

En cas de mauvaises nouvelles, le franc et le yen s'apprécient

Les soubresauts de l'économie se reflètent dans les taux de change du franc et du yen : la pression à la hausse augmente lorsque d'importantes données économiques s'avèrent plus négatives que prévu. *Adrian Jäggi, Martin Schlegel, Attilio Zanetti*

Abrégé Une étude a analysé, à l'aide de données à haute fréquence, la manière dont le franc et le yen réagissent aux nouvelles imprévues et aux changements du contexte général de marché. Résultat : les deux monnaies refuges se montrent traditionnellement plus sensibles que d'autres aux surprises macroéconomiques, puisque celles-ci affectent aussi bien l'incertitude que l'aversion au risque. Cette relation se renforce en période de crise. Les deux devises réagissent en outre plus fortement aux surprises négatives qu'aux nouvelles positives. Elles réagissent en outre systématiquement aux changements survenus dans le contexte général du marché, comme le montre une analyse effectuée à partir de l'indice de données financières VIX et d'un indice de nouvelles de Bloomberg.

Le franc suisse et le yen japonais sont considérés comme des monnaies refuges. En période d'incertitude et d'aversion accrue au risque dans le monde, ces devises fonctionnent typiquement comme des havres de placement sûrs et s'apprécient vis-à-vis de toutes les autres monnaies.

Ce schéma s'est nettement manifesté lors de la crise financière amorcée en 2007, les deux devises s'apprécient par moment

massivement. La pression à la hausse et ses graves conséquences pour l'économie réelle et la stabilité des prix ont alors incité la Banque nationale suisse (BNS) et la Banque du Japon à prendre des mesures non conventionnelles. Par exemple, en septembre 2011, la BNS a fixé un taux plancher de 1,20 franc pour un euro et annoncé sa volonté d'intervenir sur le marché des devises, au besoin de façon illimitée. La Banque du Japon a quant à elle

mis en œuvre plusieurs grands programmes d'achat de titres indigènes pour assouplir davantage les conditions monétaires et soutenir les attentes inflationnistes. Il en résulta une forte expansion des bilans des deux instituts d'émission.

Comment réagissent les monnaies refuges ?

Le statut de « valeur refuge » implique que la demande pour de telles devises augmente quand l'incertitude croît sur les marchés financiers internationaux. Ce mécanisme paraît intuitivement clair, mais il laisse certaines questions en suspens : à quelles informations les monnaies refuges réagissent-elles effectivement ? Le font-elles de manière symétrique ? La réaction se renforce-t-elle en cas de crise ?

Les catastrophes naturelles influencent les marchés financiers. Un feu de forêt en Australie.



Pour y voir plus clair, une étude a analysé des données dites «à haute fréquence»¹. Concrètement, ses auteurs ont utilisé des données des cours de change recensées toutes les cinq minutes durant la période 2000–2013, en se concentrant chaque fois sur le franc et le yen par rapport au dollar et à l'euro.

Dans un premier temps, l'impact des surprises macroéconomiques sur les deux devises a été examiné. Les données à disposition couvraient les indicateurs conjoncturels d'une dizaine d'économies (Suisse, Japon, États-Unis, zone euro, Allemagne, France, Italie, Espagne, Belgique, Grande-Bretagne). Les «surprises» ont été définies comme étant la différence entre les attentes du marché et la valeur effectivement publiée d'une variable macroéconomique donnée, telle que la croissance du produit intérieur brut (PIB). L'hypothèse de base posait que les surprises négatives (croissance économique décevante, etc.) déstabilisent les marchés financiers, tandis que les positives les rassurent.

Deuxièmement, la manière dont les deux devises réagissent à l'humeur générale du marché a été analysée. Deux outils ont été utilisés: d'une part, l'indice de volatilité de la bourse d'options de Chicago (VIX), une mesure standard de l'incertitude sur les marchés, qui reflète la volatilité implicite des options sur l'indice des actions S&P 500; d'autre part, un indice du prestataire de services financiers Bloomberg fondé sur les faits d'actualité. Cet indice repose sur un algorithme qui compte et pondère quotidiennement les nouvelles négatives et positives. On y trouve par exemple les événements (géo)politiques, les catastrophes naturelles et les attentats terroristes – autrement dit, toutes les nouvelles susceptibles d'engendrer des mouvements de marché. Le différentiel entre les nouvelles positives et négatives peut ainsi être utilisé comme baromètre de l'incertitude.

Pertinence des données étasuniennes

L'étude montre globalement que les surprises macroéconomiques sont un moteur important des fluctuations à court terme du franc et du yen. Les deux devises s'apprécient

notamment en cas de données négatives provenant des États-Unis. Par exemple, si les chiffres de l'emploi américain sont décevants pour un mois donné, le yen et le franc auront tendance à s'apprécier. En revanche, les surprises macroéconomiques pures provenant de France, d'Italie, d'Espagne, de Belgique et de Grande-Bretagne n'affectent pas significativement les deux devises. En Europe, seule l'Allemagne joue sur ce plan un rôle important, encore que les surprises résultant des données économiques allemandes affectent surtout le franc.

L'étude confirme en outre l'hypothèse selon laquelle les surprises influencent davantage les monnaies refuges en période de forte incertitude qu'en période de moindre incertitude. En effet, si l'on divise l'échantillon étudié en deux périodes, les effets ont été sensiblement plus marqués au cours de la période suivant 2007, soit depuis la crise financière.

Cette sensibilité marquée aux surprises macroéconomiques constitue une caractéristique spécifique aux monnaies refuges. À l'opposé, les régressions montrent que des devises «normales» comme le dollar australien, le dollar canadien ou la livre britannique sont moins réactives. On trouve également des indications selon lesquelles les deux monnaies refuges (franc et yen) réagissent de manière asymétrique: les mauvaises nouvelles de l'étranger ont davantage d'impact que les bonnes. Ce constat vaut en particulier pour les périodes de crise.

Le contexte du marché, un autre facteur

À l'étape suivante, les équations de régression ont été complétées par l'ajout du VIX et de l'indice Bloomberg, qui reflètent donc le contexte général du marché. Ces deux variables affectent systématiquement les monnaies refuges. Les marchés financiers manifestent par exemple de l'inquiétude face à des nouvelles politiques négatives mettant en question la soutenabilité des finances publiques italiennes. Dans la foulée, le franc et le yen subissent une pression à la hausse.

En résumé, quatre résultats ressortent de l'étude. Premièrement, les deux monnaies refuges (franc et yen) se montrent plus sensibles que d'autres aux surprises macroéconomiques. Deuxièmement, elles réagissent de manière particulièrement prononcée

en période de crise. Troisièmement, les effets sont asymétriques: les deux devises réagissent plus fortement aux surprises négatives qu'aux nouvelles positives. Enfin, l'humeur générale du marché ajoute encore un effet sur les taux de change. Deux canaux susceptibles d'influencer les monnaies refuges ont ainsi été identifiés: les surprises macroéconomiques et le sentiment général du marché.



Adrian Jäggi

Collaborateur scientifique, Institut suisse de recherche en économie internationale et en économie appliquée, université de St-Gall



Martin Schlegel

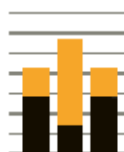
Membre suppléant de la direction générale, Banque nationale suisse (BNS), Zurich



Attilio Zanetti

Directeur de l'unité d'organisation Conjoncture, Banque nationale suisse (BNS), Zurich

Les études scientifiques d'actualité parues dans le «Swiss Journal of Economics and Statistics» qui ont un lien étroit avec la politique économique suisse sont présentées dans «La Vie économique» sous une forme abrégée.



¹ Jäggi A., Schlegel M. et Zanetti A. (2019). «Macroeconomic surprises, market environment, and safe-haven currencies», *Swiss Journal of Economics and Statistics*, vol. 155.