

## Quand la Fed éternue, les pays émergents s'enrhument !

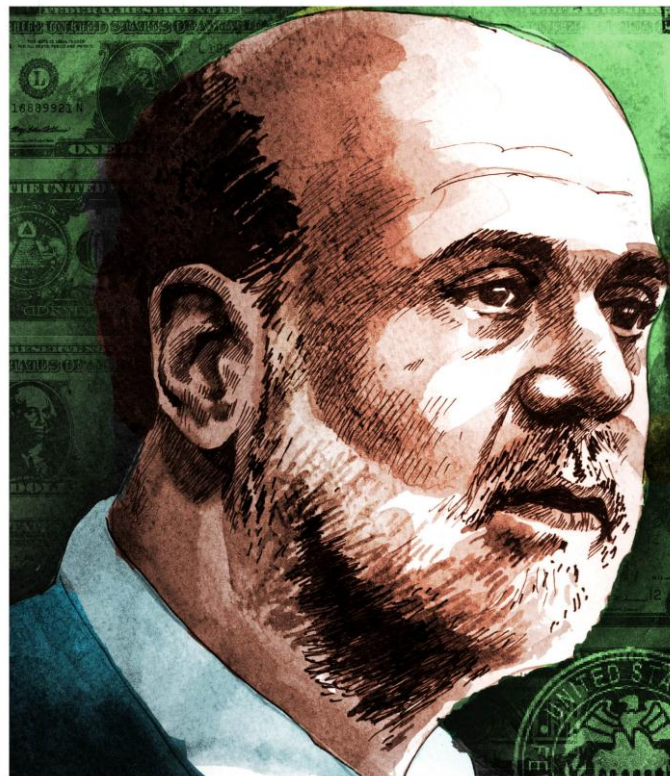
### Résumé :

- Le discours de Ben Bernanke du 22 mai 2013 a semé le trouble sur les places financières du monde entier. En effet, les montants d'achats d'actifs par la Réserve Fédérale (Fed) dans le cadre de son QE3 vont être très bientôt modulés à la baisse : le « Fed tapering ».

- S'en est suivi un sell-off [1] sur les actifs des pays émergents : d'importantes places financières émergentes à fort déficit courant (Brésil, Indonésie, Inde, Turquie, Afrique du Sud, etc.) ont connu des retraits massifs de capitaux qui ont entraîné notamment un décrochage de leurs devises vis-à-vis du dollar.

- Les outils conventionnels de politique monétaire utilisés par les banques centrales émergentes (taux d'intérêt directeurs, réserves de changes, etc.) semblent avoir eu un effet limité quant au soutien des devises locales fortement chahutées.

- La réponse, à l'arrêt progressif de la politique ultra non-conventionnelle menée par la Fed, semble passer par l'utilisation par les banques centrales des pays émergents d'une politique non-conventionnelle, à l'instar du Brésil très récemment.



Les flux de capitaux au titre des investissements de portefeuille vers les pays émergents sont par nature volatils. Cette volatilité peut mener à des retraits massifs de capitaux sans discernement ni sélectivité (*i.e. sudden stop*). En conséquence, des déséquilibres d'ordre économique et financier peuvent menacer les pays émergents. Malgré des objectifs de croissance et d'inflation affichés, les économies émergentes peinent à convaincre les acteurs de marché de leur bonne santé économique et financière et donc de leur attractivité (*i.e. pull factors*). Et pour cause, les politiques monétaires ultra non-conventionnelles, adoptées par les économies développées ces dernières années, ont considérablement affaibli la crédibilité des banques centrales des pays émergents.

### **Vers une fin probable du QE3 de la Réserve fédérale...**

Depuis quelques années, la surabondance de liquidités relative à la politique monétaire ultra non-conventionnelle menée par la Fed a contribué à mettre les marchés en ébullition. Ce sont avant tout les marchés actions et la revalorisation du marché immobilier américain qui ont provoqué un effet richesse alors même que l'emploi et les salaires montrent des premiers signes de reprise. Pour ne pas que la phase d'embellie se transforme en phase d'emballement, la Réserve Fédérale (Fed) a décidé d'agir.

Le discours de Ben Bernanke, l'actuel président de la Fed, le 22 mai 2013 est venu semer le trouble sur les places financières du monde entier. Depuis cette intervention, la fin anticipée de la troisième vague d'assouplissement quantitatif (QE3) menée par la Fed s'est dotée d'un nom : le « *Fed tapering* » (*i.e.* une réduction progressive, graduelle, du rythme des achats d'actifs). Selon le consensus actuel formé par de nombreux économistes du monde entier, il semble que la Fed envisage sérieusement de moduler son QE3 avant la fin de l'année 2013. Cependant, il ne s'agit en rien d'un durcissement monétaire mais plutôt de la première étape vers une politique monétaire de moins en moins accommodante. En effet, il est important de dissocier la politique d'assouplissement monétaire (QE) relative à la liquidité, de la politique de taux directeurs très faibles, davantage dédiée au cycle économique [2]; la première prenant fin avant la seconde.

Initialement, les achats d'actifs dans le cadre du QE3 ont commencé en septembre 2012 avec 40 Mds \$ par mois d'achat d'obligations adossées à des créances hypothécaires (*Mortgage-Backed Securities*, MBS). En décembre, la Fed décide de compléter ces opérations en ajoutant 45 Mds \$ d'achat de bons du Trésor américains. Avec 85 Mds \$ d'achat d'actifs par mois, le bilan de la Fed a ainsi augmenté de près de 25% depuis le début du QE3 et de plus de 50% depuis le début du premier QE en novembre 2010. En outre, contrairement aux deux premiers épisodes, le QE3 a la singularité de ne pas être borné dans le temps, d'où son appellation initiale de « QE infini ».

A la suite de cette annonce, des dissensions ont commencé à apparaître au sein de la Fed, plusieurs membres votants devenant de moins en moins « *dovish* [3] ». A l'heure actuelle, la seule évidence est que le QE3 va être modulé jusqu'à son arrêt mais ni les montants en jeu ni le *timing* exact ne sont connus des acteurs de marché. En revanche, le *Fed tapering* est conditionné à l'amélioration ainsi qu'à la bonne tenue de données macroéconomiques importantes comme le taux de chômage et l'inflation. A la suite des propos de Ben Bernanke

au *Federal Open Market Committee* (FOMC), devant la Chambre des représentants puis au Sénat, le taux des bons du Trésor américain à 10 ans a bondi de plus de 80 points de base [4], reflétant ainsi le changement dans les anticipations de taux longs des acteurs de marché. Cette hausse du taux américain a mécaniquement contaminé les taux des obligations souveraines émergentes libellées en dollars dans un premier temps puis celles libellées en devises locales par la suite.

La surabondance de liquidité créée par les politiques monétaires non-conventionnelles ultra accommodantes a initié une recherche de rendement qui était rétrospectivement bénéfique pour les marchés émergents dans un contexte économique plutôt favorable (*e.g.* forte croissance réelle, faible inflation, accumulation de réserves de change, stabilité voire appréciation du taux de change, etc.). Depuis que les anticipations de ralentissement puis de fin du QE3 se font plus importantes, les besoins de liquidité (principalement en dollars) se font de plus en plus forts. En conséquence, les pays émergents connaissent un fort retrait de capitaux étrangers qui a eu pour conséquence une forte dépréciation des devises émergentes ainsi que des corrections sur les principaux marchés d'actions et d'obligations de ces pays. Se pose alors la question des marges de manœuvre qu'il reste aux banques centrales émergentes pour juguler l'inflation parfois galopante et pour garder le contrôle de leurs devises.

### **De la « peur du flottement » naît un conflit d'objectifs !**

Les pays émergents sont communément victimes du « péché originel » comme le soulignent Eichengreen et Hausmann (1999). Cette expression caractérise le fait que les pays émergents éprouvent des difficultés à émettre des obligations en devises locales, d'où une prépondérance de l'emprunt en devises dites dures (*i.e. hard currency*) et principalement en dollars. Cette dollarisation à outrance de la dette externe des pays émergents induit mécaniquement un risque sur le change de ces mêmes pays et peut parfois mener au phénomène de « peur du flottement » mis en exergue par Calvo et Reinhart (2002). Cette peur se définit comme la réticence des économies émergentes à laisser flotter librement leur devise, de crainte notamment que le taux de change ne se déprécie brutalement et fragilise fortement la stabilité de leur système bancaire et financier. Cependant, quand une banque centrale adopte une politique de ciblage de l'inflation, son taux de change devient *de facto* flexible (Lucotte, 2012) et il est donc légitime que la banque centrale veuille se doter d'un objectif pour sa devise. En outre, selon le triangle d'incompatibilité de Mundell (1960), il n'est théoriquement pas possible pour un pays de concilier liberté des mouvements de capitaux, autonomie de la politique monétaire et ancrage du taux de change.

Dès lors, les banques centrales des pays émergents qui ciblent l'inflation ont conduit des politiques de flottement géré du change notamment à travers des accumulations importantes de réserves de change (principalement en dollars). Ces outils de politique monétaire ont bien fonctionné pendant que les acteurs de marché disposaient de liquidité « à bon prix » provenant de la Fed, de la Bank of England (BoE) ou encore de la Bank of Japan (BoJ) et que les investisseurs étaient en quête de rendements. Mais cette réalité s'est inversée à partir du discours du 22 mai 2013 : les investisseurs ont rapatrié leurs capitaux des économies émergentes, envers lesquelles la confiance s'est érodée, vers les économies développées qui offrent depuis des rendements un peu plus attractifs pour un risque en principe maîtrisé et

normalement mieux appréhendé. Qu'en déduire ? Les outils conventionnels de politique monétaire utilisés par les pays émergents ne semblent plus correspondre aux objectifs initiaux : gérer l'inflation ainsi que le flottement de leur monnaie. Le durcissement des politiques monétaires mené par les banques centrales émergentes (*i.e.* hausses des taux directeurs principalement) a pour objectif de ramener l'inflation à des niveaux acceptables ainsi qu'à attirer de nouveau les investisseurs en quête de rendements (notamment à travers des opérations portage ou *carry trade* [5]). Mais ces outils conventionnels ont un pouvoir limité depuis l'apparition des politiques monétaires non-conventionnelles menées par les banques centrales des pays développés.

Comme nous l'évoquions un peu plus tôt, d'importants retraits de capitaux étrangers ont déstabilisé les équilibres économiques et financiers des marchés émergents qui, de plus, connaissent des niveaux d'inflation (en grande partie importés par la surabondance de liquidité qu'ont induit les politiques monétaires ultra accommodantes des économies développées) parfois bien au-dessus des taux ciblés par les banques centrales de ces pays [6]: +10,8% en Inde, +8,9% en Turquie, +8,6% en Indonésie, +6,3% au Brésil et en Afrique du Sud. Et qu'en est-il des marchés dans tout cela ?

### **Depuis le discours de Ben Bernanke le 22 mai 2013**

Sur les marchés des taux de change, des obligations souveraines et d'actions, nous pouvons faire les constats suivants [7] :

Ces marchés ont connu une très forte volatilité avec par exemple l'indice VXY-EM (élaboré par JP Morgan et qui rend compte de la volatilité implicite à 3 mois sur les devises émergentes) qui a retrouvé son niveau moyen sur longue période autour de 12 alors qu'il était anormalement faible jusque-là. Il s'agit donc davantage d'une normalisation que d'une réelle hausse de la volatilité sur les devises émergentes.

- Concernant les devises émergentes, ces dernières se sont très fortement dépréciées vis-à-vis du dollar : -16,6% pour la roupie indienne, -14,2% pour le real brésilien, -10,6% pour la roupie indonésienne, -9,3% pour la livre turque et -6,6% pour le rand sud-africain. Par ailleurs, il est important de noter que ces décrochages sont le fruit de deux effets simultanés : une appréciation du dollar en rapport avec le besoin de liquidité des investisseurs et un effet propre à chacune des devises concernées.

- Les marchés obligataires ont aussi été très chahutés depuis. En effet, les indices GBI-EM (*Government Bond Index-Emerging Markets*) élaborés par JP Morgan et qui mesurent les rendements offerts par la dette des marchés émergents en devises locales sont en forte baisse : -14,5% pour l'Indonésie, -12,9% pour le Brésil, -10,8% pour la Turquie, -7% pour l'Inde et -6,4% pour l'Afrique du Sud. Ceci implique mécaniquement une hausse des taux de refinancement de ces gouvernements, laissant planer des risques sur la soutenabilité de la dette publique pour les économies les plus fragiles financièrement comme l'Inde.

- Les marchés d'actions ne sont pas en reste. Les indices MSCI (*Morgan Stanley Capital International*) connaissent des baisses vertigineuses : -27,3% en devise locale (respectivement

-34% en dollars) pour la Turquie, -21,2% (-29,6%) pour l'Indonésie, -9,4% (-22,3%) pour le Brésil, -7,8% (-22,9%) pour l'Inde et +1,4% (-5,3%) pour l'Afrique du Sud.

## Conclusion

Au cours des dernières années, les politiques monétaires ultra non-conventionnelles menées par les banques centrales des pays développés (Etats-Unis en tête) ont permis aux économies émergentes de compenser leur déficit commercial par d'importants flux de capitaux étrangers. Suite au discours de Ben Bernanke le 22 mai 2013, la fin imminente de la surabondance de liquidités s'est matérialisée par des ventes massives d'actifs dans les pays émergents. Ce rapatriement soudain de capitaux a eu de nombreuses répercussions sur les marchés émergents ; la plus grave étant le décrochage de leurs devises entraînant de forts déséquilibres économiques et financiers. En outre, le durcissement des politiques monétaires des économies émergentes semble avoir peu d'effet (voire aucun) au regard des seules craintes d'une modulation imminente des montants d'achats d'actifs par la Fed. Lors de son discours à Jackson Hole le 23 août 2013, Christine Lagarde, l'actuelle Directrice Générale du Fonds Monétaire International (FMI), a encouragé explicitement les économies émergentes à intervenir directement sur les marchés afin de « contribuer à atténuer l'instabilité des taux de change ou les tensions de liquidité à court terme ». C'est en ce sens que le Brésil a déjà adopté un certain nombre de mesures à la fin du mois d'août 2013. En effet, la banque centrale brésilienne a annoncé un vaste programme d'un montant de 54 Mds \$ d'ici à la fin de l'année sous forme de *swaps* de lignes de crédit. Depuis, les tensions sur le real se sont tariées...

## *Notes:*

[1] Vente rapide de titres financiers faisant augmenter mécaniquement l'offre et entraînant donc une baisse de la valeur des titres.

[2] La Fed se veut de plus en plus transparente quant à sa politique de taux directeur. En effet, la crédibilité et l'efficacité des canaux de transmission de la politique monétaire ont été renforcées par la stratégie de « *forward guidance* » qui a fait, dès lors, école au Royaume-Uni comme en zone euro.

[3] Se dit d'une communication de politique monétaire qui vise à maintenir les taux d'intérêt à un niveau accommodant afin de soutenir la croissance. *Dove* se traduit par colombe.

[4] Performances calculées du cours de fermeture du 21 mai 2013 au cours de fermeture du 30 août 2013.

[5] Se définit comme une opération spéculative sur écart de rendement.

[6] Taux d'inflation en glissement annuel relevés en juillet 2013 sur les indices des prix à la consommation globaux nationaux.

[7] Performances calculées des cours de fermeture du 21 mai 2013 aux cours de fermeture du 30 août 2013.

***Bibliographie :***

Calvo, G. A. and C. M. Reinhart, 2002, "[Fear of Floating](#)," *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, Vol. 117(2), pp. 379-408, May 2002.

Eichengreen, B. J. and R. Hausmann, 1999, "[Exchange Rates and Financial Fragility](#)," NBER Working Papers No. 7418, National Bureau of Economic Research, Cambridge, November 1999.

Lucotte, Y., 2012, "[Adoption of inflation targeting and tax revenue performance in emerging market economies : An empirical investigation](#)," *Economic Systems*, Elsevier, Vol. 36(4), pp. 609-628, December 2012.

Mundell, R. A., 1960, "The Monetary Dynamics of International Adjustment under Fixed and Flexible Exchange Rates," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 74(2), pp. 227-257, May 1960.

Recherche Economique Natixis, 2013, "Les marchés émergents sous pression d'un ralentissement du QE", Natixis Marchés Emergents No. 5, Juin 2013.