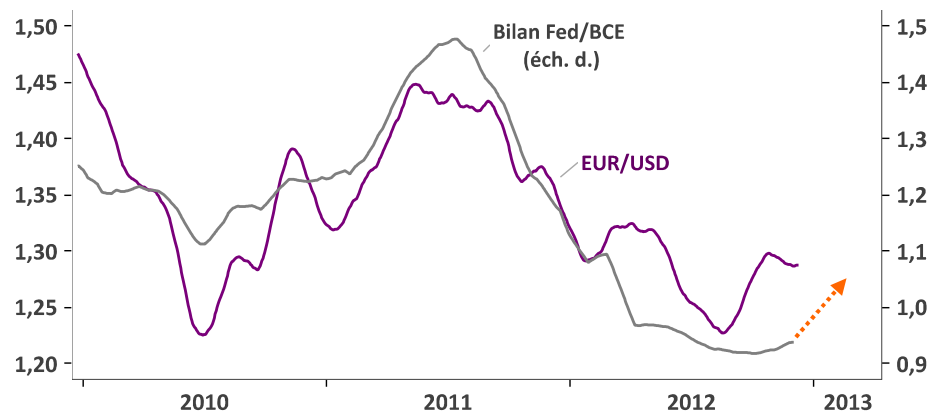


## Taux BCE, LTRO, QE 4 : l'euro peut-il vraiment baisser ?

Une baisse des taux directeurs de la BCE suffira-t-elle à faire céder le cours de l'euro contre le dollar, comme semblent l'anticiper les marchés depuis la conférence de Mario Draghi de la semaine dernière ? Rien n'est moins sûr. Non seulement parce que la Fed ne semble pas prête à lever sa garde et pourrait annoncer dès cette semaine un nouveau plan d'achat d'actifs, mais également parce le remboursement anticipé des deux LTRO de la BCE viendra d'une manière ou d'une autre réduire le bilan de la BCE dans les prochaines semaines. À en juger par la sensibilité des marchés des changes aux évolutions respectives des bilans des deux banques centrales depuis 2010, ces tendances pourraient bien continuer à soutenir la devise européenne plutôt que l'inverse.

### Evolution relative du bilan de la FED par rapport à la BCE et taux de change de l'euro-dollar

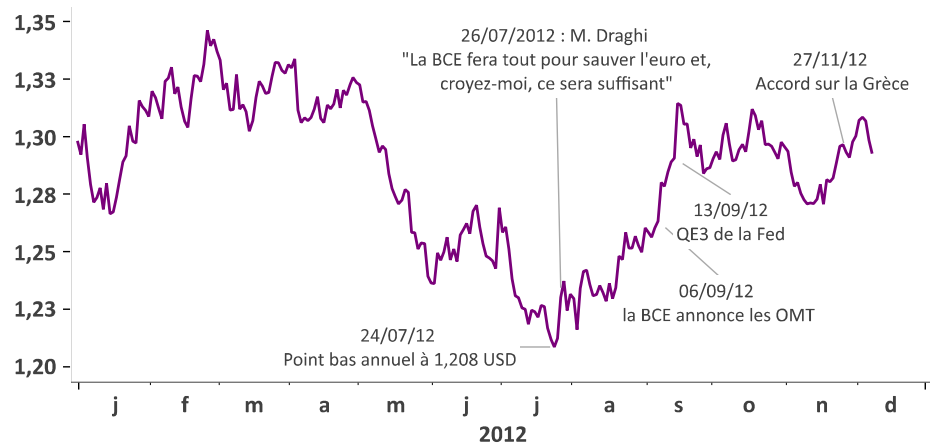


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

### À 1.30USD, l'euro n'est malheureusement pas une aberration !

La résistance de l'euro n'a cessé de prendre les observateurs à contre-pied cette année. Qu'il s'agisse de la gravité de la crise traversée par la zone euro, du défaut grec ou de la prévision de récession qui aujourd'hui s'impose au consensus pour 2013, les arguments en faveur d'une défiance croissante à l'égard de la monnaie unique n'ont pas manqué, en effet. L'euro s'apprête malgré tout à finir l'année 2012 là où il l'avait commencée, à savoir aux environs de 1,30USD. Comment expliquer cette résistance ?

## Cours de l'euro contre dollar - année 2012



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Sans doute, en témoigne l'expérience japonaise, parce que la valeur d'une devise n'a pas grand-chose à voir avec la performance économique de sa région d'origine mais est, avant tout, représentative de la garantie qu'elle offre en matière de préservation de son pouvoir d'achat : ainsi, une monnaie dont le pouvoir d'achat est amené à baisser, a logiquement tendance à se déprécier, tandis qu'une monnaie dont la préservation du pouvoir d'achat est assurée n'a aucune raison de voir son cours nominal s'affaiblir. L'orientation déflationniste de la politique économique de la zone euro a donc cette « vertu » de protéger la valeur de l'euro, tout au moins tant que perspective déflationniste reste acceptée par les populations et que la pérennité de l'euro ne s'en trouve pas menacée. Les dispositifs de sauvetage de l'union monétaire ayant toutefois été renforcés, l'euro tire assurément un large bénéfice du mixte monétaire et budgétaire actuel. Ceci est d'autant plus le cas que :

1. l'amélioration du solde courant consécutive aux effets dépressifs des politiques en place, tend également à soutenir la devise,
2. la politique diamétralement opposée de reflation de la banque centrale américaine, qui a pour effet d'affaiblir le cours du dollar, participe de facto au renforcement de l'euro.

## Les évolutions divergentes des bilans de la Fed et de la BCE pourraient encore renforcer l'euro

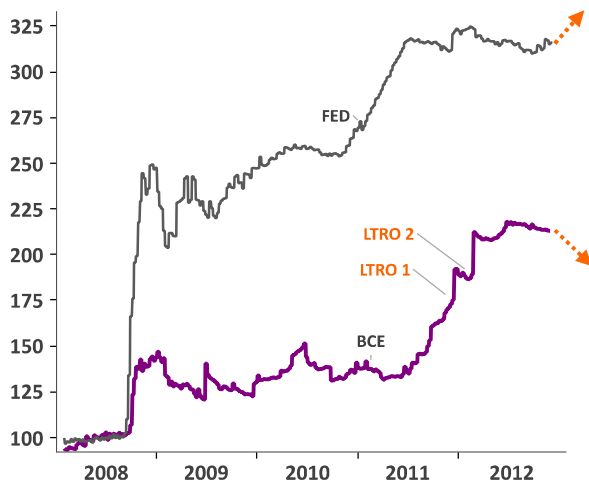
Une politique beaucoup plus expansionniste de la part de la BCE pourrait sans doute permettre de sortir de cette trappe à l'appréciation ainsi que le suggère le graphique ci-dessous des évolutions relatives des bilans de la Fed et de la BCE avec le taux de change depuis 2010, mais encore faudrait-il que la BCE ne soit pas systématiquement rattrapée par la Fed, or, nous n'en sommes pas là.

Les chances que la Fed adopte un nouveau plan d'achat de bons du Trésor américains sont encore très substantielles à en juger par son insatisfaction à l'égard des résultats économiques des États-Unis et par son inquiétude sur les risques encourus par le fiscal cliff à venir. La volonté de la Fed de maintenir la

garde sur le niveau des taux à long terme, alors que s'éteint son programme de twist, a donc de grandes chances d'emporter la décision du FOMC de cette semaine. Que ce nouveau programme soit de taille plus modeste que les précédents (il est en effet probable que la Fed limite son programme d'achat à 25/30 milliards de dollars par mois) ne modifiera pas sensiblement la donne :

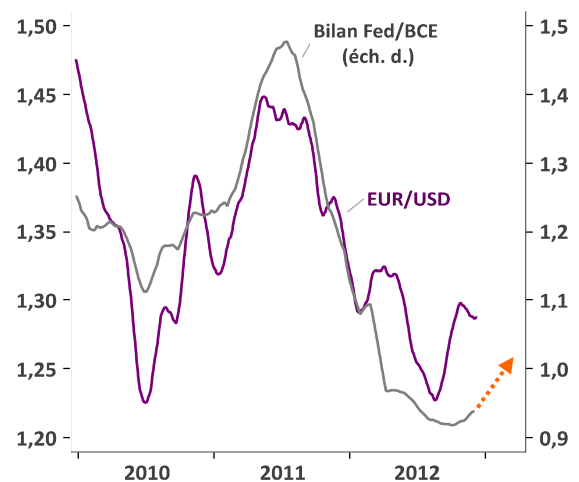
- non seulement, en effet, parce que la Fed, au contraire de la BCE, persiste dans la voie d'une monétisation de sa dette et que cela n'a pas lieu de soutenir la devise américaine
- mais également parce que, sauf lancement massif des OMT dans les prochaines semaines, le bilan de la BCE est amené à se rétrécir au fur et à mesure des remboursements anticipés des emprunts à trois ans contractés par les banques de la zone euro au cours des deux opérations de financement à long terme (LTRO) de l'année passée.

**Evolution des bilans de la FED et de la BCE, juin 2008=100**



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

**Evolution relative du bilan de la FED par rapport à la BCE et taux de change de l'euro-dollar**



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

**Dans un tel contexte, même une baisse des taux directeurs de la BCE, aujourd'hui de plus en plus vraisemblable, pourrait n'avoir qu'un effet très limité sur le cours de l'euro. Une situation que l'on ne peut que déplorer.**

Véronique Riches-Flores  
[contact@richesflores.com](mailto:contact@richesflores.com)

La Société RichesFlores Research élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques internationales ainsi qu'une recherche transversale sur les développements de l'économie mondiale à court, moyen et long termes.

RichesFlores Research est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est protégée par le fait que RichesFlores Research n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de RichesFlores Research.

Cette recherche comme son contenu sont la propriété exclusive de RichesFlores Research et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de leur source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de RichesFlores Research.

Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement.

Véronique Riches-Flores, [contact@richesflores.com](mailto:contact@richesflores.com)