



## Incertitude de politique économique dans les pays avancés et flux de portefeuille vers les pays émergents

Ludovic GAUVIN

Banque de France

Cameron McLOUGHLIN

FMI

Dennis REINHARDT

Banque d'Angleterre

Les idées exposées dans ce document reflètent l'opinion personnelle de leurs auteurs et n'expriment pas nécessairement la position de la Banque de France, du FMI ou de la Banque d'Angleterre. Les éventuelles erreurs ou omissions sont de la responsabilité des auteurs.

*L'incertitude de politique économique dans les pays avancés affecte les investissements de portefeuille à destination des pays émergents. Un choc négatif d'incertitude dans un pays avancé entraîne deux effets de sens opposé : i) une réallocation de portefeuilles vers les autres pays mais aussi ii) une « fuite vers la qualité » qui peut nuire aux flux d'investissements vers les pays émergents. Cette fuite vers la qualité est d'autant plus forte en période de tension des conditions financières globales. Ainsi, un effet positif en période calme peut s'annuler, voire devenir négatif. Par exemple, alors que l'incertitude politique aux États-Unis n'a pas d'effet sur les flux sur actions vers les émergents en période calme, elle a un effet négatif en période de tension financière globale.*

### Transmission internationale des chocs d'incertitude de politique économique

L'incertitude de politique économique aux États-Unis et en Europe influence-t-elle les flux de capitaux vers les pays émergents ? Et, dans l'affirmative, cet effet dépend-il des conditions économiques ou financières ?

De manière générale, l'augmentation de l'incertitude de politique économique, qui rend l'environnement moins prévisible, limite les perspectives de croissance en pesant sur la production et l'investissement intérieurs (Baker *et al.*, 2013), et diminue l'attractivité des investissements dans les pays concernés (ici les États-Unis et l'Europe). Les investisseurs peuvent être, de ce fait, incités à réallouer une plus grande partie de leur portefeuille vers d'autres pays (émergents entre autres). Par contre, une incertitude plus élevée peut inciter à diminuer l'exposition des portefeuilles à des titres *a priori* plus risqués (comme ceux des émergents), entraînant une fuite vers la qualité par un rééquilibrage des portefeuilles vers les titres moins risqués, souvent les bons du Trésor américain.

Selon le FMI (2013), une augmentation de l'incertitude de politique économique aux États-Unis et en Europe a des effets négatifs sur le PIB d'autres régions et est susceptible d'entraîner de larges corrections des marchés financiers et des sorties de flux de capitaux des pays émergents.

Aux États-Unis, la mise en place de politiques monétaires non conventionnelles, puis l'annonce à partir de mai 2013 par la Réserve fédérale américaine de la fin de l'assouplissement quantitatif (*tapering*) ont déclenché une fuite vers la qualité. La volatilité des devises des pays émergents s'est également accrue, illustrant les mouvements de capitaux sous-jacents<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Cf. article du Council on Foreign Relations (CFR) sur les crises des devises des pays émergents lors des annonces de la Réserve fédérale (<http://www.cfr.org/emerging-markets/currency-crises-emerging-markets/p31843>).

De même, la crise du plafond de la dette en août 2011, illustrée par les discussions entre le Congrès américain et la Maison-Blanche sur son relèvement, a également accru les incertitudes de politique économique. Néanmoins, la demande de bons du Trésor américain a augmenté *a priori* au détriment des autres titres, notamment ceux des pays émergents. Ainsi, le comportement des investisseurs peut être sensiblement différent en période de tension financière (cf. Bacchetta et van Wincoop, 2013).

### **Incertitude, tension financière et rééquilibrage de portefeuille**

L'étude graphique de la corrélation entre l'incertitude de politique économique et les flux de capitaux vers les pays émergents<sup>2</sup> permet d'évaluer si la relation entre ces deux variables évolue en fonction des tensions financières internationales.

Les indicateurs d'incertitude de politique économique<sup>3</sup>, proposés par Baker, Bloom et Davis (2013) sont basés notamment sur des écarts de prévisions concernant par exemple l'inflation et le déficit budgétaire, ainsi que sur une analyse de certains mots-clés contenus dans les principaux journaux quotidiens. Pour mesurer les périodes de tensions financières, nous retenons l'indicateur VIX calculé par le Chicago Board Options Exchange (CBOE), comme la volatilité implicite de l'indice S&P500. Nous nous concentrons sur les placements des fonds d'investissement en obligations et en actions à partir de la base de données EPFR Global<sup>4</sup>.

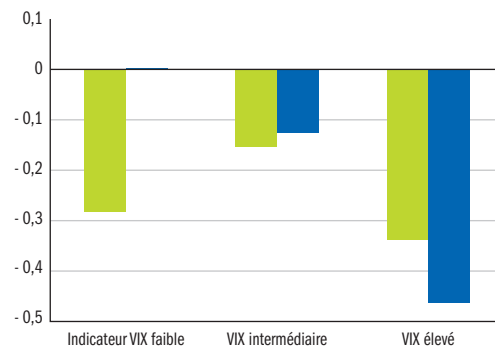
Les graphiques 1a et 1b ci-après représentent les corrélations entre l'incertitude de politique économique (États-Unis en vert et Europe en bleu) et les flux vers les pays émergents lorsque le niveau du VIX est faible, intermédiaire ou élevé<sup>5</sup>. Nous distinguons ici les flux obligataires des flux sur actions. Lorsque le VIX est élevé, les corrélations médianes tendent à devenir plus fortement négatives. Ce constat doit être nuancé pour les investissements obligataires lorsque l'incertitude de politique économique vient des États-Unis : en effet, la corrélation n'est pas beaucoup plus négative (à environ -0,3) lorsque le VIX est élevé que lorsqu'il est faible.

Ceci suggère que la relation entre l'incertitude de politique économique dans les pays avancés et les flux de capitaux vers les pays émergents évoluerait en fonction de notre mesure de tensions financières. Ainsi, l'effet fuite vers la qualité surpasserait l'effet de rééquilibrage de portefeuille vers les pays émergents durant les périodes de tension financière.

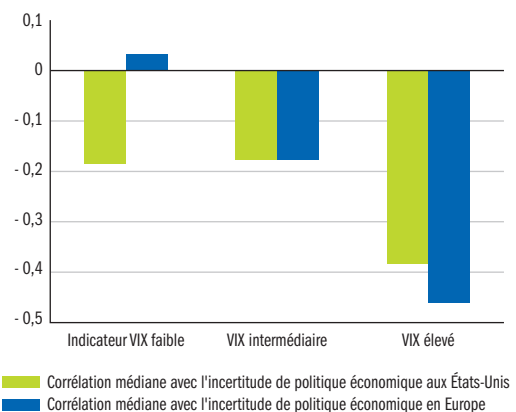
### **G1 Corrélation glissante entre incertitudes de politique économique et flux de portefeuille vers les pays émergents**

(janvier 2004-décembre 2011)

#### a) Flux obligataires



#### b) Flux sur actions



Sources : EPFR Global, CBOE, Baker et al. (2013) ; calculs des auteurs.

<sup>2</sup> Les pays émergents compris dans cette étude sont : l'Afrique du Sud, l'Argentine, le Brésil, le Chili, la Colombie, la Corée du Sud, Hong Kong, l'Inde, l'Indonésie, la Malaisie, le Mexique, le Pakistan, le Pérou, les Philippines, la Pologne, la République tchèque, la Russie, Singapour, la Thaïlande et la Turquie. La période d'estimation est janvier 2004 à décembre 2011.

<sup>3</sup> Cf. site <http://www.policyuncertainty.com>

<sup>4</sup> Dans notre étude, ces investissements sont principalement transfrontaliers car la majorité des fonds se trouvent aux États-Unis ou en Europe. Cette base de données a par ailleurs l'avantage d'être en fréquence mensuelle (voire hebdomadaire) mais ne couvre toutefois qu'une partie des investissements de portefeuille de la balance des paiements.

<sup>5</sup> Le VIX est considéré comme faible s'il est inférieur au 20<sup>e</sup> centile (environ 13), intermédiaire entre le 20<sup>e</sup> et le 80<sup>e</sup> centile, et élevé s'il est supérieur au 80<sup>e</sup> centile (environ 26).

## La fuite vers la qualité domine durant les stress financiers

Afin de valider l'existence d'effets non linéaires dans la relation entre les flux de capitaux vers les pays émergents et leurs déterminants, nous utilisons la méthodologie développée par González *et al.* (2005)<sup>6</sup>. Celle-ci nous permet tout d'abord d'estimer des dates de changement de régime dans la relation estimée. Elle permet ensuite d'analyser les causes des changements dans la relation empirique liant plusieurs variables.

Les résultats indiquent que deux dates correspondent à un changement important. La première (avril-mai 2007) coïncide avec la première forte augmentation du coût de réassurance contre les hypothèques dont les notes étaient basses (BBB- et BBB)<sup>7</sup>. La seconde date de rupture estimée (novembre-décembre 2010) correspond à l'extension significative de l'assouplissement quantitatif par la Réserve fédérale américaine en novembre 2010.

Pour aller plus loin, nous avons cherché la variable associée à ces évolutions. Nous sommes ainsi en mesure d'estimer un seuil au-delà duquel cette variable de transition est liée aux changements de régime. Parmi les variables globales testées, nous trouvons que l'indicateur de perception du risque financier global (représenté par le VIX) explique l'évolution de la relation entre incertitude de politique économique dans les pays avancés et flux de portefeuille vers les pays émergents (cf. tableau 1). Plusieurs résultats peuvent être soulignés :

1. s'agissant des flux obligataires vers les pays émergents :
  - a. l'incertitude de politique économique aux États-Unis a un effet négatif quel que soit le niveau du VIX ;
  - b. en revanche, l'incertitude de politique économique en Europe n'a un effet négatif sur ces flux qu'en période de tensions financières<sup>8</sup> ;
2. s'agissant des flux sur actions vers les pays émergents, les résultats sont plus complexes :
  - a. l'effet négatif de la fuite vers la qualité domine lors d'un choc en provenance des États-Unis durant les périodes de tensions financières<sup>8</sup> ;
  - b. lorsque l'incertitude de politique économique en Europe augmente, on observe d'une part, un effet positif, c'est-à-dire un rééquilibrage de portefeuille, qui correspond au premier des deux effets attendus expliqués ci-dessus durant les phases calmes

et, d'autre part, aucun effet significatif lorsque le VIX augmente<sup>9</sup>. Ceci suggère que, pour les flux sur actions, les chocs d'incertitude de politique économique provenant d'Europe ne provoquent pas de mouvement de fuite vers la qualité comme ceux provenant des États-Unis. La capitalisation boursière des États-Unis (26 000 milliards de dollars en 2014), très supérieure à celle de l'Union européenne (9 800 milliards, et 6 400 milliards de dollars pour la zone euro)<sup>10</sup> pourrait notamment expliquer une propagation plus importante des chocs domestiques américains au niveau mondial<sup>11</sup>.

### T1 Évolution de la relation entre incertitude politique dans les pays avancés et flux de portefeuille vers les pays émergents

Résumé des résultats

	Flux obligataires		Flux actions	
	VIX faible	VIX élevé	VIX faible	VIX élevé
Incertitude politique aux États-Unis	-	-	0	-
Incertitude politique en Europe	0	-	+	0

Note : Nous trouvons que le VIX est un indicateur de stress financier permettant de distinguer deux régimes globaux. Les signes « - » et « + » indiquent respectivement un impact négatif et positif. Le seuil pour le VIX est proche de dix-huit pour les deux types de flux (résultat cohérent avec d'autres études).

6 Les déterminants utilisés en plus des incertitudes de politique économique aux États-Unis et en Europe sont repris de la littérature existante sur les facteurs explicatifs des flux vers les pays émergents. Il s'agit à la fois de variables globales et domestiques. Pour plus de détails, voir Gauvin *et al.* (2014).

7 Voir Brunnermeier (2009) et Fratzscher (2012).

8 Effet non significatif durant les périodes calmes.

9 Dans le document de travail sous-jacent nous montrons que pour les flux actions, l'effet de l'incertitude de politique économique en Europe peut dépendre du risque souverain (mesuré par la prime de CDS – credit default swap) du pays recevant le flux. Pour plus de détails, voir Gauvin *et al.* (2014).

10 Source : Banque mondiale, World development indicators (WDI).

11 À titre illustratif, on peut déduire de l'étude de Diebold *et Yilmaz* (2009) que la contribution d'un choc sur le rendement du marché boursier américain à l'évolution des marchés boursiers des autres pays est supérieure à la somme des contributions du Royaume-Uni, de la France et de l'Allemagne (principales places financières européennes).

## Bibliographie

### Bacchetta (P.) et van Wincoop (E.) (2013)

« Sudden spikes in global risk », *Journal of International Economics*, vol. 89, n° 2, p. 511-521.

### Baker (S. R.), Bloom (N.) et Davis (S. J.) (2013)

« Measuring economic policy uncertainty », *Working Paper*, Université de Stanford.

### Brunnermeier (M. K.) (2009)

« Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-2008 », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, n° 1, Winter, p. 77-100.

### Diebold (F. X.) et Yilmaz (K.) (2009)

« Measuring financial asset return and volatility spillovers, with application to global equity markets », *The Economic Journal*, vol. 119, p. 158-171, janvier.

### FMI (2013)

*Perspectives de l'économie mondiale : espoirs, réalités, risques*, avril.

### Fratzcher (M.) (2012)

« Capital flows, push versus pull factors and the global financial crisis », *Journal of International Economics*, vol. 88, n° 2, p. 341-356.

### Gauvin (L.), McLoughlin (C.) et Reinhardt (D.) (2014)

« Policy uncertainty spillovers to emerging markets – evidence from capital flows », *Working Paper*, n° 512, Banque d'Angleterre, septembre. [Télécharger le document](#).

### González (A.), Teräsvirta (T.) et van Dijk (D.) (2005)

« Panel smooth transition regression models », *Working Paper Series in Economics and Finance*, n° 604, Stockholm School of Economics, août.

#### Éditeur

Banque de France

#### Directeur de la publication

Marc-Olivier STRAUSS-KAHN

#### Directeur de la rédaction

Françoise DRUMETZ

#### Réalisation

Direction de la Communication

Novembre 2016

[www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr)