



Axel Botte
Directeur Stratégie Marchés
axel.botte@ostrum.com



Zouhoure Bousbih
Stratégiste pays émergents
zouhoure.bousbih@ostrum.com



Aline Goupil-Raguénès
Stratégiste pays développés
aline.goupil-raguenes@ostrum.com

● **Le thème de la semaine : Dollar taiwanais : la bombe à retardement d'un nouveau type de crise financière**

par **Zouhoure Bousbih**

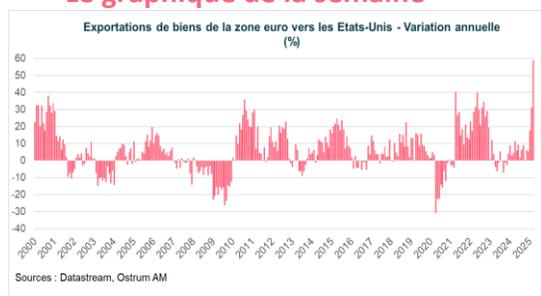
- Tel un papillon, une panique s'est propagée aux milieux d'affaires taiwanais qui ont vendu massivement du dollar engendrant une appréciation soudaine du dollar taiwanais ;
- Si les causes restent encore obscures, cela a toutefois permis de mettre en évidence le montant colossal d'actifs financiers étrangers de 1000 milliards de dollars accumulés par Taiwan, soit 200% de son PIB !
- Les sociétés d'assurance-vie en détiennent plus 700 milliards de dollars, principalement des obligations américaines (Treasuries et obligations d'entreprises notées « Investment grade ») ;
- Leurs besoins de couverture sont assurés par la Banque centrale de Chine qui leur fournit des dollars de ses importantes réserves de change via des swaps de change ;
- Au fil des années, les sociétés d'assurance-vie sont devenues laxistes accumulant les risques : 200 milliards de dollars d'obligations étrangères ne sont pas couvertes, soit 25% du PIB de Taiwan ;
- Leur solvabilité reposait sur un équilibre fragile notamment l'idée que la Banque centrale de Chine ne laisserait jamais s'apprécier le dollar taiwanais ;
- Les assureurs-vie taiwanais ont enregistré des pertes potentielles importantes qui risquent de s'accroître si les taux d'intérêt américains continuaient d'augmenter et le dollar se dépréciait.

● **La revue des marchés : Retour au point de départ**

par **Axel Botte**

- L'accord de Genève avec la Chine amplifie le puissant rebond des marchés, mais des incertitudes demeurent ;
- Etats-Unis : l'activité probablement à un point d'inflexion ;
- Les marchés voient resurgir le risque budgétaire américain, Moody's abaisse la note souveraine à Aa1 ;
- Les spreads souverains et de crédit soutenus par la recherche de rendement.

● **Le graphique de la semaine**



Fort rebond des exportations de la zone Euro vers les Etats-Unis en mars (60% GA), reflétant l'activité de stockage dans la perspective de nouveaux tarifs douaniers américains.

Dans le détail par pays l'augmentation est plus marquée pour l'Irlande, suggérant une forte demande américaine pour les produits pharmaceutiques européens.

● **Le chiffre de la semaine**

-1,6

La baisse des marges sur le mois d'avril a été de 1,6 % dans les machines et véhicules de gros, ce qui a largement contribué à la baisse de 0,5% des prix à la production aux Etats-Unis.
Source : Bloomberg.

- Le thème de la semaine

Dollar taiwanais : la bombe à retardement d'un nouveau type de crise financière

Que s'est-il passé le 2 mai 2025 sur le dollar taiwanais ? La devise s'est soudainement appréciée de plus de 4% contre le billet vert, soit sa plus forte appréciation journalière depuis 1980. La communauté financière internationale est encore sous le choc car cela est assez inhabituel de la part d'une devise dont les variations journalières n'excèdent rarement un pourcent. Les causes sont multiples. Des ventes massives de dollars de la part des entreprises exportatrices afin de sécuriser leurs profits sur fond de rumeurs que la Banque centrale de Chine n'allait plus garantir le taux de change du dollar taiwanais. Tel un papillon, la panique s'est également emparée des assureurs vie qui ont également vendu massivement le billet vert de peur d'avoir un décalage en devises (« currency mismatch ») entre leurs actifs et leurs passifs. Cet épisode a mis en lumière les investissements colossaux en actifs financiers étrangers de Taiwan d'un montant de 1000 milliards de dollars, soit 200% de son PIB ! Les compagnies d'assurance-vie en détiennent plus de 700 milliards de dollars, majoritairement des actifs financiers américains, notamment obligataires couverts partiellement du risque de change. Cette tempête qui a frappé Taiwan s'est rapidement propagée aux autres devises asiatiques. Les mouvements violents sur les marchés financiers américains liés à l'imprévisibilité du locataire de la Maison Blanche risquent de causer une nouvelle crise financière en Asie liée cette fois-ci à une accumulation d'actifs financiers étrangers et de risques.

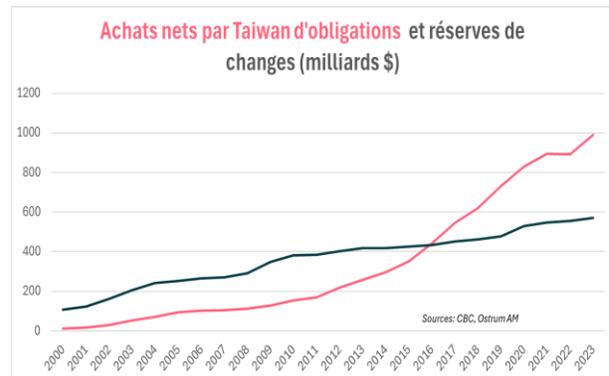
Comment les sociétés d'assurance vie taiwanaises ont-elles préservé leur solvabilité grâce à la Banque centrale de Chine ?

Depuis le début des années 2000, le compte courant de Taiwan a rapidement augmenté atteignant près de 15 % de son PIB en 2014. La résultante a été l'accumulation de devises étrangères, notamment de dollars qui sont logés dans les réserves de change de la banque centrale. Cependant, au cours des années, le stock de réserves de change était devenu trop important pouvant compliquer la gestion monétaire de la banque centrale.

La Banque centrale de Chine (CBC) a donc décidé de dévier une partie de ses réserves de change vers les compagnies d'assurance-vie, un secteur déjà important dans l'économie de Taiwan représentant 60% de son PIB. La faiblesse des taux d'intérêt domestiques et la réglementation stricte limitaient leur développement. Avec l'aide des régulateurs locaux, les assureurs-vie ont cherché rapidement à obtenir des rendements à l'étranger, notamment grâce à un type spécial d'obligations appelé « Formosa »

émises sur le marché taiwanais mais libellées en dollar américain par des entreprises étrangères. Ainsi, le montant des actifs financiers étrangers détenus par Taiwan a rapidement augmenté atteignant 1000 milliards de dollars, soit 200% du PIB du pays !

Ce sont principalement des actifs financiers américains comme des emprunts d'Etat, des obligations d'entreprises ou les obligations « Formosa ». Le graphique ci-contre montre les achats d'obligations étrangères en prenant comme proxy les investissements de portefeuille en dette de la balance des paiements. Cela a développé une forte dépendance de Taiwan au dollar.



La Banque centrale de Chine utilise une partie de ses réserves de change afin de fournir un financement en devises ou une couverture aux sociétés d'assurance-vie, comme l'a montré Brad Setser, membre du *Council Of Foreign Relations*, dans son excellent papier « *Shadow FX intervention in Taiwan : Solving a USD 100 + bn enigma* ». La Banque centrale de Chine utilise des swaps de change : la CBC échange des devises contre des dollars taiwanais, les assureurs-vies échangent ces dollars taiwanais contre des devises qu'ils investissent ensuite à l'étranger. L'exposition de la Banque centrale de Chine aux dérivés sur le change représente actuellement 130 milliards de dollars, soit 20% du PIB du pays.

Ce mécanisme de swap de devises a également permis à la CBC d'atténuer les fluctuations de sa devise sur le marché des changes, notamment en freinant son appréciation contre le billet vert. Ainsi, les réserves de change de Taiwan n'ont pas augmenté permettant au pays de passer sous le radar du Trésor américain classant le pays sous « surveillance » dans le cadre de la manipulation de sa devise. Sous la pression, la Banque centrale de Chine a publié pour la première fois en 2020 ses positions en produits dérivés sur le change.

L'accumulation de risques par les assureurs-vie taiwanais

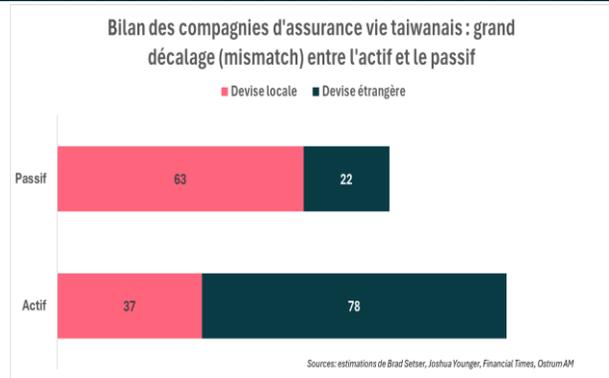
Les Taiwanais préfèrent généralement des polices d'assurance vie qui paient en monnaie locale plutôt qu'en dollars américains. Cela implique que les assureurs-vie taiwanais se financent principalement en dollar taiwanais, même si leurs investissements sont de plus en plus libellés en dollars.

Actuellement, il existe un écart considérable entre l'exposition en devises étrangères de leurs actifs et leurs passifs (« currency mismatch ») de plus de 40% de leur portefeuille soit environ 460 milliards de dollars, comme le montre le graphique ci-dessous, selon les estimations de Brad Setser et Joshua Younger. Ce montant représente à lui seul plus de 60% du PIB de Taiwan. Leur bilan est donc exposé à trois risques :

-Le risque de change : une dépréciation du dollar par rapport au dollar taiwanais entraînerait d'importantes pertes à cause du décalage important en devises étrangères entre l'actif et passif.

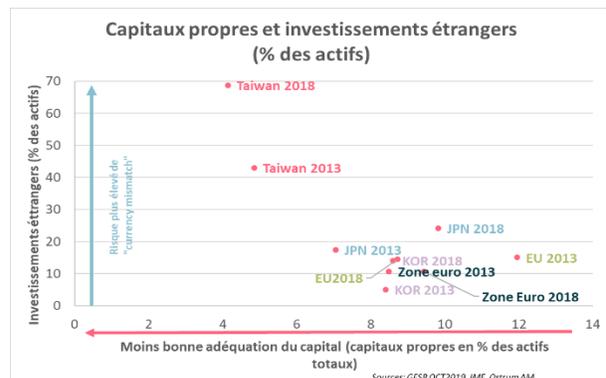
- Le coût de couverture (principal coût impactant la profitabilité des compagnies d'assurance vie) : vendre des dollars à terme peut protéger les assureurs-vie des fluctuations de taux de change au comptant, mais maintenir ces positions peut s'avérer coûteux.

- le risque de taux d'intérêt : une hausse rapide des taux d'intérêt américains peut entraîner des pertes significatives sur leurs portefeuilles obligataires.



Les assureurs-vie ont évidemment couvert leur portefeuille mais... Partiellement ! Selon B. Setser et J. Younger , 200 milliards de dollars d'obligations étrangères ne sont pas couvertes, soit 25 % du PIB de Taiwan, restant ainsi exposer aux fluctuations des taux de change et des taux d'intérêts étrangers. Le coût de couverture constitue également un risque pour leur profitabilité. Lorsque la Fed a commencé à relever ses taux en mars 2002, les coûts de couverture ont rapidement augmenté représentant plus de 5% par an. La Banque centrale de Chine a bien sûr financé leurs couvertures de change.

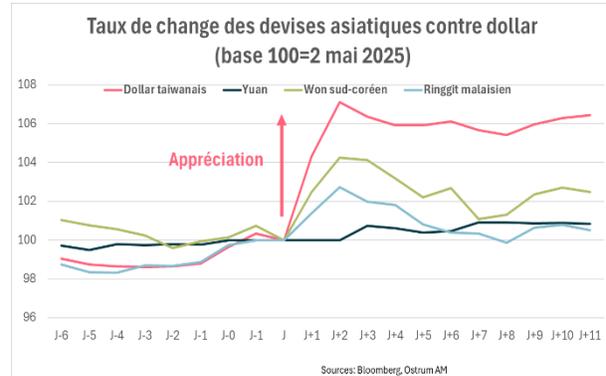
En cas de pertes réelles, les assureurs-vie peuvent les absorber avec leurs capitaux propres. Cependant, les assureurs-vie taiwanais sont moins capitalisés que leurs homologues japonais, comme le montre le graphique ci-contre tiré du rapport sur la stabilité financière mondiale du Fonds monétaire international d'octobre 2019. Le gouvernement taiwanais pourrait dans ce cas envisager rapidement des injections de capital.



Le rôle du marché des contrats à terme dits non livrables (NDF) dans la contagion vers les autres devises asiatiques

Environ 100 milliards de dollars de couverture de change des assureurs-vie taiwanais sont des contrats à terme dits non livrables (NDF) octroyés par d'autres investisseurs privés. Ces couvertures sont également réglées en dollar à l'étranger, ne permettant pas aux assureurs-vie de se financer en monnaie locale en cas de besoin. Ces instruments de change sont également soumis aux fluctuations des marchés internationaux.

L'utilisation de NDF explique l'effet de contagion aux autres devises asiatiques comme le montre le graphique ci-contre. Le marché des changes de Taiwan est étroit et le régulateur interdit aux entreprises et aux institutions financières du pays de négocier du dollar taiwanais dans le marché des NDF.



Pour contourner cette interdiction et couvrir leurs investissements en devises étrangères, les assureurs-vie taiwanais utilisent des devises dites « proxy » comme le won coréen. L'économie de la Corée du Sud présente des similitudes avec celle de Taiwan. C'est également une économie fortement dépendante des exports orientées sur des industries similaires comme les composants électroniques et les semi-conducteurs. Comme les assureurs-vie taiwanais pris par la panique se sont rués pour couvrir leurs expositions en dollar non couvertes sur le marché des NDF, cela a entraîné l'appréciation du won coréen. Le yuan s'est également apprécié contre le billet vert dans le sillage du won et du dollar taiwanais, car la devise chinoise est également utilisée comme proxy, ce qui explique l'effet de contagion aux autres devises de la région.

Les assureurs-vie asiatiques ont également accumulés entre 1,5 et 2 billions de dollars d'obligations étrangères principalement en dollars. Pour le Japon, cela représente 25% de leurs portefeuilles. Les assureurs-vie sud-coréens ont également des investissements similaires mais en plus petite échelle. Ils ont comme leurs homologues taiwanais cherchaient des rendements plus élevés à l'étranger face à des marchés domestiques peu rentables. L'appréciation de leurs devises pourraient également engendré des pertes potentielles et menacer la stabilité financière du pays. Au Japon, les sociétés d'assurance ont été touchées par la flambée des rendements obligataires des emprunts d'Etat à long terme qui ont atteint leur plus haut niveau depuis des décennies.

Conclusion

La solvabilité des assureurs-vie taiwanais reposait sur un équilibre fragile : l'idée que la Banque centrale de Chine n'allait pas laisser s'apprécier le dollar taiwanais. Or, l'important décalage en devises étrangères entre leur actif et leur passif (currency mismatch) de 460 milliards de dollars a rendu impossible l'intervention de la banque centrale sur le marché des changes pour freiner l'appréciation de sa devise. Le dollar taiwanais s'est stabilisé autour de la parité de 30 contre dollar continuant de creuser les pertes potentielles du secteur de le moins capitalisé de la région, et pourrait conduire à une intervention rapide du gouvernement. Cet épisode a également mis en évidence l'accumulation excessive d'actifs financiers étrangers, notamment d'obligations étrangères par les pays asiatiques et la couverture partielle de leurs expositions en devises liée au laxisme des régulateurs. C'est un nouveau type de crise asiatique qui se profile avec des interconnexions sur d'autres marchés financiers notamment américains.

- **La revue des marchés**
Retour au point de départ

L'accord du weekend dernier a étendu à la Chine la trêve de 90 jours dans l'escalade mortifère de la guerre commerciale. La détente, voire la capitulation de Donald Trump, a amplifié le fort rebond des marchés en avril. La bourse européenne retrouve ses sommets de mars, l'or et la volatilité replongent. Les taux repartent à la hausse, avec en toile de fond le budget américain et la perte du Aaa de Moody's.

Les marchés réagissent aux signaux, sans attendre les « détails » des accords commerciaux. Le puissant rebond des marchés semble néanmoins traduire un optimisme démesuré compte tenu du fait que les tarifs minimaux de 10 % (et 30% pour la Chine) subsistent et que d'autres taxes sectorielles (pharmacie, semi-conducteurs) sont encore à l'étude. Les marchés ont mis derrière eux la problématique de la guerre commerciale alors que resurgit le risque budgétaire américain.

L'économie américaine est peut-être à un point d'inflexion. Les données devraient bientôt refléter le contrecoup du rebond de la demande anticipée en raison des annonces tarifaires. Les ventes au détail restent cependant élevées en avril (+0,1 % après +1,7 % en mars). Certaines catégories de dépenses traduisent néanmoins l'impact de l'embargo sur les biens chinois. Les prix des biens de consommation importés sont en hausse de 0,3% en avril après trois mois de baisse. La perte de confiance du consommateur pèse aussi sur les marges. Le rapport sur les prix à la production de services indique que les importateurs et détaillants assument une partie du coût des taxes douanières. La production industrielle cale en avril après un 1^{er} trimestre solide. A l'instar de la Chine, la zone euro a profité de l'anticipation de la demande en fin de 1^{er} trimestre. La croissance de l'Union a toutefois été revue à +0,3 %, soit 0,1 pp en dessous de la première estimation. En Chine, les données monétaires indiquent sans ambiguïté l'ampleur de l'assouplissement de la PBoC.

Le rebond en « V » des indices boursiers européens traduit en premier lieu la fin de l'escalade mais aussi une certaine résilience de l'économie de la zone euro et les baisses de taux de la BCE. Les publications en Europe sont majoritairement supérieures aux attentes mais les bénéfiques s'inscrivent en baisse de 5 % sur un an avec de grandes disparités sectorielles. Le résultat médian est toutefois en croissance de 5 %. Les chiffres d'affaires étant en hausse de 3 %, la chute du dollar a pu peser sur les marges. Les résultats du 1^{er} trimestre sont de meilleure facture aux Etats-Unis (+11 %) mais les publications médianes sont proches de résultats européens. La question des valorisations reste entière tant le rebond du marché américain est lié aux grandes valeurs de la technologie. Ce rebond s'accompagne d'une diminution de la volatilité bénéfique aux indices de crédit. Les rachats de positions vendeuses propulsent l'iTraxx Crossover sous le seuil de 300 pb. Les flux vers les fonds de crédit s'améliorent de sorte que les spreads à l'émission se resserrent sensiblement. Le crédit investment grade en euro s'échange autour de 92 pb contre swap, soit le milieu de la bande de fluctuation des spreads en 2025 (77 – 111 pb). Sur les marchés de taux, le spectre du risque budgétaire a tendu le 30 ans américain vers 5 % avant que les données américaines ne permettent une détente. Le Bund a touché 2,70 % avant de clore la semaine autour de 2,50 %. Les spreads souverains évoluent dans une fourchette étroite, le BTP se rapprochant de 100 pb.

Axel Botte

● **Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	19-mai-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
EUR Bunds 2a	1.89%	-2	+21	-19
EUR Bunds 10a	2.65%	+1	+18	+29
EUR Bunds 2s10s	75.8 bp	+3	-2	+48
USD Treasuries 2a	4.01%	0	+21	-23
USD Treasuries 10a	4.55%	+8	+23	-2
USD Treasuries 2s10s	53.8 bp	+8	+2	+21
GBP Gilt 10a	4.73%	+8	+16	+16
JPY JGB 10a	1.49%	+3	+1	-1
EUR Spreads Souverains (10a)	19-mai-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
France	68 bp	0	-5	-15
Italie	102 bp	-1	-10	-13
Espagne	63 bp	+0	-4	-7
Inflation Points-morts (10a)	19-mai-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
EUR 10a Inflation Swap	1.95%	+1	+9	+2
USD 10a Inflation Swap	2.52%	+5	+20	+6
GBP 10y Inflation Swap	3.26%	+1	+3	-27
EUR Indices Crédit	19-mai-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
EUR Credit IG OAS	101 bp	-5	-15	-1
EUR Agences OAS	50 bp	-2	-7	-12
EUR Obligations sécurisées OAS	47 bp	-2	-6	-9
EUR High Yield Pan-européen OAS	339 bp	-21	-60	+21
EUR/USD Indices CDS 5a	19-mai-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
iTraxx IG	59 bp	+0	-13	+1
iTraxx Crossover	306 bp	-1	-60	-7
CDX IG	56 bp	0	-18	+6
CDX High Yield	352 bp	-5	-92	+40
Marchés émergents	19-mai-25	-1sem (pb)	-1m(pb)	2025 (pb)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	328 bp	-17	-48	+3
Devises	19-mai-25	-1sem (%)	-1m(%)	2025 (%)
EUR/USD	\$1.127	1.624	-2.120	8.9
GBP/USD	\$1.338	1.533	0.008	6.9
USD/JPY	JPY 145	2.463	-2.829	8.6
Matières Premières	19-mai-25	-1sem (\$)	-1m(\$)	2025 (%)
Brent	\$65.1	\$0.1	-\$1.9	-11.1
Or	\$3 236.7	\$12.5	-\$177.9	23.3
Indices Actions	19-mai-25	-1sem (%)	-1m(%)	2025 (%)
S&P 500	5 958	5.27	12.79	1.3
EuroStoxx 50	5 387	-0.09	9.16	10.0
CAC 40	7 831	-0.24	7.48	6.1
Nikkei 225	37 499	-0.39	7.97	-6.0
Shanghai Composite	3 368	-0.05	2.77	0.5
VIX - Volatilité implicite	19.79	7.61	-33.25	14.1

Source: Bloomberg, Ostrum AM

Mentions légales

Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018. Société anonyme au capital de 50 938 997 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management

Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé (s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

Achevé de rédiger le ...19/05/2025

Natixis Investment Managers

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

En France: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Belgique: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruxelles, Belgium.

En Suisse Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.



www.ostrum.com