

# Assouplissement quantitatif et effets de débordement sur les marchés émergents

*Robert Lavigne, Subrata Sarker et Garima Vasishtha, Analyses de l'économie internationale*

- Les répercussions sur les économies de marché émergentes des mesures de politique monétaire non traditionnelles mises en œuvre par certaines économies avancées suscitent des débats chez les universitaires et les décideurs.
- Des indices portent à croire que les politiques d'assouplissement quantitatif pourraient avoir fait grossir les flux de capitaux destinés aux économies émergentes et avoir exercé des pressions à la hausse plutôt défavorables sur le prix des actifs et les taux de change. Il est toutefois probable que ces mesures non traditionnelles aient eu une incidence globale positive sur les marchés émergents, du fait de leurs retombées bénéfiques sur le commerce et la confiance attribuables à un raffermissement de l'activité économique dans les pays qui les ont adoptées.
- Les marchés financiers mondiaux pourraient connaître des épisodes de volatilité lorsque les économies avancées commenceront à normaliser leur politique monétaire. La meilleure ligne de défense des pays émergents pour se prémunir contre la volatilité des flux de capitaux ainsi que l'instabilité économique et financière qui pourrait en découler consistera sans doute à renforcer leurs cadres macroéconomiques et financiers, de même qu'à développer leur secteur financier, de manière à améliorer la stabilité et l'efficacité de l'intermédiation des flux de capitaux.
- Les banques centrales des économies avancées devront quant à elles déployer des stratégies de communication claires et efficaces qui contribueront grandement au maintien de la stabilité alors qu'elles entreprendront de normaliser leurs politiques monétaires en réponse à la consolidation de la reprise.

Le recours par certaines économies avancées à des mesures de politique monétaire non traditionnelles<sup>1</sup>, de même que l'abandon éventuel de ces

<sup>1</sup> Outre l'assouplissement quantitatif, ces mesures incluent les indications prospectives, les facilités de crédit et les mécanismes de soutien à la liquidité. Le présent article se concentre toutefois sur la série de programmes d'achat massif d'actifs mis en place par la Réserve fédérale en 2010 et 2012, souvent surnommés respectivement « QE2 » et « QE3 ». Nous ne nous attardons pas aux mesures non traditionnelles adoptées par d'autres économies avancées, comme le Japon, la zone euro et le Royaume-Uni.

dernières, suscite de vives discussions chez les décideurs et les universitaires au sujet des effets de débordement de telles mesures sur les marchés émergents. Le présent article fait un survol de ce débat et évalue la validité des données indicatives de la présence d'effets de débordement, qui désignent ici toutes les répercussions externes de l'assouplissement quantitatif sur l'économie réelle et le secteur financier. Nous portons néanmoins une attention particulière aux flux de capitaux, car ils sont le principal rouage de la transmission des perturbations financières transfrontières.

Certains responsables des pays émergents ont fait valoir que les programmes d'achat massif d'actifs — ou assouplissement quantitatif — de la Réserve fédérale américaine pourraient avoir favorisé une prise de risque excessive ainsi qu'un afflux inhabituel de capitaux, contribuant à une détente démesurée des conditions financières sur les marchés émergents<sup>2</sup>. Ces décideurs se sont également plaints des pressions haussières qu'exercent les politiques d'assouplissement quantitatif sur les cours des monnaies, de même que des pertes de compétitivité qui en résultent. Enfin, des préoccupations ont été soulevées quant aux effets perturbateurs que provoquerait une éventuelle sortie de capitaux des marchés émergents lorsque s'amorcera le processus de normalisation des politiques monétaires au sein des économies avancées.

Au vu de ces inquiétudes, les dirigeants du G20 ont inscrit les effets de débordement à leur programme d'action (G20, 2013), et certains États membres ont appelé la Réserve fédérale à prendre davantage en compte les retombées de ses décisions de politique monétaire sur l'économie mondiale (Rajan, 2014). Toutefois, l'ampleur des flux de capitaux générés par les mesures d'assouplissement quantitatif reste à déterminer. Parallèlement, des observateurs ont avancé que les répercussions globales de ces mesures sur les économies émergentes pourraient être assez similaires à celles des politiques d'assouplissement monétaire traditionnelles et qu'il n'est donc pas nécessaire d'y accorder une attention particulière. Qui plus est, les politiques non traditionnelles auraient des effets positifs sur les marchés émergents, causant notamment un raffermissement de leurs exportations (Bernanke, 2013). Tout en reconnaissant que les perspectives d'un ralentissement du rythme des achats d'actifs ont engendré une volatilité de courte durée sur les marchés financiers pendant l'été 2013, les défenseurs de ce point de vue (comme Murray, 2013) soutiennent que ce sont plutôt les vulnérabilités sous-jacentes de certaines économies émergentes qui étaient au cœur du problème.

Dans le présent article, nous décrivons tout d'abord les canaux différents par lesquels l'assouplissement quantitatif agit sur les flux de capitaux, les prix des actifs, les taux d'intérêt, les conditions financières et l'activité économique dans les pays émergents<sup>3</sup>. Nous faisons ensuite un bref survol des études récentes portant sur les répercussions de l'assouplissement quantitatif, y compris les éventuels « effets de rétroaction » susceptibles de se transmettre des marchés émergents aux économies avancées. Les conclusions suivantes ressortent de la littérature :

---

2 Les pays émergents ont des régimes de changes et des degrés d'ouverture du compte de capital très différents les uns des autres. Notre article concerne surtout les pays émergents dotés d'un régime de changes relativement flottants et d'un compte de capital au moins partiellement ouvert. Les pays au régime de changes fixes et au compte de capital fermé, comme la Chine, ne font pas partie de notre échantillon.

3 Il convient de souligner que les effets de débordement de l'assouplissement quantitatif ne touchent pas que les pays émergents. En principe, des retombées transfrontières similaires devraient également s'observer au sein des pays avancés. Cela dit, en raison des caractéristiques particulières des institutions des économies émergentes ainsi que des imperfections des marchés financiers, la volatilité des flux de capitaux et les risques d'instabilité économique et financière résultants sont depuis toujours une préoccupation majeure de ces économies.

- S'il est possible que l'assouplissement quantitatif ait alimenté les flux de capitaux en direction des économies émergentes, ces mouvements ont également été stimulés par la solidité relative des facteurs fondamentaux de ces économies.
- Il est probable que l'assouplissement quantitatif ait eu une incidence globalement positive sur les économies émergentes. Ses effets bénéfiques sur le commerce et la confiance, attribuables au renforcement de l'activité économique des pays qui ont eu recours à ce type de programme, se sont ensuite répercutés sur les autres pays du monde.
- La perspective d'une réduction des achats d'actifs ouverte par des déclarations faites en mai et juin 2013 a eu des retombées négatives sur les mouvements de capitaux destinés aux économies émergentes<sup>4</sup>. Toutefois, des indices montrent qu'une fois le choc initial dissipé, les marchés ont opéré des distinctions en fonction des facteurs fondamentaux de chaque pays.
- L'intégration financière toujours plus forte et l'intensification des échanges pourraient avoir accentué les effets de débordement entre les économies avancées et les marchés émergents. Il en ressort que les communications entre les banques centrales sont essentielles à l'établissement d'une compréhension commune des politiques respectives et à une meilleure analyse de leurs incidences potentielles.

## Assouplissement quantitatif et effets de débordement sur les économies émergentes : canaux de transmission

L'assouplissement quantitatif peut toucher les flux de capitaux transfrontières, le prix des actifs et l'activité économique par l'intermédiaire de plusieurs canaux qui ne s'excluent pas mutuellement, car certains d'entre eux peuvent fonctionner simultanément<sup>5</sup> :

- a) L'équilibrage des portefeuilles — Lorsqu'elle pratique l'assouplissement quantitatif, une banque centrale achète des actifs assortis de plus longues échéances, comme des obligations d'État et des titres adossés à des créances hypothécaires. Ces acquisitions entraînent une réduction de l'offre de tels actifs auprès des investisseurs privés, ce qui cause une diminution des primes de terme. Il s'ensuit une augmentation de la demande d'actifs plus risqués, comme ceux des économies émergentes, vers lesquels les investisseurs — à la recherche d'un meilleur taux de rendement attendu corrigé des risques<sup>6</sup> — se tournent comme placement de substitution. Ce rééquilibrage des portefeuilles provoque un recul de la prime de risque, fait monter le prix des actifs et baisser les rendements des titres des économies de marché émergentes, en donnant lieu à une détente de leurs conditions financières.
- b) Les indications — Si la Réserve fédérale adopte un programme d'assouplissement quantitatif et s'engage de ce fait à maintenir le taux directeur à un niveau inférieur à ce qui était prévu, la composante risque-neutre

<sup>4</sup> Lors de sa comparution devant le comité mixte du Congrès américain sur l'économie le 22 mai 2013, Ben Bernanke, alors président de la Réserve fédérale, a évoqué pour la première fois la possibilité d'un ralentissement des achats d'actifs. Pour de plus amples renseignements, voir <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20130522a.htm>.

<sup>5</sup> Fratzscher, Lo Duca et Straub (2013), Chen et autres (2012) de même que Kozicki, Santor et Suchanek (2011) et Santor et Suchanek (2013) présentent un portrait de ces canaux de transmission.

<sup>6</sup> Des études indiquent qu'il s'agit du principal canal par lequel l'assouplissement quantitatif se répercute sur les flux de capitaux transfrontières (Gagnon et autres, 2010; D'Amico et King, 2010; Hamilton et Wu, 2012). Certains chercheurs (notamment Cochrane, 2011) ont toutefois fait état de leur scepticisme quant à son importance sur le plan empirique.

du rendement des obligations<sup>7</sup> est susceptible de diminuer. Ainsi, il est probable que des écarts de taux importants persistent entre les économies avancées et les économies émergentes, d'où les opérations de portage et les mouvements de capitaux à destination des économies émergentes<sup>8</sup>.

- c) Le taux de change — Les flux d'investissements de portefeuille susmentionnés peuvent causer une dépréciation du dollar américain, qui freinerait la demande de biens et services étrangers aux États-Unis et nuirait par conséquent aux exportations des marchés émergents.
- d) Les flux commerciaux — L'assouplissement quantitatif est susceptible de stimuler la demande d'exportations des marchés émergents, puisque ce type de mesure cause un raffermissement de la demande intérieure américaine. Il est possible que cet effet contrebalance, en totalité ou en partie, les répercussions négatives qui sont transmises aux exportations des marchés émergents à travers le canal du taux de change.

Les incidences sur les flux de capitaux transfrontières de l'assouplissement quantitatif et des politiques monétaires traditionnelles se diffusent par des canaux analogues. Il reste encore beaucoup à faire pour évaluer si les politiques monétaires traditionnelles et non traditionnelles ont, du moins en principe, des effets transfrontières similaires sur le prix des actifs et les résultats économiques. Il est toutefois probable que les effets de débordement de l'assouplissement quantitatif aient été amplifiés par les différences qui existaient entre les conditions macroéconomiques et financières des pays avancés et des pays émergents dans la période qui a suivi la crise financière mondiale de 2007-2009<sup>9</sup>.

◀ Il est probable que les effets de débordement de l'assouplissement quantitatif aient été amplifiés par les différences qui existaient entre les conditions macroéconomiques et financières des pays avancés et des pays émergents.

## Preuves empiriques des effets de débordement

### Effets de débordement de l'assouplissement quantitatif

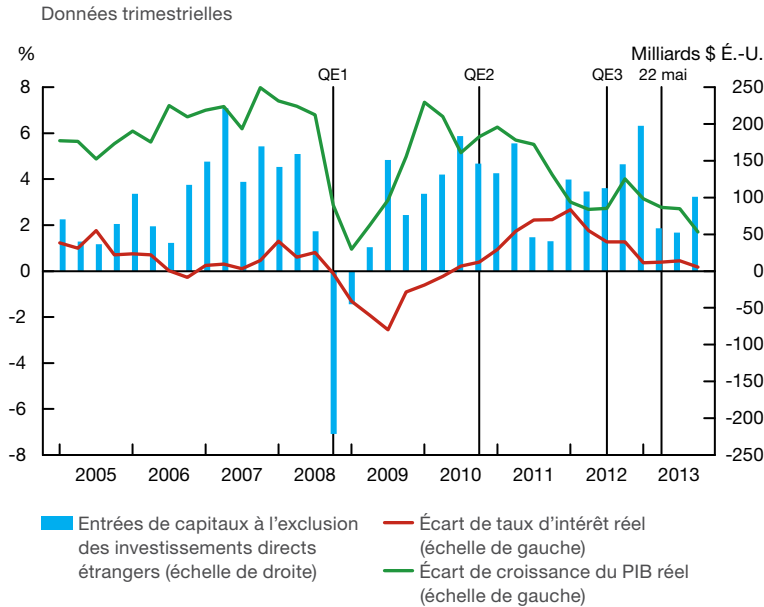
En constante augmentation dans les années qui ont précédé la crise, les entrées brutes de capitaux (hors investissements directs étrangers) dans les économies émergentes ont culminé à plus de 660 milliards de dollars en 2007. Durant la crise, ces mouvements se sont inversés, les sorties de capitaux atteignant 221 milliards de dollars au quatrième trimestre de 2008. Les flux à destination des marchés émergents n'ont malgré tout pas tardé à rebondir, pour s'établir à près de 112 milliards de dollars en moyenne par trimestre entre le deuxième trimestre de 2009 et le quatrième trimestre de 2013. Bien que ce redressement se soit produit au moment où la Réserve fédérale des États-Unis et les banques centrales d'autres pays avancés mettaient en œuvre des programmes d'assouplissement quantitatif, plusieurs facteurs propres à certains pays émergents ont aussi exercé un effet d'attraction au cours de cette période. Plus particulièrement, les écarts de taux et de croissance ont contribué à alimenter ces flux dans les années qui ont succédé à la crise (**Graphique 1**), la tenue de l'économie au sein des pays développés affichant alors un important décalage par rapport aux marchés émergents.

<sup>7</sup> Cette composante correspond au taux d'intérêt moyen à court terme sur la durée d'une obligation. Autrement dit, il s'agit du taux d'intérêt qui prévaudrait si tous les investisseurs étaient neutres face au risque. Bauer et Rudebusch (2013b) soulignent l'importance du canal des indications dans le cas des annonces faites par la Réserve fédérale depuis 2008 et montrent que ce canal a joué un rôle aussi déterminant que l'équilibrage du portefeuille.

<sup>8</sup> Les actions de la Réserve fédérale peuvent aussi fournir de nouvelles informations sur la conjoncture économique, ce qui peut par la suite diminuer l'appétit des investisseurs pour le risque et ainsi influencer sur le prix des actifs et les décisions de portefeuille.

<sup>9</sup> Voir FMI (2013b), Glick et Leduc (2013), Moore et autres (2013), Rosa (2012), ainsi que Wu et Xia (2014).

**Graphique 1 : Entrées de capitaux dans les économies émergentes, et écarts de taux d'intérêt et de croissance**



Nota : Les entrées de capitaux incluent les investissements de portefeuille et les autres flux d'investissements. L'écart de taux d'intérêt représente la différence entre les taux d'intérêt réels des économies émergentes et des économies avancées, à parité des pouvoirs d'achat. L'écart de croissance du PIB correspond à la différence entre la croissance du PIB réel des économies émergentes et des économies avancées, à parité des pouvoirs d'achat. Les économies émergentes sont l'Afrique du Sud, l'Argentine, le Brésil, la Bulgarie, le Chili, la Colombie, la Corée du Sud, la Hongrie, l'Inde, l'Indonésie, la Malaisie, le Mexique, le Pérou, les Philippines, la Pologne, la République tchèque, la Roumanie, la Russie, la Thaïlande, la Turquie, l'Ukraine et le Venezuela. Les économies avancées sont l'Allemagne, l'Australie, le Canada, les États-Unis, la France, l'Italie, le Japon et le Royaume-Uni. Sources : Fonds monétaire international et sources nationales Dernière observation : 2013T4

Plusieurs études empiriques ont tenté de faire la distinction entre les divers canaux par lesquels l'assouplissement quantitatif influe sur les économies émergentes. Il est cependant difficile d'établir des liens clairs, l'expérience de ces mesures non traditionnelles étant jusqu'ici très limitée. Lim, Mohapatra et Stocker (2014) ont analysé les flux de capitaux bruts destinés aux pays en développement entre 2000 et 2013, en portant une attention particulière aux effets potentiels de l'assouplissement quantitatif. Ils ont constaté que ces effets se sont propagés à travers les canaux de l'équilibrage des portefeuilles, des indications<sup>10</sup> et de la liquidité. Les différents programmes d'assouplissement quantitatif se sont accompagnés d'afflux de capitaux vers les pays en développement, dont l'ampleur dépasse ce qui peut être attribué à ces canaux observables. Dans la même veine, Fratzscher, Lo Duca et Straub (2013) ont remarqué que durant la deuxième phase d'assouplissement quantitatif (le programme dit QE2), les politiques d'achat d'obligations ont provoqué un léger rééquilibrage des portefeuilles dans les économies émergentes et aux États-Unis. Ils soulignent également que même si les politiques de la Réserve fédérale avaient pour objectif de contrer le cycle de l'économie américaine, elles ont déclenché des mouvements de capitaux qui ont eu des effets procycliques pour les économies de marché émergentes. Ces conclusions doivent toutefois être mises en balance avec le fait que sans l'assouplissement quantitatif, les exportations des économies émergentes auraient pu reculer.

<sup>10</sup> Il est à noter que Lim, Mohapatra et Stocker (2014) appellent ce canal le « canal de la confiance » (*confidence channel*). Le canal de la liquidité est surtout en rapport avec les prêts bancaires; or ces derniers ne sont pas spécifiquement identifiés dans notre mesure des flux de capitaux.

En revanche, d'autres chercheurs n'ont remarqué aucun effet particulier ou plus prononcé de l'assouplissement quantitatif que ce que produisent les mesures d'assouplissement traditionnelles. Ahmed et Zlate (2013) ont constaté que les écarts de croissance et de taux ainsi que la propension au risque à l'échelle mondiale sont des déterminants importants des entrées nettes de capitaux privés dans les économies émergentes. L'assouplissement quantitatif, constatent-ils, n'a aucune incidence positive statistiquement significative sur les apports nets de capitaux à destination des marchés émergents, même s'il semble y avoir eu modification de la composition de ces flux en faveur des investissements de portefeuille. Bowman, Londono et Saprizza (2014) ont matière à penser que les mesures de politique monétaire non traditionnelles de la Réserve fédérale n'auraient pas eu une influence marquée sur le prix des actifs dans les marchés émergents, une fois prise en compte la vulnérabilité de chaque pays, qui est variable dans le temps. En d'autres termes, les résultats de leurs recherches portent à croire que les mesures de politique monétaire non traditionnelles peuvent avoir des effets imprévus, voire parfois indésirables, sur le prix des actifs nationaux lorsque les conditions financières ou macroéconomiques d'une économie émergente se détériorent. Cette donnée montre à quel point il est essentiel de corriger les facteurs de vulnérabilité les plus criants afin d'atténuer les effets de débordement négatifs. Enfin, pratiquement rien ne semble indiquer que les effets de débordement de l'assouplissement quantitatif sur le taux de change sont différents de ceux des politiques traditionnelles. La dépréciation des monnaies est simplement une conséquence inévitable de la détente monétaire (Santor et Suchanek, 2013). Glick et Leduc (2013) montrent que l'assouplissement quantitatif produit sur le dollar américain des variations du même ordre que les décisions de réduire le taux directeur à l'époque où celui-ci n'avait pas encore atteint sa valeur plancher.

Cependant, ces diverses études n'indiquent pas si les effets de débordement sont, au net, positifs ou négatifs, puisque les contrechocs possibles de mouvements procycliques de capitaux (bulles d'actifs, risque de tarissement brutal, perte de compétitivité des exportations, etc.) doivent être évalués en regard des retombées positives de l'assouplissement quantitatif (renforcement de la demande agrégée, amélioration de la confiance, desserrement des conditions financières mondiales, etc.). Le Fonds monétaire international (FMI) a étudié — quoique de façon incomplète — les répercussions nettes des programmes d'assouplissement quantitatif sur les pays émergents et a relevé que celles-ci sont généralement positives (FMI, 2013a)<sup>11</sup>. Les effets bénéfiques associés au raffermissement de la demande dans les économies avancées, à la diminution du coût du capital et des fonds levés par les emprunteurs souverains, ainsi qu'à la hausse du cours des actions contrebalancent les retombées négatives de l'appréciation des monnaies. À la lumière de ces éléments, la Grande Crise du début des années 1930 fournit une comparaison historique éclairante. À titre d'exemple, les économies avancées n'avaient pas adopté les politiques monétaires appropriées en réponse aux chocs survenus à cette époque, et l'Amérique latine a alors subi d'énormes pertes de production (FMI, 2013c)<sup>12</sup>.

Dans une étude en cours, des chercheurs de la Banque du Canada s'attachent à mesurer les effets de débordement des programmes d'achat d'actifs en s'appuyant sur un modèle d'équilibre général dynamique et

◀ *Les répercussions nettes des programmes d'assouplissement quantitatif sur les pays émergents sont généralement positives.*

<sup>11</sup> Les estimations des effets nets de l'assouplissement quantitatif réalisées par le FMI (2013a) ne tiennent pas compte des risques potentiels pour la stabilité financière. L'organisme mène actuellement des travaux en vue d'élaborer un modèle qui prend en compte ces risques (FMI, 2013b).

<sup>12</sup> Cette situation s'est aggravée à la suite de l'adoption de régimes de changes fixes, ce qui a entravé l'ajustement externe nécessaire.

stochastique à deux pays qui intègre des effets liés aux rééquilibrages de portefeuille (Alpanda et Kabaca, à paraître). Lorsque ce modèle est calibré en fonction des données se rapportant aux États-Unis et au « reste du monde », les résultats tendent à indiquer que les programmes d'achat d'actifs peuvent non seulement induire une baisse des taux à long terme aux États-Unis et à l'étranger, mais encore stimuler l'activité économique dans ces deux régions du monde, tout en entraînant des pressions haussières sur le cours des monnaies étrangères. Le modèle ne concerne pas expressément les marchés émergents, qui sont de fait regroupés dans la région hétérogène, celle des autres pays du monde. De plus, le modèle fait abstraction des incidences positives et négatives que l'assouplissement quantitatif pourrait avoir sur les économies émergentes, comme décrites plus haut.

### Effets de débordement à la suite de l'annonce d'un ralentissement du rythme des achats d'actifs

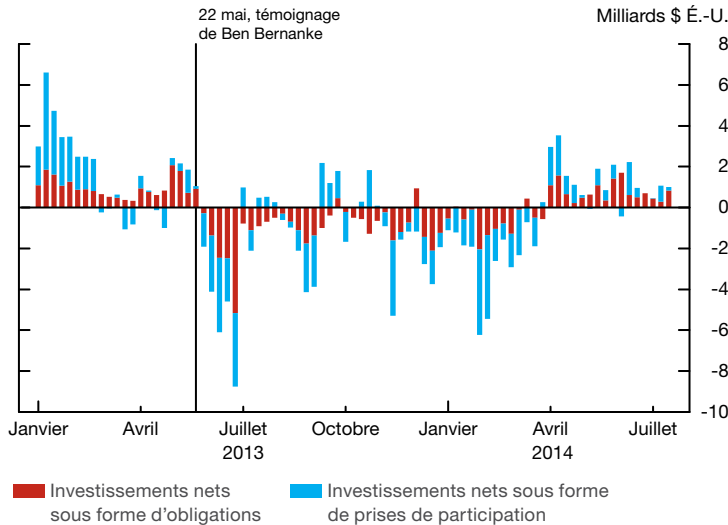
Le 22 mai 2013, Ben Bernanke, alors président de la Réserve fédérale, a fait pour la première fois allusion à une réduction des achats d'actifs, ce qui a surpris les marchés. Ceux-ci ont alors devancé le moment auquel ils anticipaient que la banque centrale américaine entamerait un resserrement quantitatif et relèverait le taux des fonds fédéraux (Bauer et Rudebusch, 2013a). Cette modification des attentes relatives à la conduite de la politique monétaire a fort probablement causé une diminution de la tolérance au risque des participants et mené ces derniers à réévaluer le rendement corrigé du risque de leurs placements dans les économies émergentes. Lorsque les taux d'intérêt à long terme ont enregistré une hausse marquée à l'échelle mondiale, de nombreuses économies émergentes ont connu d'importantes sorties de capitaux privés et un accroissement de la volatilité de leurs marchés financiers (**Graphique 2**). Toutefois, après une première vague de retraits généralisée en juin et juillet 2013, les sorties de capitaux se sont différenciées. En effet, l'ampleur de ces mouvements a semblé être liée aux variables macroéconomiques fondamentales des pays concernés d'une manière qui reflète, en partie, l'orientation des politiques adoptées par ces économies dans les années qui ont succédé à la crise financière mondiale.

Les quelques études récentes qui ont cherché à analyser l'incidence des annonces relatives à la réduction des achats d'actifs sur les économies émergentes ont produit des résultats disparates. Mishra et autres (2014) ont relevé que les pays qui étaient déjà dotés de facteurs fondamentaux robustes, de marchés financiers profonds ainsi que de politiques rigoureuses à l'égard des flux de capitaux et de normes macroprudentielles strictes avant le début du resserrement quantitatif ont connu une dépréciation moindre de leur monnaie et une augmentation moins accusée des rendements de leurs obligations. En revanche, les facteurs fondamentaux ont eu une influence moins distinctive sur l'évolution du cours des actions dans les économies de marché émergentes.

Des recherches en cours à la Banque du Canada explorent également les conséquences de la normalisation de la politique monétaire américaine sur les économies émergentes. Dans un document de travail à paraître, Rai et Suchanek examinent, à l'aide d'une étude événementielle, les effets de quatre annonces importantes du Comité de l'open market de la Réserve fédérale concernant un ralentissement des achats d'actifs dans un intervalle de 48 heures. Leurs résultats donnent à penser que les pays à marché

**Graphique 2 : Flux nets d'investissements de portefeuille destinés aux économies émergentes**

Données hebdomadaires



Nota : Les investissements de portefeuille sous forme d'obligations et de prises de participation correspondent à la somme des flux destinés aux pays suivants : Afrique du Sud, Argentine, Brésil, Bulgarie, Chili, Colombie, Corée du Sud, Hongrie, Inde, Indonésie, Malaisie, Mexique, Pérou, Philippines, Pologne, République tchèque, Roumanie, Russie, Thaïlande, Turquie, Ukraine et Venezuela. La base de données comporte les flux hebdomadaires d'investissements nets de portefeuille provenant des fonds d'actions et d'obligations. Bien que la base de données inventorie des flux qui représentent moins de 20 % de la capitalisation des marchés boursiers et obligataires de la plupart des pays, on estime qu'elle reflète assez fidèlement les flux de portefeuille correspondants de la balance des paiements; au reste, elle est de plus en plus utilisée dans les travaux universitaires portant sur les flux de capitaux. La ligne verticale qui coupe l'axe des abscisses signale la semaine où le président Bernanke a livré son témoignage du 22 mai 2013.

Source : EPFR Global

Dernière observation : 16 juillet 2014

émergent dont les facteurs fondamentaux sont solides (croissance rapide, balance courante favorable, dette publique faible, forte croissance de la productivité, etc.) ont connu un nombre de perturbations relativement moins élevé en ce qui touche les mouvements de capitaux et les variations de leur monnaie, à la suite des communications de la Réserve fédérale. Dans une autre étude, qui n'a pas encore été publiée, Dahlhaus et Vasishtha ont recours à un modèle vectoriel autorégressif (VAR) pour évaluer les répercussions potentielles de la normalisation de la politique monétaire américaine sur les flux d'investissements de portefeuille pour un échantillon de 23 économies émergentes. Les auteures définissent un choc de normalisation; celui-ci ne modifie pas le taux directeur, mais il a pour effet de creuser les écarts de taux sur les obligations à long terme des États-Unis et d'augmenter le niveau des anticipations à l'égard de la politique monétaire, telles que les révèlent les contrats à terme adossés au taux des fonds fédéraux. D'après les résultats, l'incidence d'une normalisation de la politique monétaire américaine sur les flux d'investissements de portefeuille (en proportion du PIB) devrait être faible.

Dans le même esprit, Lim, Mohapatra et Stocker (2014) s'appuient sur un modèle VAR pour décrire un scénario de normalisation de la politique monétaire qui s'étend de 2014 à 2016. Au vu des résultats des simulations, ces auteurs estiment qu'en comparaison à un scénario où les politiques d'assouplissement quantitatif auraient été maintenues telles quelles<sup>13</sup>, les pays en

<sup>13</sup> Ce statu quo correspond à une situation dans laquelle le rythme des achats d'actifs observé avant le début du resserrement quantitatif par la Réserve fédérale reste inchangé.



développement devraient enregistrer une baisse modeste (-0,6 %) de leur PIB total d'ici la fin de 2016, peu importe le rythme de la normalisation<sup>14</sup>. Si ces estimations peuvent sembler négligeables sur le plan quantitatif, elles sont tout de même significatives d'un point de vue économique. L'expérience de l'été 2013 a d'ailleurs montré que des variations d'une taille similaire des flux de capitaux peuvent causer des secousses financières importantes dans les pays à marché émergent.

Du côté des recherches empiriques, il existe toutefois des opinions dissidentes. Par exemple, Eichengreen et Gupta (2014) ont examiné les variations des taux de change, du cours des actions et des réserves de change enregistrées entre avril et août 2013 et ont découvert que la solidité des facteurs fondamentaux (faiblesse du déficit budgétaire et de la dette publique, haut niveau des réserves et de la croissance du PIB) n'a fourni aucune protection et que les flux étaient surtout déterminés par la taille des marchés financiers nationaux. Il est impossible de dire pour le moment pour quelles raisons les résultats des études sont si contradictoires. Le fait que les études portent sur des pays et des périodes différents ou que certains chercheurs ont eu recours à des modèles d'équilibre partiel alors que d'autres ont utilisé des modèles d'équilibre général pourrait fournir des pistes.

## « Effets de rétroaction » provenant des économies émergentes

Certains responsables des marchés émergents ont fait valoir que les répercussions négatives de l'assouplissement quantitatif sur leur économie pourraient à terme exercer des « effets de rétroaction » sur les économies avancées (Rajan, 2014). De fait, comme les pays émergents représentent une part importante et grandissante de l'économie mondiale, de plus en plus d'éléments donnent à penser que les effets de débordement qui s'exercent sur ces États se répercutent sur les économies avancées, essentiellement par les canaux du commerce, du secteur financier et du prix des produits de base. Plus précisément, un affaiblissement de l'activité économique dans les économies émergentes pourrait entraîner un ralentissement des exportations des économies avancées ainsi qu'une diminution des cours boursiers et des prix des produits de base. Les analyses préliminaires effectuées par le FMI laissent croire que ces effets de retour sont généralement modestes, mais qu'ils pourraient s'accroître en période de crise. En outre, ces retombées sont plus importantes pour les pays ou les régions qui — à l'instar du Japon et de la zone euro — entretiennent des liens commerciaux significatifs avec les économies émergentes (FMI, 2014). Enfin, parmi les pays avancés, les principaux exportateurs de produits de base, comme le Canada et l'Australie, pourraient subir les contrecoups d'une baisse du cours de leurs produits si la croissance des pays émergents qui sont de grands consommateurs de matières premières devait marquer le pas.

◀ *L'expérience de l'été 2013 a montré que des variations des flux de capitaux peuvent causer des secousses financières importantes dans les pays à marché émergent.*

<sup>14</sup> Les deux études (celle à paraître de Dahlhaus et Vasishtha et celle publiée en 2014 de Lim, Mohapatra et Stocker) comportent certaines réserves qui appellent à la prudence. En premier lieu, les résultats sont en partie le reflet des relations qui existaient généralement avant la crise financière mondiale et pourraient ne pas rendre totalement compte de l'adaptation des mouvements de capitaux à l'évolution des variables des marchés financiers pendant la crise. En second lieu, Dahlhaus et Vasishtha n'analysent pas le rôle qu'ont pu avoir les facteurs macroéconomiques fondamentaux des pays émergents dans l'augmentation des flux de capitaux.

Évoquant les préoccupations soulevées par les effets de débordement et les effets de rétroaction qui y sont associés, certains observateurs ont souligné la nécessité pour les banques centrales de tenir compte des répercussions que leurs politiques engendrent sur d'autres pays, et ont plaidé en faveur d'une coordination accrue des politiques monétaires à l'échelle internationale. Toutefois, la Réserve fédérale a fait observer qu'elle porte déjà attention, dans le contexte de son mandat national, aux effets de débordement de ses politiques sur l'économie mondiale ainsi qu'aux effets de rétroaction connexes<sup>15</sup>. Les banques centrales procèdent à d'importants échanges d'information au sein des diverses instances internationales, notamment le G20 et la Banque des Règlements Internationaux, ce qui contribue à la création d'une vision commune des politiques qui doivent être mises en œuvre ainsi que d'un espace de discussion sur leurs répercussions potentielles. Au-delà de ces efforts, il est difficile de voir comment les politiques des banques centrales (qui ont chacune un mandat national) pourraient être coordonnées dans la pratique et de quelle manière cette concertation pourrait modifier l'orientation de la politique monétaire de la Réserve fédérale ou de toute autre banque centrale qui recourt à l'assouplissement quantitatif.

En ce qui a trait aux effets de rétroaction, il faut également prendre en considération les politiques adoptées par les économies émergentes en réponse à l'assouplissement quantitatif, notamment un emploi accru des interventions stérilisées sur le marché des changes, le resserrement des mesures macro-prudentielles et un renforcement des contrôles des capitaux. Très peu de recherches ont été effectuées jusqu'à maintenant sur les retombées de telles politiques, bien que certains observateurs, comme Murray (2013), ont fait valoir que les mesures non traditionnelles auraient été moins indispensables, n'eût été la mise en œuvre de politiques qui restreignent l'ajustement nécessaire des taux de change réels.

## Conclusion

Selon les données dont nous disposons, l'assouplissement quantitatif semble avoir causé une augmentation des flux de capitaux destinés aux économies émergentes, bien que rien ne prouve que les répercussions globales de ces mouvements diffèrent sensiblement de celles des politiques traditionnelles de détente monétaire. Il est également probable que l'écart entre les variables fondamentales des économies avancées et des économies émergentes soit un facteur au moins tout aussi important. En définitive, les avantages de l'assouplissement quantitatif semblent l'emporter sur ses coûts, surtout si les économies avancées retirent de façon appropriée ce type de détente monétaire exceptionnelle à mesure que la conjoncture économique s'améliore.

De la volatilité pourrait néanmoins survenir sur les marchés financiers mondiaux, particulièrement sur les marchés financiers des pays émergents, lorsque les pays avancés commenceront à normaliser leur politique monétaire. Il sera donc essentiel que les décideurs des pays émergents et avancés demeurent vigilants. L'expérience récente des banques centrales des économies avancées nous enseigne que les étapes de la normalisation de la politique monétaire doivent être communiquées le plus efficacement possible de façon à orienter adéquatement les attentes du marché.

◀ *Les banques centrales procèdent à d'importants échanges d'information au sein des diverses instances internationales, ce qui contribue à la création d'une vision commune des politiques non traditionnelles qui doivent être mises en œuvre ainsi que d'un espace de discussion sur leurs répercussions potentielles.*

<sup>15</sup> Voir les commentaires de la présidente de la Réserve fédérale, Janet Yellen, à l'occasion de la conférence inaugurale Michel Camdessus du FMI tenue à Washington le 2 juillet 2014 : <http://www.imf.org/external/french/index.htm>.

Même si la stratégie de sortie est bien gérée, il reste qu'une inversion des flux de capitaux et une augmentation des coûts d'emprunt sont susceptibles de se produire dans certaines économies émergentes. Une hausse des rendements des obligations déclenchera un rééquilibrage des portefeuilles, dont les effets pourraient être amplifiés par des imperfections de marché. L'incidence de la normalisation de la politique monétaire sur les pays émergents dépendra de la résilience de ces derniers et de l'ampleur de leurs vulnérabilités. Les économies émergentes aux facteurs fondamentaux solides, dotées de politiques macroéconomiques et financières saines, seront fort probablement plus à même de se protéger de tout effet de débordement négatif démesuré provenant de cette normalisation.

---

## Ouvrages et articles cités

Ahmed, S., et A. Zlate (2013). *Capital Flows to Emerging Market Economies: A Brave New World?*, Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale des États-Unis, coll. « International Finance Discussion Papers », n° 1081.

Alpanda, S., et S. Kabaca (à paraître). *International Spillovers of Large-Scale Asset Purchases*, document de travail, Banque du Canada.

Bauer, M. D., et G. D. Rudebusch (2013a). « Expectations for Monetary Policy Liffoff », *Economic Letter*, Banque fédérale de réserve de San Francisco, n° 2013-34.

——— (2013b). *The Signaling Channel for Federal Reserve Bond Purchases*, document de travail n° 2011-21, Banque fédérale de réserve de San Francisco.

Bernanke, B. S. (2013). *Monetary Policy and the Global Economy*, discours prononcé à la discussion publique organisée par le département d'économie et les STICERD (Suntory and Toyota International Centres for Economic and Related Disciplines) en association avec la Banque d'Angleterre et la London School of Economics, Londres (Royaume-Uni), 25 mars.

Bowman, D., J. M. Londono et H. Sapriza (2014). *U.S. Unconventional Monetary Policy and Transmission to Emerging Market Economies*, Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale des États-Unis, coll. « International Finance Discussion Papers », n° 1109.

Chen, Q., A. Filardo, D. He et F. Zhu (2012). « International Spillovers of Central Bank Balance Sheet Policies », *Are Central Bank Balance Sheets in Asia Too Large?*, Banque des Règlements Internationaux, coll. « BIS Papers », n° 66, p. 230-274.

Cochrane, J. H. (2011). *Inside the Black Box: Hamilton, Wu, and QE2*, Booth School of Business, Université de Chicago, 3 mars.

Dahlhaus, T., et G. Vasishtha (à paraître). *The Impact of U.S. Monetary Policy Normalization on Capital Flows to EMEs: An Empirical Assessment*, document de travail, Banque du Canada.

- D'Amico, S., et T. B. King (2010). *Flow and Stock Effects of Large-Scale Treasury Purchases*, Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale des États-Unis, coll. « Finance and Economics Discussion », n° 2010-52.
- Eichengreen, B., et P. Gupta (2014). *Tapering Talk: The Impact of Expectations of Reduced Federal Reserve Security Purchases on Emerging Markets*, document n° 53040, Munich Personal RePEc Archive.
- Fonds monétaire international (FMI) (2013a). *Global Financial Stability Report: Transition Challenges to Stability*, octobre.
- (2013b). *Global Impact and Challenges of Unconventional Monetary Policies*, document d'orientation, 7 octobre.
- (2013c). *Unconventional Monetary Policies — Recent Experience and Prospects*, 18 avril.
- (2014). *IMF Multilateral Policy Issues Report: 2014 Spillover Report*, 29 juillet.
- Fratzcher, M., M. Lo Duca et R. Straub (2013). *On the International Spillovers of U.S. Quantitative Easing*, document de travail n° 1557, Banque centrale européenne.
- Gagnon, J., M. Raskin, J. Remache et B. Sack (2010). *Large-Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did They Work?*, Banque fédérale de réserve de New York, coll. « Staff Reports », n° 441.
- Glick, R., et S. Leduc (2013). *The Effects of Unconventional and Conventional U.S. Monetary Policy on the Dollar*, document de travail n° 2013-11, Banque fédérale de réserve de San Francisco.
- Groupe des Vingt (G20) (2013). *Communiqué: Meeting of Finance Ministers and Central Bank Governors*, communiqué de la réunion des ministres des Finances et des gouverneurs des banques centrales, Moscou (Russie), 19 et 20 juillet.
- Hamilton, J. D., et J. C. Wu (2012). « The Effectiveness of Alternative Monetary Policy Tools in a Zero Lower Bound Environment », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 44, n° S1, p. 3-46.
- Kozicki, S., E. Santor et L. Suchanek (2011). « L'expérience internationale du recours à une mesure de politique monétaire non traditionnelle : l'achat d'actifs par les banques centrales », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 13-27.
- Lim, J. J., S. Mohapatra et M. Stocker (2014). *Tinker, Taper, QE, Bye? The Effect of Quantitative Easing on Financial Flows to Developing Countries*, Banque mondiale, coll. « Documents de travail consacrés à la recherche sur les politiques », n° 6820.
- Mishra, P., K. Moriyama, P. N'Diaye et L. Nguyen (2014). *Impact of Fed Tapering Announcements on Emerging Markets*, document de travail n° WP/14/109, Fonds monétaire international.

- Moore, J., S. Nam, M. Suh et A. Tepper (2013). *Estimating the Impacts of U.S. LSAPs on Emerging Market Economies' Local Currency Bond Markets*, Banque fédérale de réserve de New York, coll. « Staff Reports », n° 595.
- Murray, J. (2013). *Désengagement, effets de débordement et indépendance de la politique monétaire*, discours prononcé devant l'Association canadienne de science économique des affaires, Kingston (Ontario), 27 août.
- Rai, V., et L. Suchanek (à paraître). *The Effect of the Federal Reserve's Tapering Announcements on Emerging Markets*, document de travail, Banque du Canada.
- Rajan, R. G. (2014). *Competitive Monetary Easing: Is It Yesterday Once More?*, discours prononcé devant The Brookings Institution, Washington, 10 avril.
- Rosa, C. (2012). *How 'Unconventional' Are Large-Scale Asset Purchases? The Impact of Monetary Policy on Asset Prices*, Banque fédérale de réserve de New York, coll. « Staff Reports », n° 560.
- Santor, E., et L. Suchanek (2013). « Les politiques monétaires non traditionnelles : évolution des pratiques, effets et coûts potentiels », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 1-17.
- Wu, J. C., et F. D. Xia (2014). *Measuring the Macroeconomic Impact of Monetary Policy at the Zero Lower Bound*, document de travail n° 20117, National Bureau of Economic Research.