque les tentatives pour limiter les bulles via des hausses des taux d'intérêt avaient échoué, les taux plus élevés ayant attiré davantage de capitaux et favorisé l'appréciation des monnaies.

Les critiques des pays émergents ont été encore plus virulentes quand la Réserve fédérale américaine a laissé entendre qu'elle envisageait de ralentir le rythme de ses achats d'actifs. Lorsque l'ancien président de la Fed, Ben Bernanke, a évoqué cette possibilité en mai 2013, un pic de volatilité a été enregistré sur les marchés émergents (graphique 2) avec la chute brutale des prix des actifs.

## Des questions capitales

Trois questions essentielles se posent au sujet des retombées elles-mêmes et des mesures visant à y faire face :

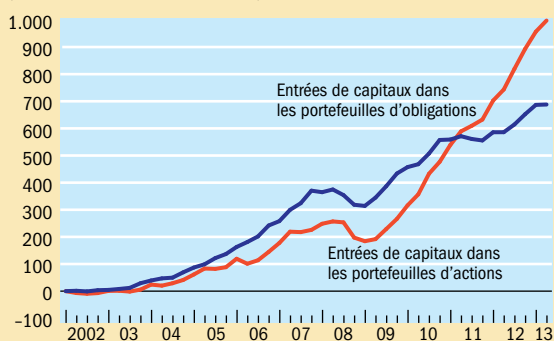
- Les changements d'orientation imprévus de la politique monétaire américaine influent-ils sur les flux de capitaux vers les marchés émergents et sur les prix des actifs dans ces pays, et dans quelles proportions?
- Ces effets sont-ils différents selon la phase de la politique monétaire américaine (politique de taux d'intérêt menée pendant la phase classique précédant la crise financière mondiale; achat massif d'actifs pendant la phase atypique dite d'assouplissement quantitatif après le début de la crise)? La politique monétaire a-t-elle été assouplie à plusieurs reprises avant la crise financière mondiale sans susciter de réactions aussi vives. Il faut donc établir une distinction entre ces deux phases pour mieux comprendre les craintes des pays émergents.
- Les effets des changements brutaux d'orientation de la politique monétaire américaine varient-ils suivant la conjoncture intérieure des pays émergents? Les caractéristiques et les choix des pays destinataires déterminent-ils l'impact des changements d'orientation de la politique monétaire américaine?

Graphique 1

### Envolée des capitaux

Les achats étrangers d'actions et obligations dans les pays émergents ont fortement augmenté après l'assouplissement de la politique monétaire par la Réserve fédérale américaine consécutif à la crise financière mondiale.

(milliards de dollars, valeur cumulée)



Source : FMI, International Financial Statistics.

## Des instruments adaptés

Pour répondre à ces questions, il faut tenir compte de l'élément de *surprise* des annonces de politique monétaire aux États-Unis. Après tout, ces annonces sont à l'origine des retombées.

Ces annonces ne sont pas toutes identiques. Si certaines sont parfaitement anticipées par les intervenants du marché, d'autres ne le sont pas du tout. Si une annonce correspond exactement aux anticipations du marché, elle ne devrait avoir aucune incidence sur les prix ou la répartition des actifs, car ils auront été déterminés à l'avance en fonction de l'annonce attendue. Cela ne signifie toutefois pas que la politique monétaire est inefficace, simplement que les informations ne sont pas suffisantes pour juger de son efficacité. D'autres cas de figure sont aussi possibles. Si la banque centrale annonce un relèvement des taux d'intérêt (de 0,25 %, par exemple) inférieur aux anticipations des marchés (disons 0,5 %), alors les prix des actifs devraient augmenter. Mais il n'est pas forcément vrai, uniquement sur la base de l'intervention observée, qu'un resserrement (au sens où les taux ont été relevés de 0,25 %) a été une bonne chose pour les prix des actifs. L'interprétation correcte est la suivante : comme le durcissement a été moins marqué que prévu, les prix des actifs ont augmenté. Il est donc indispensable de tenir compte («faire la part», comme disent les économistes) de l'élément de surprise des annonces de politique monétaire, à savoir la différence entre l'annonce et les anticipations des marchés. C'est à cette condition que les effets des annonces de politique monétaire pourront être véritablement comparés, au regard des «facteurs de surprise».

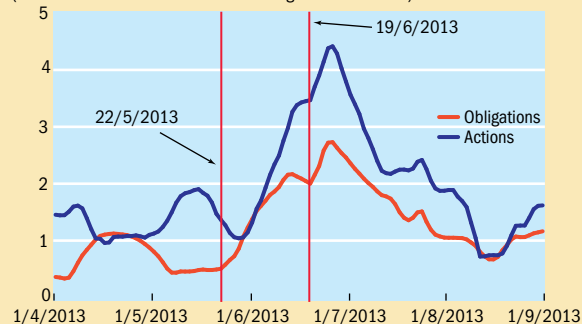
Un deuxième aspect des annonces joue aussi un rôle majeur : leur contenu informationnel. Les annonces peuvent contenir des informations sur les futures intentions de la banque centrale quant au niveau des taux directeurs. Il s'agit de l'élément de *signal* des annonces. Cette composante est capitale pour la politique monétaire : c'est avant tout par ce biais que celle-ci a un impact. Un relèvement ou un abaissement ponctuel du taux directeur

Graphique 2

### De fortes fluctuations

Les cours des actions et obligations dans les pays émergents ont énormément fluctué après que la Réserve fédérale américaine a laissé entendre en 2013 qu'elle pourrait réduire ses achats massifs d'actifs.

(volatilité des indices des cours des obligations et actions)



Source : Bloomberg.

Note : Les cours des actions sont mesurés à l'aide de l'indice MSCI Emerging Markets (MSCI), et les cours des obligations à l'aide de l'indice J.P. Morgan Emerging Markets Bond (EMBI). La volatilité des indices est évaluée sous forme d'écart-types sur 30 jours.

aura un impact limité sur l'économie. C'est uniquement en laissant entrevoir les variations futures des taux directeurs que la banque centrale est en mesure d'agir sur les taux à plus long terme qui comptent pour les décisions économiques en matière d'investissement, d'embauches et de consommation.

Les annonces de politique monétaire peuvent aussi contenir d'autres informations, que nous appelons la composante de *marché* des annonces. Les banques centrales peuvent transmettre des informations sur les obligations accessibles aux investisseurs privés (en raison de l'évolution de la taille de leur bilan) et sur les risques (ou les incertitudes) pesant sur la croissance et l'inflation, ainsi que sur leurs changements de préférences (dans quel délai ramener l'inflation au niveau de son objectif, par exemple) et d'objectifs.

Les deux aspects des annonces — l'élément de surprise et le contenu informationnel — peuvent être observés dans les cours des obligations juste après des annonces de politique monétaire (pendant une journée dans cette étude). D'une part, les surprises liées à l'élément de signal des annonces devraient influencer sur les obligations à plus court terme. En effet, les banques centrales ne peuvent s'engager à suivre une orientation que sur une période d'environ trois ans, pendant laquelle elles peuvent formuler des prévisions économiques raisonnables. Au-delà, leurs prévisions ne seraient pas prises au sérieux par les marchés. D'autre part, les surprises liées à la composante de marché des annonces devraient influencer sur la prime de détention d'obligations à plus long terme. Une méthode statistique appelée analyse en composantes principales est employée pour isoler les variations des rendements des obligations à court et à long terme les jours d'annonce : les premières représentent les surprises en termes de signal, et les secondes les surprises en termes de marché.

La dernière étape consiste à mesurer les variations des prix des actifs et des flux de capitaux dans les pays émergents en réaction à des surprises de politique monétaire aux États-Unis. Pour ce faire, une méthode dite d'étude d'événements examine les réactions des marchés dans les pays émergents juste après une annonce de politique monétaire aux États-Unis. La méthode s'avère particulièrement utile pour établir des liens de causalité, sachant que le choc principal les jours d'annonce découle vraisemblablement de l'annonce de politique monétaire. On suppose en outre que l'impact sur les marchés financiers dans les pays émergents est ressenti immédiatement, ou du moins sous deux jours. En moyenne, les variations des prix des actifs et des flux de capitaux durant cette période peuvent donc être imputables aux chocs de politique monétaire américaine.

### Les retombées sont devenues plus fortes

Nous avons étudié la réaction de 21 pays émergents — Afrique du Sud, Brésil, Chili, Chine, Colombie, Corée, Hongrie, Inde, Indonésie, Israël, Malaisie, Mexique, Pérou, Philippines, Pologne, Roumanie, Russie, Singapour, province chinoise de Taiwan, Thaïlande et Turquie — à 125 annonces de politique monétaire américaine entre janvier 2000 et mars 2014 et découvert que les surprises liées à cette politique ont un impact immédiat (du moins pendant deux jours) sur les entrées de capitaux et les variations des prix des actifs dans les pays émergents.

Cependant, lorsque nous avons examiné séparément les périodes d'avant-crise (phase de politique monétaire classique) et d'après novembre 2008 (début des achats massifs d'actifs), il est apparu que les retombées «par facteur» de surprise de la politique monétaire américaine étaient différentes et plus prononcées pendant la phase non conventionnelle. Pour de nombreux actifs, les retombées ont été encore plus fortes quand les États-Unis ont commencé à évoquer la réduction de leurs achats d'actifs (de mai 2013 à mars 2014). En général, toutes phases de politique monétaire confondues, les retombées étaient les plus marquées lorsque les annonces ont surpris les marchés avec des informations concernant l'orientation future des taux directeurs (surprises en termes de signal), par opposition aux informations (surprises en termes de marché), qui ont influé sur les rendements des obligations américaines à plus long terme (graphique 3).

Nous supposons que les retombées plus fortes pendant la phase atypique étaient surtout structurelles, conséquence des achats d'obligations ayant débuté durant la phase de politique monétaire non conventionnelle et de la création de liquidité. Les répercussions par facteur de surprise ne semblent pas dépendre de l'ampleur des chocs, qu'ils soient liés à un assouplissement ou à un resserrement de la politique, ou qu'ils se soient ou non produits à un tournant de l'orientation de la politique (par exemple une première tentative de durcissement de la politique après une série ininterrompue de baisses).

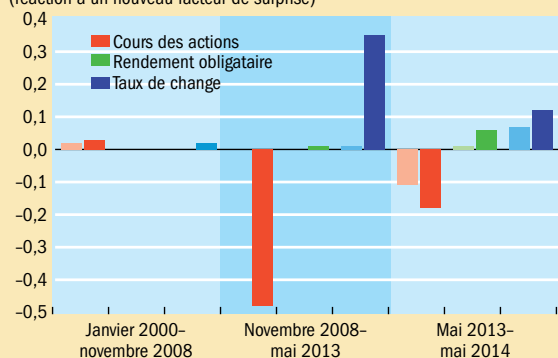
Mais nous avons aussi découvert que la conjoncture d'un pays influait sur les retombées. Dans les pays dotés de fondamentaux plus solides, les répercussions ont été moindres. Une croissance du PIB réel plus soutenue et des soldes des transactions courantes plus élevés, ainsi qu'une inflation plus basse et une part de la dette locale détenue par des étrangers plus faible, ont fortement atténué les retombées, surtout pendant la période de politique

Graphique 3

### Surprise

Les annonces inattendues de la Réserve fédérale américaine ont eu un impact nettement plus prononcé pendant la phase de politique monétaire non conventionnelle qu'avant 2008.

(réaction à un nouveau facteur de surprise)



Source : calculs des auteurs.

Note : Le graphique représente l'impact estimé d'un hypothétique resserrement surprise de la politique monétaire sur les cours des actions, les rendements obligataires et les taux de change pendant trois phases de la politique monétaire américaine : conventionnelle, atypique et période au cours de laquelle la Réserve fédérale américaine a laissé entendre qu'elle pourrait réduire ses achats d'obligations. Les effets d'une surprise de marché apparaissent dans des couleurs claires, et ceux d'une surprise de signal dans des couleurs plus foncées. Des valeurs positives pour les taux de change indiquent une dépréciation de la devise par rapport au dollar.



Graphique 4

## Importance des fondamentaux

La croissance du PIB réel, les soldes des transactions courantes, l'inflation et la part de la dette locale détenue par des étrangers ont une forte incidence sur les retombées de la politique monétaire américaine sur les marchés des actions, des obligations et des changes.

	Actions		Rendements obligataires		Taux de change	
	Facteur de marché	Facteur de signal	Facteur de marché	Facteur de signal	Facteur de marché	Facteur de signal
Croissance du PIB						
Inflation						
Transactions courantes						
Part de la dette locale détenue par des investisseurs étrangers						

Source : calculs des auteurs.

Note : Les cases vertes indiquent les facteurs qui atténuent les effets des chocs de politique monétaire américaine atypique; les cases rouges, les facteurs qui amplifient les effets. Plus la couleur est foncée, plus l'effet est prononcé. Le facteur de signal se rapporte aux informations sur la future politique monétaire transmises par un choc. Le facteur de marché se rapporte aux informations concernant les obligations accessibles aux investisseurs privés, les risques pesant sur la croissance et l'inflation et les changements de préférences et d'objectifs de la banque centrale. Les transactions courantes désignent le solde des échanges nets, des recettes nettes et des paiements de transfert nets d'un pays.

monétaire non conventionnelle. D'aucuns ont fait valoir que l'impact des fondamentaux devenait plus prononcé au fil du temps, les investisseurs commençant à faire une distinction entre les pays. Mais cette étude montre que les fondamentaux avaient de l'importance même dans les premières réactions aux annonces de politique monétaire américaine. Les cases vertes du graphique 4 font apparaître les facteurs intérieurs qui ont contribué à atténuer les chocs, alors que les cases rouges mettent en évidence ceux qui les ont amplifiés.

Nous nous sommes aussi demandé si, sur les marchés plus grands ou plus liquides (sur lesquels opèrent de nombreux acheteurs et vendeurs), les retombées étaient plus fortes. Théoriquement, les effets de la seule taille du marché sont ambigus, car deux mécanismes contradictoires sont à l'œuvre. Les marchés plus grands attirent davantage d'investisseurs étrangers, ce qui accroît la volatilité, alors que dans le même temps ces marchés ont tendance à être plus liquides, ce qui devrait réduire la volatilité. Concrètement, à elle seule, la taille du marché n'amplifie pas ou n'atténue pas considérablement les retombées. En revanche, quand nous faisons la part de la liquidité, il apparaît que les marchés plus grands connaissent des retombées plus marquées. Les effets de la liquidité des marchés sont moins ambigus : comme prévu, les marchés plus liquides réduisent l'impact des répercussions. Par conséquent, tant que les marchés resteront liquides parallèlement à leur croissance, les risques de retombées devraient être limités.

## Conséquences pratiques

Il n'est pas étonnant que la politique monétaire américaine se répercute sur le reste du monde, compte tenu de sa prépondérance sur les marchés mondiaux. Toutefois, il nous est apparu que les très fortes retombées sont surtout un phénomène récent, qui date de la crise financière mondiale.

Le fait que les répercussions semblent plus marquées pendant la phase de politique atypique s'explique par un coût des taux d'intérêt nul. Par conséquent, pour éviter de fortes retombées, des mesures adaptées doivent être prises pendant les périodes

favorables afin de réduire le risque d'atteindre le plancher à zéro durant les périodes défavorables. Ces mesures pourraient s'étendre à d'autres données macroéconomiques, comme les dépenses et la fiscalité, afin de stabiliser la relation entre dette et PIB et de conserver une marge de manœuvre budgétaire pour stimuler l'économie lors des ralentissements de l'activité. Même des réformes structurelles sur les marchés du travail ou dans l'éducation, par exemple, en vue de doper la croissance et l'emploi pourraient jouer un rôle. Il faudrait aussi avoir recours à des mesures prudentielles pour préserver la stabilité financière. Elles pourraient englober des normes de fonds propres ou de liquidités imposées aux prêteurs et des plafonds de quotité du prêt ou de ratio service

de la dette/revenu pour les emprunteurs.

Des enseignements peuvent aussi être tirés pour les pays émergents. Comme les effets négatifs des retombées de la politique monétaire américaine sont liés à la conjoncture dans le pays destinataire — à savoir que de meilleurs fondamentaux et des marchés plus liquides contribuent à atténuer l'impact —, les pays émergents devraient améliorer leurs fondamentaux autant que possible. D'autres mesures, comme des interventions sur le marché des changes, voire des mesures de gestion des flux de capitaux, peuvent être prises durant les périodes de remous ou de crise pour faire face à une volatilité excessive et au désordre sur le marché, mais elles ne sauraient se substituer à des politiques économiques efficaces.

Les retombées sont plus fréquentes et plus fortes si elles sont la conséquence de surprises en termes de *signal*. C'est une bonne chose puisque les banques centrales comprennent mieux ce biais et peuvent mieux le maîtriser en communiquant de manière transparente leurs intentions immédiates et futures. C'est pourquoi la Réserve fédérale et d'autres grandes banques centrales devraient être en mesure de maîtriser l'origine des chocs qui ont des répercussions à l'échelle mondiale.

Dans le même temps, bien que les surprises en termes de *marché* aient des retombées moins fortes, leurs effets sont moins différenciés selon les pays et moins prévisibles. Pour atténuer l'impact de ces surprises, les banques centrales des pays avancés devraient s'employer à réduire les chocs pour les rendements obligataires à long terme lorsqu'elles ont moins recours à des politiques monétaires atypiques ou y mettent un terme. Pour ce faire, elles pourraient, par exemple, laisser les actifs accumulés parvenir à échéance au lieu de les vendre. Si elles décident de les vendre, elles devraient le faire d'une manière très prévisible. ■

*Jiaqian Chen est économiste au Département Europe du FMI. Tommaso Mancini-Griffoli est expert principal du secteur financier et Ratna Sahay est Directrice adjointe, tous deux au Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI.*