

Les économies émergentes réagissent aux pressions des marchés¹

Fin 2013 et début 2014, les marchés des économies émergentes ont vu le retour d'un vigoureux mouvement de désengagement, en réaction aux perspectives de croissance moroses de ces économies – qui continuaient de contraster avec l'optimisme prévalant sur les marchés plus développés – et à la réorientation de la politique monétaire des États-Unis vers une réduction des injections de liquidités. Les signes d'un fléchissement de l'économie et l'accroissement des risques financiers en Chine ont, en outre, suscité l'inquiétude des investisseurs. Ces facteurs se sont traduits par des sorties nettes de portefeuille et un tassement de la valeur des actifs. Parallèlement, les monnaies de certaines économies émergentes se sont fortement dépréciées, incitant les autorités à relever les taux directeurs et à intervenir sur le marché des changes.

Si la dynamique moyenne des cours de change observée lors des dégagements de janvier était comparable à celle de la mi-2013, les facteurs sous-jacents étaient cependant différents. Après l'annonce surprise, par la Réserve fédérale, de son intention de mettre progressivement fin à ses achats massifs d'obligations, les fortes dépréciations de l'année dernière ont généralement touché les monnaies des économies émergentes caractérisées par de lourds déséquilibres extérieurs, une inflation élevée ou une croissance rapide du crédit intérieur. Les récentes dépréciations ont, quant à elles, fait suite à des incertitudes politiques et à des différences relatives aux perspectives de croissance. De plus, les banques centrales des économies émergentes sont intervenues beaucoup plus vigoureusement cette fois-ci, contribuant à stabiliser et, dans certains cas, à raffermir leur monnaie.

Dans les économies avancées, le raffermissement des marchés s'est poursuivi au cours des premières semaines de 2014, les investisseurs étant rassurés par l'engagement des pouvoirs publics à soutenir la croissance ainsi que par de bonnes surprises économiques, notamment dans la zone euro et au Royaume-Uni. Ils ont ainsi réagi sans excès à l'annonce puis au démarrage de la diminution progressive des achats d'actifs aux États-Unis. Le resserrement des écarts de rendement s'est

¹ Cet article a été rédigé par le Département monétaire et économique de la BRI. Les questions concernant le texte peuvent être adressées aux auteurs : Mathias Drehmann (mathias.drehmann@bis.org) et Nikola Tarashev (nikola.tarashev@bis.org). Les questions relatives aux données et aux graphiques doivent être envoyées à Alan Villegas (alan.villegas@bis.org) et Agne Subelyte (agne.subelyte@bis.org).

poursuivi jusqu'à la mi-janvier, tandis que des entrées régulières dans les fonds d'actions maintenaient une pression à la hausse sur le cours des actions. Cependant, fin janvier, la publication de données décevantes quant à la croissance de l'emploi aux États-Unis et la levée de vents contraires sur les marchés émergents ont provoqué une chute marquée, quoique passagère, des valorisations dans toutes les classes d'actifs à l'exception des plus sûres.

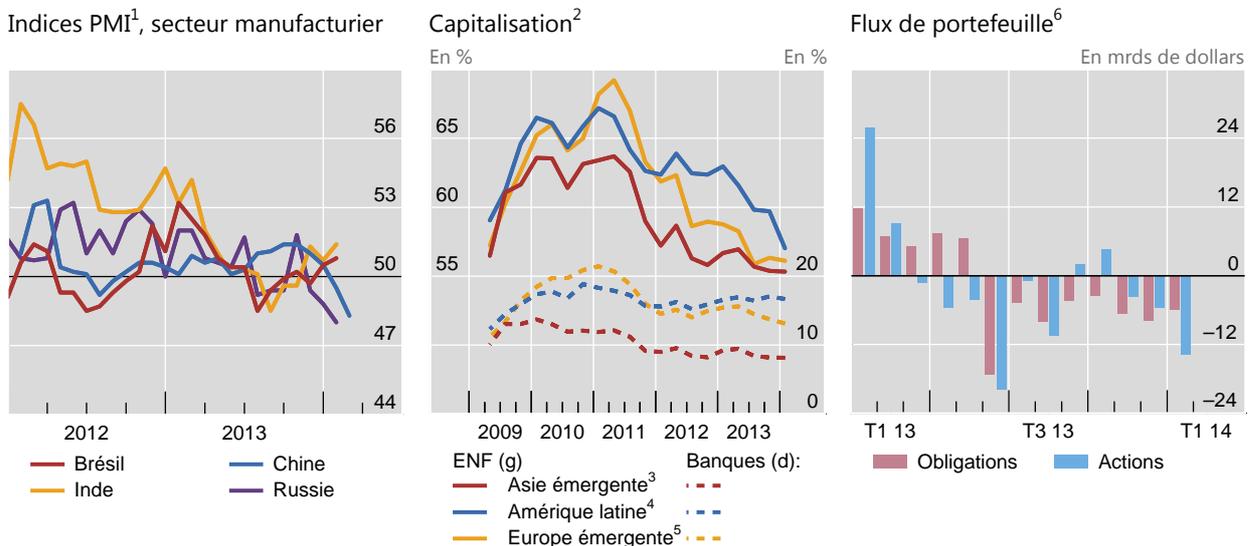
Économies de marché émergentes

La vague de dégagements observée récemment sur les économies de marché émergentes s'inscrit dans un contexte de perspectives de croissance moroses. En janvier, un indicateur fondé sur des enquêtes portant sur les conditions en vigueur dans le secteur manufacturier en Chine a, pour la première fois depuis septembre 2012, témoigné d'une tendance à la contraction, ce qui a amené les analystes de marché à envisager des effets néfastes pour les exportateurs vers ce pays (graphique 1, cadre de gauche). Pour ce qui est du Brésil, de l'Inde et de la Russie, cet indicateur oscillait autour d'un point neutre depuis la mi-2013, avec de faibles mouvements de contraction et d'expansion. Conjuguée à une amélioration des perspectives dans les économies avancées et à une réduction des injections de liquidités aux États-Unis, cette évolution a affaibli l'attrait des marchés émergents aux yeux des investisseurs internationaux.

Perspectives économiques et désengagement des investisseurs

Économies émergentes

Graphique 1



¹ Indice des directeurs d'achats (PMI) dans le secteur manufacturier, établi à partir d'enquêtes mensuelles auprès d'entreprises privées. Une valeur supérieure (inférieure) à 50 dénote une expansion (contraction). ² Capitalisation boursière divisée par la somme de la capitalisation boursière et de la valeur comptable du passif, l'ensemble au niveau de la région toute entière ; moyennes des trois mois précédents. ENF = entreprises non financières. ³ Chine, Corée, Hong-Kong RAS, Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, Taïpei chinois et Thaïlande. ⁴ Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela. ⁵ Hongrie, Pologne, Russie, République tchèque et Turquie. ⁶ Somme de ces pays : Afrique du Sud, Arabie saoudite, Argentine, Brésil, Chili, Chine, Colombie, Corée, Hong-Kong RAS, Hongrie, Inde, Indonésie, Malaisie, Mexique, Pérou, Philippines, Pologne, République tchèque, Russie, Singapour, Taïpei chinois, Thaïlande, Turquie et Venezuela.

Sources : Bloomberg ; Datastream ; EPFR ; HSBC ; Moody's ; calculs BRI.

Le sentiment que les risques financiers augmentaient a, en outre, gagné du terrain. Dans une certaine mesure, cette perception était alimentée par les tensions politiques dans plusieurs pays. Les conditions financières sous-jacentes ont toutefois, elles aussi, joué un rôle significatif. En janvier, les intervenants de marché ont été mis en alerte par un quasi-défaut dans le secteur bancaire parallèle en Chine. L'importance croissante de ce secteur avait été mise en évidence par l'augmentation du volume de crédit fourni par les établissements non bancaires chinois, lequel avait doublé sur les 18 mois précédents pour atteindre 25 % du total des crédits accordés dans ce pays. De manière plus générale, parallèlement à l'expansion des bilans, la capitalisation des entreprises non financières et des banques s'était dégradée dans les économies émergentes. Le ratio moyen fonds propres/total du bilan avait diminué progressivement, mais régulièrement, depuis 2010 jusqu'à la fin 2013 (graphique 1, cadre du milieu).

Des marchés émergents sous pression

Après une accalmie en septembre et octobre, le mouvement de désengagement des investisseurs à l'égard des marchés émergents a repris de la vigueur en novembre, ainsi qu'en témoignent clairement les sorties enregistrées par les fonds obligataires comme par les fonds d'actions, qui se sont intensifiées et sont restées volumineuses jusqu'à la fin janvier (graphique 1, cadre de droite). La majeure partie de ces sorties était le fait de petits investisseurs, tandis que les investisseurs institutionnels continuaient à alimenter ces fonds. Parallèlement, et dans le sillage de deux mois de vif redressement, un indice boursier large a perdu plus de 10 % de sa valeur sur les trois mois précédant la fin janvier (graphique 2, cadre supérieur gauche).

Cette évolution s'est reflétée sur les marchés des changes, où de nouvelles dépréciations ont incité les banques centrales à relever leurs taux directeurs ou à puiser dans leurs réserves. Les dépréciations ont débuté fin octobre, se sont poursuivies au-delà de la décision prise le 18 décembre par la Réserve fédérale de mettre fin à ses achats d'actifs, et se sont accélérées le 23 janvier (graphique 2, cadres inférieurs). À cette dernière date, dans un souci de préservation de ses réserves de change, la Banque centrale d'Argentine a réduit son soutien au peso, lequel a immédiatement perdu 10 % de sa valeur par rapport au dollar. Par effet de contagion, les monnaies de plusieurs autres marchés émergents se sont fortement dépréciées et les écarts de rendement enregistrés sur un indice obligataire large en monnaies nationales ont subi une poussée à la hausse (graphique 2, cadre supérieur gauche).

Les interventions monétaires dans les économies émergentes ont porté leurs fruits en février. Elles ont stabilisé et, dans certains cas, raffermi les monnaies de ces pays, offrant une bouffée d'oxygène aux entreprises locales, qui faisaient de plus en plus appel aux marchés internationaux pour se financer par l'émission d'obligations libellées en devises². De même, les indices boursiers ont regagné la majeure partie du terrain perdu en janvier, et les écarts de rendement se sont resserrés.

² Voir P. Turner, « [The global long-term interest rate, financial risks and policy choices in EMEs](#) », *BIS Working Papers*, no 441, février 2014, pour une analyse des conséquences potentielles, pour la stabilité financière, des emprunts en devises par les sociétés non financières sur les marchés émergents.

Comparaison de deux épisodes de dégagement : mi-2013 et janvier 2014

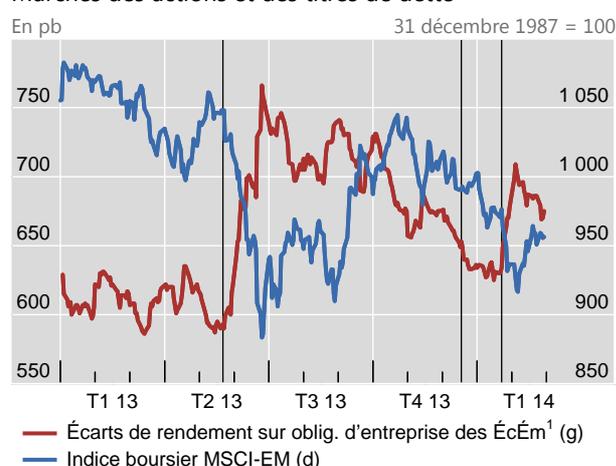
En dépit de similitudes dans la dynamique globale des taux de change, les deux dernières vagues de dégagements sur les marchés émergents présentaient d'importantes différences. L'épisode de la mi-2013 avait été déclenché par l'annonce officielle, inattendue, de la Réserve fédérale, déclarant son intention de mettre progressivement fin à ses achats massifs d'obligations. Cette annonce avait

En baisse : actions, titres de dette et valeur des monnaies

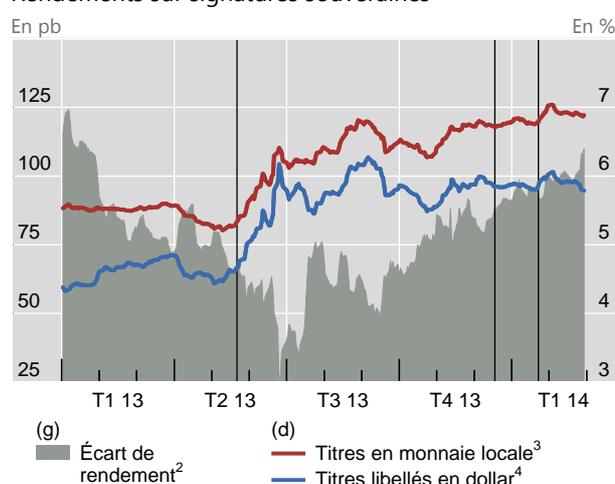
Économies de marché émergentes

Graphique 2

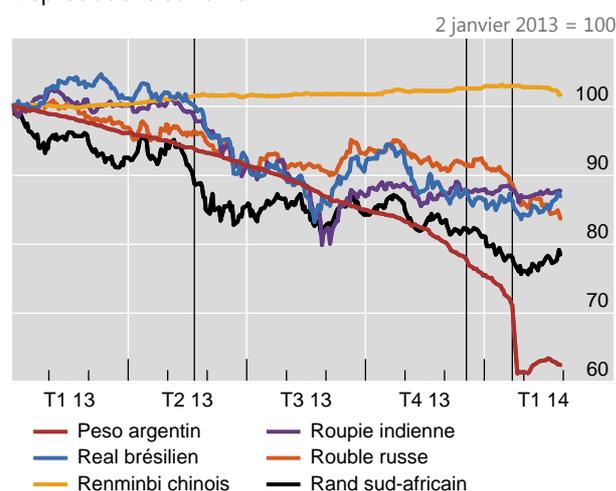
Marchés des actions et des titres de dette



Rendements sur signatures souveraines



Dépréciations sur un an⁵



Taux d'intérêt et taux de change⁶



Les lignes verticales matérialisent les deux dates d'annonce d'une réduction progressive des achats d'actifs par la Fed, le 22 mai et le 18 décembre 2013, ainsi que la forte dépréciation du peso argentin, le 23 janvier 2014.

¹ Écarts, corrigés des clauses optionnelles, sur obligations à haut rendement d'un indice d'obligations en monnaie locale émises par des sociétés financières et non financières. ² Rendement de titres de dette libellés en monnaie locale moins rendement de titres de dette libellés en dollar des États-Unis. ³ Indice JPMorgan GBI-EM Broad Diversified, rendement jusqu'au remboursement. ⁴ Indice JPMorgan EMBI Global Diversified, rendement (hors garanties) jusqu'à l'échéance. ⁵ En dollars par unité de monnaie locale. ⁶ Moyenne simple de ces pays : Afrique du Sud, Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Corée, Hongrie, Inde, Indonésie, Malaisie, Mexique, Pérou, Philippines, Pologne, République tchèque, Russie, Thaïlande et Turquie.

Sources : Bank of America Merrill Lynch ; Datastream ; calculs BRI.

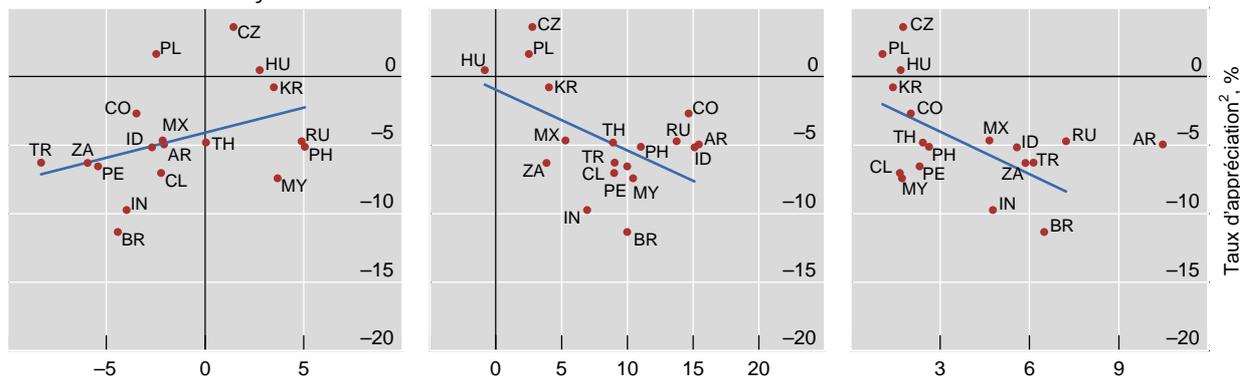
été précédée, dans les économies émergentes, par une période de taux de change relativement stables et de taux d'intérêt faibles et en baisse (graphique 2, cadre inférieur droit). Par contraste, à la fin de 2013, les marchés avaient déjà assimilé le démarrage effectif de la diminution des achats d'actifs par la Fed, et les perspectives macroéconomiques s'étaient dégradées sur de nombreux marchés émergents. Ainsi, sur l'année 2013, les taux de change avaient déjà perdu en moyenne, sur les marchés émergents, 10 % par rapport au dollar. Dans le même temps, les taux d'intérêt avaient enregistré une hausse continue, du fait que plusieurs économies émergentes, telles que l'Inde, avaient déjà relevé leurs taux directeurs en réponse à la vague de dégagements de la mi-2013. Aussi, lorsque les pressions des marchés se sont intensifiées, le 23 janvier, la ferme réaction des autorités s'est traduite par une poussée des taux d'intérêt beaucoup plus forte qu'au cours de l'épisode précédent (graphique 2, cadre inférieur droit).

En outre, le risque de change a progressivement pris une place prédominante sur les marchés de la dette souveraine au second semestre de 2013. Lors de la première vague de dégagements, en juin, les rendements sur les titres libellés en monnaie locale comme sur la dette en dollars ont grimpé de conserve, entraînés par la perception d'un accroissement du risque de crédit souverain (graphique 2, cadre supérieur droit). Par contre, alors que le rendement de la dette en monnaie locale a gagné 80 points de base entre juillet 2013 et janvier 2014, le rendement de la dette correspondante en dollar n'a pratiquement pas changé sur cette période. Cela semble indiquer que le risque de change avait remplacé le risque de crédit en tant que principal facteur d'évolution des coûts d'emprunt des émetteurs souverains des économies émergentes.

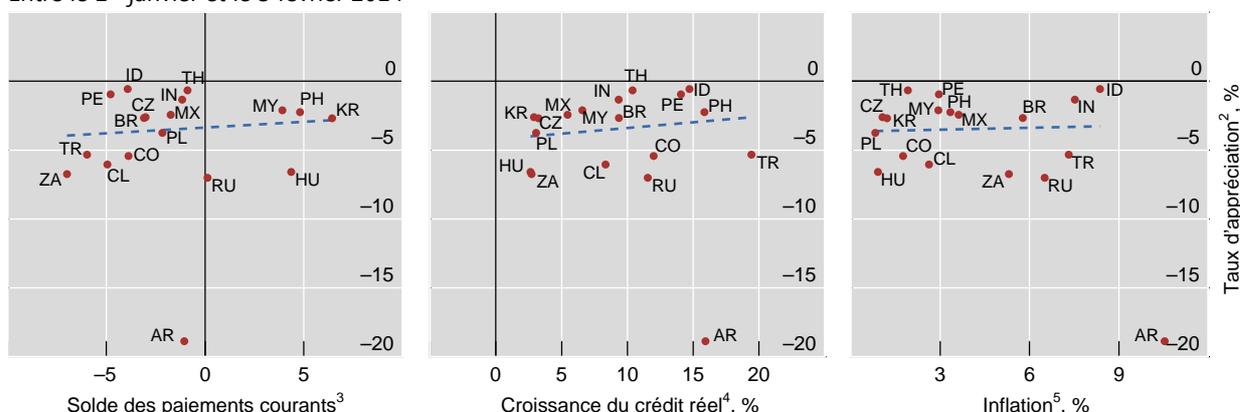
Ce contexte explique les différences d'évolution sur les marchés des changes entre les deux épisodes de dégagements. Entre la mi-mai et la fin juillet, les plus fortes dépréciations ont été enregistrées par les monnaies des économies émergentes accusant les plus grands déséquilibres internes et externes. Un lourd déficit courant a ainsi été associé à des pressions à la baisse sur la valeur de la monnaie (graphique 3, cadre supérieur gauche). Les investisseurs se sont également montrés méfiants à l'égard des économies émergentes enregistrant un taux d'inflation élevé ou une expansion rapide du crédit au secteur privé non financier (graphique 3, cadres supérieurs, au milieu et à droite). Comptant parmi les économies émergentes les plus vulnérables, l'Inde et le Brésil ont vu leur monnaie se déprécier d'environ 10 % vis-à-vis du dollar pendant cet épisode.

Bien que les monnaies des marchés émergents aient subi une dépréciation substantielle entre le début de 2014 et le 3 février, date de leur stabilisation, l'action déterminée des pouvoirs publics a atténué l'effet de la pression des marchés sur les cours de change. Dans le sillage de la brutale dépréciation du peso argentin, les marchés ont pénalisé les pays enregistrant un lourd déficit courant. Ainsi, la lire turque et le rand sud-africain ont figuré parmi les monnaies qui se sont le plus dépréciées au cours des jours suivants. Afin de freiner ces mouvements et leurs retombées, un certain nombre de banques centrales ont réagi en relevant fortement leurs taux directeurs fin janvier et début février. Cette réaction a permis de stabiliser les cours de change, et même, plus récemment, de les replacer sur une trajectoire haussière (graphique 2, cadre inférieur droit). Pour leur part, les autorités russes ont défendu le rouble en puisant dans leurs vastes réserves de change. La Banque centrale de Russie a ainsi vendu 7,8 milliards de dollars en janvier, contre un volume total de 7 milliards de dollars en juin et juillet. Ces interventions – ainsi que l'importance croissante des tensions politiques en tant que facteur de risque source de différenciation – ont estompé les relations de cause à effet entre la dépréciation

Entre le 15 mai et le 31 juillet 2013



Entre le 1^{er} janvier et le 3 février 2014



AR = Argentine, BR = Brésil, CL = Chili, CO = Colombie, CZ = République tchèque, HU = Hongrie, ID = Indonésie, IN = Inde, KR = Corée, MX = Mexique, MY = Malaisie, PE = Pérou, PH = Philippines, PL = Pologne, RU = Russie, TH = Thaïlande, TR = Turquie, ZA = Afrique du Sud.

¹ Lignes de tendance : hors Argentine. Les lignes de tendance sont pleines (en pointillés) si l'estimation de la pente est significative (non significative) au seuil de 10 %. Ce seuil de signification est manqué pour la régression des taux de dépréciation entre le 15 mai et le 31 juillet sur le solde des paiements courants. Mais cette régression est significative si l'on prend les taux de dépréciation entre le 15 mai et début septembre, lorsque les monnaies des économies émergentes ont recommencé, en moyenne, à s'apprécier. La prolongation de l'horizon ne modifie pas les seuils de signification pour les deux autres variables. ² Variation en % du taux de change pour la période indiquée. Un nombre négatif indique une dépréciation relative de la monnaie locale par rapport au dollar. ³ En % du PIB, T1 2013 (cadre du haut) et T3 2013 (cadre du bas). ⁴ Variation en % sur 12 mois du crédit total au secteur privé non financier, corrigée de l'IPC, T1 2013 (cadre du haut) et T3 2013 (cadre du bas). ⁵ Variation en % sur 12 mois de l'IPC, avril 2013 (cadre du haut) et novembre 2013 (cadre du bas).

Sources : FMI ; CEIC ; Datastream : données nationales ; calculs BRI.

des monnaies des marchés émergents et les indicateurs de déséquilibres économiques évoqués plus haut (graphique 3, cadres inférieurs).

Lorsqu'elles relèvent les taux d'intérêt pour défendre leur monnaie, les autorités doivent procéder à un arbitrage. Si, d'un côté, des taux plus élevés peuvent stabiliser le taux de change, ils peuvent, d'un autre, nuire à la situation macroéconomique. À l'heure actuelle, la détermination d'une orientation monétaire appropriée est encore compliquée, dans nombre d'économies émergentes, par le fait que la politique monétaire a été extrêmement accommodante ces dernières années (encadré). Un resserrement pourrait normaliser l'orientation de la politique monétaire, en permettant de mieux aligner les taux d'intérêt sur les conditions macroéconomiques sous-jacentes prévalant dans le pays. Cependant, la période prolongée de faibles taux d'intérêt a alimenté une accumulation rapide de la dette dans plusieurs pays. Compte tenu de l'assombrissement des perspectives

économiques, le relèvement des taux dans un tel environnement pourrait précipiter une résorption désordonnée des déséquilibres financiers, en accroissant le coût du service de la dette pour des emprunteurs déjà très lourdement endettés.

Économies avancées

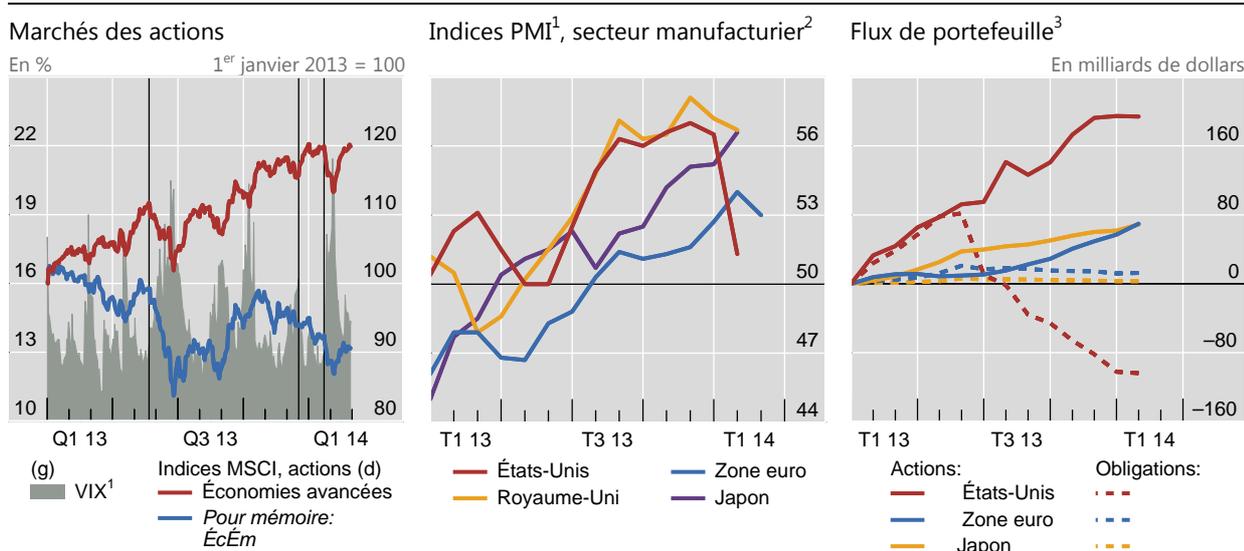
Ces derniers mois, les investisseurs des économies avancées ont pris des décisions fondées sur leur perception de perspectives de croissance favorables, dans un environnement monétaire extrêmement accommodant. Cet optimisme s'est manifesté par des gains substantiels sur les marchés d'actions, un volume élevé d'entrées dans les fonds d'actions et un resserrement continu des écarts de rendement. Ces solides performances ont été mises à l'épreuve, fin janvier, par la vague de dégagements sur les marchés émergents et la publication de données macroéconomiques moins positives que prévu aux États-Unis.

Entre novembre et la mi-janvier, les cours des actions ont continué de suivre une tendance à la hausse dans les économies avancées, contrairement à la situation sur les marchés émergents (graphique 4, cadre de gauche). Portés par des perspectives de croissance positives (graphique 4, cadre du milieu), les indices boursiers larges aux États-Unis, dans la zone euro et au Japon ont gagné, respectivement, 5 %, 4 % et 10 % entre le 1^{er} novembre et le 22 janvier. Pendant cette période, les marchés ont accueilli sans excès l'annonce, le 18 décembre, d'une réduction progressive des achats d'actifs aux États-Unis. La hausse des valorisations

Perspectives de croissance, marchés des actions et repositionnement des investisseurs

Économies avancées

Graphique 4

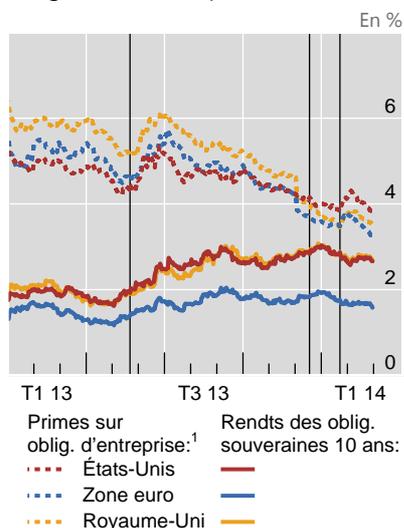


Les lignes verticales matérialisent les deux dates d'annonce d'une réduction progressive des achats d'actifs par la Fed, le 22 mai et le 18 décembre 2013, ainsi que la forte dépréciation du peso argentin, le 23 janvier 2014.

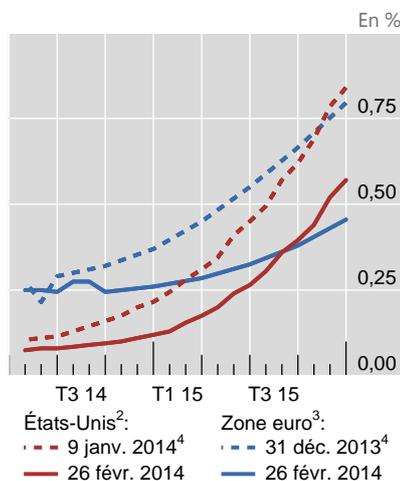
¹ Indice de volatilité du Chicago Board Options Exchange. ² Indice des directeurs d'achats (PMI) dans le secteur manufacturier, établi à partir d'enquêtes mensuelles auprès d'entreprises du secteur privé. Une valeur supérieure (inférieure) à 50 dénote une expansion (contraction). ³ Flux nets cumulés.

Sources : Bloomberg ; Datastream ; EPFR.

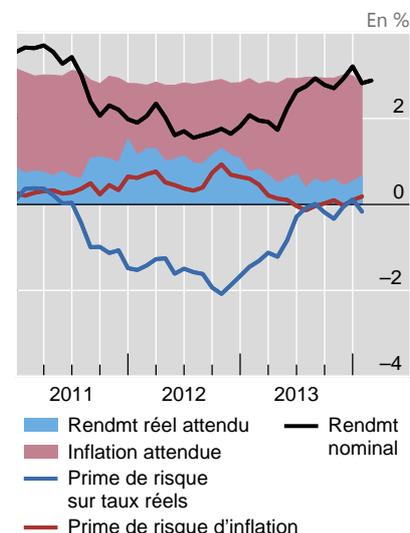
Rendements des obligations souveraines et primes de risque sur obligations d'entreprise



Contrats à terme



Décomposition du rendement⁵



Les lignes verticales matérialisent les deux dates d'annonce d'une réduction progressive des achats d'actifs par la Fed, le 22 mai et le 18 décembre 2013, ainsi que la forte dépréciation du peso argentin, le 23 janvier 2014.

¹ Écarts, corrigés des clauses optionnelles, sur obligations à haut rendement d'un indice d'obligations en monnaie locale émises par des sociétés financières et non financières. ² Contrats à terme sur taux des fonds fédéraux à 30 jours. ³ Contrats à terme sur Euribor à 3 mois. ⁴ Date à laquelle les rendements ont été les plus élevés entre le 1^{er} décembre 2013 et le 26 février 2014. ⁵ Décomposition du rendement des bons du Trésor à 10 ans, fondée sur un modèle associant données macroéconomiques et structures des échéances. Voir P. Hördahl, O. Tristani et D. Vestin, « A joint econometric model of macroeconomic and term structure dynamics », *Journal of Econometrics*, Vol. 131, 2006, pp. 405-44 ; et P. Hördahl, O. Tristani, « Inflation risk premia in the term structure of interest rates », *BIS Working Papers* n° 228, mai 2007.

Sources : Bank of America Merrill Lynch ; Bloomberg ; calculs BRI.

est allée de pair avec des volumes élevés d'entrées dans les fonds d'actions, en particulier dans la zone euro (graphique 4, cadre de droite).

Parallèlement à leur intérêt pour les actions, les investisseurs se sont mis en quête de rendement sur les marchés obligataires des économies avancées. Les écarts sur les titres à haut rendement ont continué à se rétrécir en direction de leur faible niveau d'avant la crise. Les écarts constatés sur les indices boursiers larges aux États-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni ont régulièrement diminué jusqu'à la mi-janvier pour atteindre leur plus bas niveau depuis octobre 2007 (graphique 5, cadre de gauche). Dans le même temps, une contraction similaire a été observée sur les rendements des indices d'obligations d'entreprise de la catégorie Investissement, tandis que les rendements des titres d'emprunt des émetteurs souverains de la périphérie de la zone euro sont restés stables, à des niveaux inférieurs à ceux de la mi-2013. Par ailleurs, l'attrait des titres de dette relativement risqués – associé à l'amélioration des perspectives de croissance et aux anticipations de resserrement monétaire – a conduit à un ajustement du prix des actifs dans le segment le plus sûr de la gamme. Ainsi, aux États-Unis et au Royaume-Uni, les rendements des obligations d'État à 10 ans ont augmenté d'environ 40 points de base sur les deux derniers mois de 2013, tandis que le rendement du Bund allemand gagnait 25 points de base. Dans le même temps, les fonds obligataires ont enregistré des sorties nettes (graphique 4, cadre de droite).

Celles-ci ont été particulièrement notables aux États-Unis, où la Réserve fédérale a commencé à diminuer progressivement ses achats d'obligations.

Sur les marchés des économies avancées, des tensions se sont fait jour fin janvier, mais elles se sont dissipées avant la mi-février. La publication de données décevantes concernant la croissance de l'emploi aux États-Unis, conjuguée à une vague de dégagements d'actifs sur les marchés émergents, a provoqué une chute marquée des valorisations et un regain de volatilité sur les marchés d'actions (graphique 4, cadre de gauche), ainsi qu'une hausse des primes de risque sur les obligations à haut rendement (graphique 5, cadre de gauche). Parallèlement, les rendements des obligations souveraines de référence à 10 ans ont chuté, de même que ceux des obligations souveraines à la périphérie de la zone euro, sous l'effet d'une amélioration du sentiment des investisseurs.

Dans les économies avancées, les autorités ont continué à soutenir la reprise économique. Des deux côtés de l'Atlantique, les banques centrales s'étaient, à plusieurs reprises, explicitement engagées à maintenir les taux directeurs à des niveaux très faibles jusqu'à ce que la reprise soit bien installée (voir les éditions précédentes du Rapport trimestriel BRI). Plus récemment, les banques centrales américaine et britannique ont revu leur approche des orientations prospectives pour souligner que la politique monétaire allait rester accommodante en dépit d'une réduction du chômage plus rapide que prévu. En conséquence, les marchés ont repoussé de plusieurs mois la date attendue pour la hausse des taux directeurs (graphique 5, cadre du milieu). L'observation des courbes des contrats à terme à fin février montre que les marchés ne s'attendent pas à une hausse des taux directeurs aux États-Unis ou dans la zone euro avant la fin 2015. De même, compte tenu du faible degré d'incertitude au sujet de la politique monétaire et de son incidence sur l'inflation, ainsi que de la perception selon laquelle les marchés vont absorber la baisse de la demande publique de titres à long terme, la prime de risque contenue dans les rendements des bons du Trésor américain à 10 ans est restée proche de zéro au cours des huit derniers mois (graphique 5, cadre de droite).

Quelle incidence la politique monétaire américaine a-t-elle sur les taux directeurs des Écém ?

Előd Takáts

Les politiques monétaires des économies avancées, en particulier celle des États-Unis, ont une incidence non négligeable sur la politique monétaire de nombreuses économies émergentes (Écém). Au moment où les investisseurs, partout dans le monde, étaient en « quête de rendement », les Écém ont été nombreuses à s'inquiéter de ce que l'ampleur des différentiels de taux d'intérêt, entre elles et les économies avancées, puisse donner lieu à des entrées de capitaux déstabilisantes et à une surévaluation de leurs cours de change. Il semble que ces préoccupations les aient conduites, ces dernières années, à maintenir leurs taux directeurs sous les niveaux qu'auraient dictés les conditions économiques purement intérieures. Inversement, l'amorce de la normalisation de la politique monétaire américaine s'est déjà traduite par des relèvements de taux, amplifiés par le retournement du sentiment des investisseurs, une inversion des flux de capitaux et de fortes pressions baissières sur les cours de change.

Il est possible d'évaluer les facteurs qui influent sur les taux directeurs des Écém au moyen d'une équation de Taylor. Dans sa configuration type, cette équation explique les taux directeurs par deux variables intérieures : l'inflation (ou l'écart par rapport à l'objectif d'inflation) et l'écart de production. Elle repose sur une intuition simple : une politique monétaire contracyclique doit augmenter les taux en cas de hausse de l'inflation ou de surchauffe de l'économie et les diminuer en cas de recul de l'inflation ou d'insuffisance de la production par rapport à son potentiel. Nous ajoutons un terme à cette équation type afin d'évaluer l'impact de la politique monétaire américaine^①. Pour chaque Écém, nous calculons l'équation suivante :

$$r_{t,EME} = c + \alpha\pi_{t,EME} + \beta y_{t,EME} + \gamma r_{t,US} + \varepsilon_t$$

où r_{EME} est le taux directeur de l'Écém considérée, π le taux de l'inflation, y l'écart de production et r_{US} le taux directeur américain « théorique »^②, ε étant le terme d'erreur et t l'indice trimestriel. L'échantillon couvre 20 Écém du premier trimestre 2000 au troisième trimestre 2013.

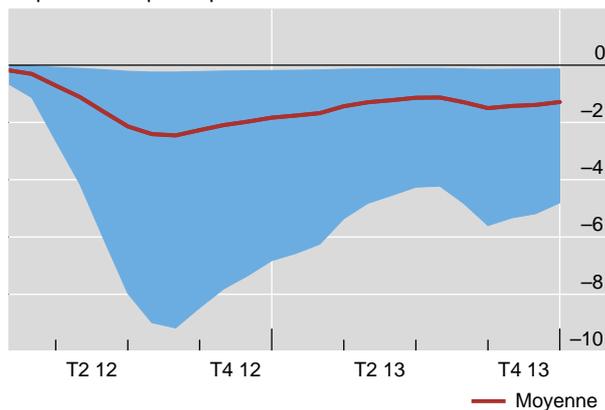
Les résultats montrent que l'équation de Taylor augmentée correspond globalement à l'évolution des taux directeurs dans les Écém. Autrement dit : la régression concorde bien avec les taux directeurs observés. Ils

Détermination des taux directeurs des Écém

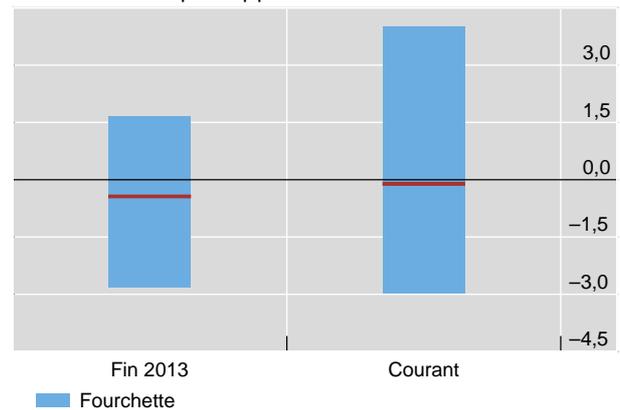
En points de pourcentage

Graphique A

Impact de la politique monétaire des États-Unis¹



Taux directeurs par rapport aux conditions intérieures²



¹ Composante déterminée par les taux directeurs américains théoriques de l'équation de Taylor augmentée pour les pays où γ est significatif au niveau de 5 % : Afrique du Sud, Brésil, Chine, Colombie, Corée, Hongrie, Inde, Indonésie, Israël, Mexique, Pérou, Philippines, Pologne, Singapour (taux au jour le jour), République tchèque et Turquie. ² Différence entre les taux directeurs suggérés par les composantes intérieures (inflation et écart de production) de l'équation de Taylor augmentée et les taux réels des pays ci-dessus.

Sources : FMI ; Datastream ; données nationales ; calculs des auteurs.

confirment qu'outre les conditions intérieures la politique monétaire américaine, représentée dans l'équation par le paramètre γ , a, elle aussi, un effet sensible : elle est statistiquement significative pour la plupart des Écém (pour 16 des 20 constituant l'échantillon). Plus précisément, les résultats indiquent que, depuis 2012, dans ces économies, la politique monétaire américaine est associée à des taux directeurs en moyenne inférieurs de 150 points de base (graphique A, cadre de gauche, ligne rouge), bien qu'on observe une forte hétérogénéité entre les pays et dans le temps (en bleu sur le graphique). Cette observation est conforme à de récents constats indiquant que la politique monétaire des Écém a été globalement plus accommodante que ne le voudrait la règle de Taylor^①. Ainsi, même à la fin de 2013, après les ajustements induits par les dégagements de mai, les taux directeurs des Écém étaient inférieurs de 50 points de base, en moyenne, aux niveaux suggérés par les composantes intérieures de l'équation de Taylor (graphique A, cadre de droite, trait rouge sur la première colonne). Le récent resserrement monétaire intervenu dans les Écém a contribué à réduire cet écart moyen (trait rouge sur la seconde colonne) ; toutefois, ces valeurs moyennes masquent une nette accentuation de la dispersion (barres bleues), qui témoigne, non d'un réalignement généralisé des taux directeurs, mais de modifications soudaines et concentrées.

Bien sûr, la prudence s'impose lorsqu'on compare des taux directeurs avec une valeur de référence simple. Mesurer des variables non observables, comme l'écart de production, pose de multiples difficultés. Le taux directeur lui-même n'est pas toujours une mesure exacte des conditions monétaires, car les Écém recourent de plus en plus, outre les taux d'intérêt, à d'autres instruments de politique monétaire et à des outils macroprudentiels pour agir sur les conditions monétaires. Et les résultats, même s'ils sont représentatifs du groupe des Écém, ne s'appliquent pas à chacune individuellement. Cela dit, le constat de conditions inhabituellement accommodantes dans les Écém semble plutôt fondé. Il resterait vrai si d'autres références comme le taux de croissance économique étaient utilisées, et il concorde avec la présence d'une forte expansion du crédit et du prix des actifs dans plusieurs économies. Des données récentes indiquent, en particulier, que la production potentielle tend à être surestimée dans des phases d'expansion de ce type^④.

① Pour plus de précisions sur l'estimation, voir E. Takáts et A. Vela (2014), « International monetary policy transmission », *BIS Papers*, à paraître, disponible sur demande. L'article montre que la règle de Taylor standard ne rend pas parfaitement compte de l'évolution des taux directeurs dans la plupart des Écém et que les estimations sont nettement améliorées par l'ajout d'une mesure des taux directeurs américains. ② Le taux directeur théorique a été développé dans M. Lombardi et F. Zhu (2014), « Filling the gap: a factor based shadow rate to gauge monetary policy » (non publié) afin de rendre compte de l'impact de politiques monétaires américaines non conventionnelles une fois atteinte la limite des taux nuls. Naturellement, ce taux théorique peut être négatif. ③ Voir aussi B. Hofmann et B. Bogdanova (2012), « Taylor rules and monetary policy: a global "Great Deviation"? », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2012. ④ C. Borio, P. Disyatat et M. Juselius, « Rethinking potential output: embedding information about the financial cycle », *BIS Working Papers*, n° 404, février 2013.