

Après l'heure, est-ce encore l'heure ?



V. Riches-Flores

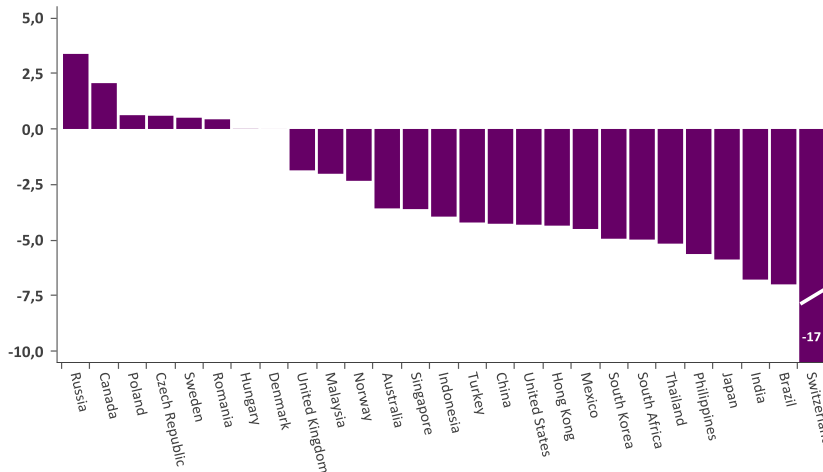
« Il n'est jamais trop tard pour bien faire », ce dicton s'applique-t-il à la BCE ? En initiant début 2015 ce qu'elle aurait dû faire dès 2010 ou, au moins, en 2012, la Banque centrale européenne pourrait prendre plus de risques qu'il n'y paraît.

Le contexte a en effet bien changé depuis deux ans, en tout premier lieu en matière d'environnement de prix. Alors que la déflation menace aujourd'hui une très large proportion des pays de la planète, la baisse précipitée de l'euro pourrait avoir des conséquences fâcheuses sur les marchés des changes internationaux et se révéler, par ricochet, beaucoup moins avantageuse qu'attendu. On aurait tort, alors, de considérer qu'une action dont la tournure se rapproche de plus en plus de celle de la Fed aura les mêmes effets salvateurs.

Retrouvez nous sur :
www.richesflores.com

23 janvier 2015

Évolution de l'euro contre les devises des principaux partenaires* depuis le 1er janvier, en %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond, cours au fixing de la BCE (14h30 CET)

La BCE surprend, l'euro en paye les conséquences

La baisse précipitée de l'euro depuis le début de l'année nous avait conduits à penser que la BCE préférerait décevoir, un peu, plutôt que l'inverse, afin d'éviter le risque d'un emballement à la baisse de la devise européenne. Nous nous sommes trompés. La BCE n'a pas déçu, tout au contraire : les achats annoncés de 60 milliards d'actifs sur une durée de 18 mois minimum représentent un total de 1080 milliards et dépassent donc largement les attentes, plutôt autour de 650 milliards sur douze mois. Compte-tenu des actions déjà initiées, TLTRO, achats d'ABS et obligations sécurisées, la BCE s'apprête donc à faire plus que l'objectif affiché jusqu'alors d'un gonflement de 1000 milliards de son bilan.

La réaction n'a pas tardé, l'euro a décroché, franchissant un nouveau cap à la baisse, à moins de 1,14\$ en fin de journée jeudi, un niveau à partir duquel les risques d'emballement existent bel et bien. Appelé de nos souhaits il y a trois ans, cette dépréciation accélérée soulève, aujourd'hui, de nombreuses questions.

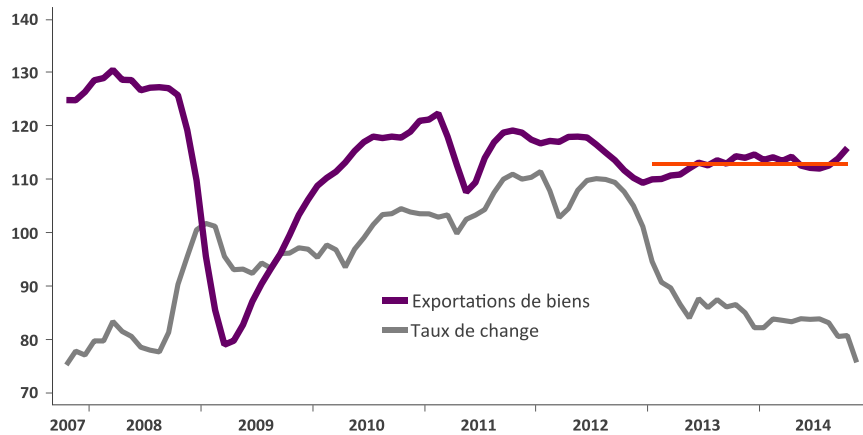
Gare à l'effet boomerang

Si le traitement de choc que représente une dévaluation a pu dans bien des cas se révéler utile et efficace, il a aussi ses limites et ses risques, récemment expérimentés par le Japon au cours des deux dernières années (voir pour plus de détails notre [édito](#) de la semaine dernière). Depuis l'arrivée au pouvoir du Premier ministre Shinzo Abe, le yen a connu deux vagues successives de baisse, à l'origine d'une chute de 35% de sa valeur moyenne vis-à-vis de ses partenaires commerciaux. Le pays en attendait un regain de compétitivité et une manne pour son activité exportatrice. Peine perdue, les exportations n'ont pas bougé, stagnantes depuis deux ans à l'exception du sursaut de ces tout derniers mois.

Il y a deux raisons à cet échec :

- Une trop faible croissance de la demande internationale face à laquelle une dépréciation, même d'ampleur, est inopérante,
- Un choc de compétitivité dont les premières victimes ont été les partenaires immédiats du Japon, ces mêmes pays desquels il escomptait plus de débouchés mais qui, sous le coup de l'appréciation de leur devise, n'ont pu être au rendez-vous.

Taux de change effectif du yen et volumes d'exportations



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Dans un contexte déjà très fragilisé, la politique du Japon a finalement diffusé la déflation plutôt qu'elle ne l'a exportée, quand les Japonais ont, eux, subi le contrecoup d'une inflation importée doublée d'une hausse des taxes à la consommation. Propulsé en récession, le pays renouera sous peu avec une inflation négative et la déflation, dont on ne peut même pas dire s'il en est temporairement sorti, tant les statistiques de prix ont été ballotées par les effets ponctuels de la politique menée.

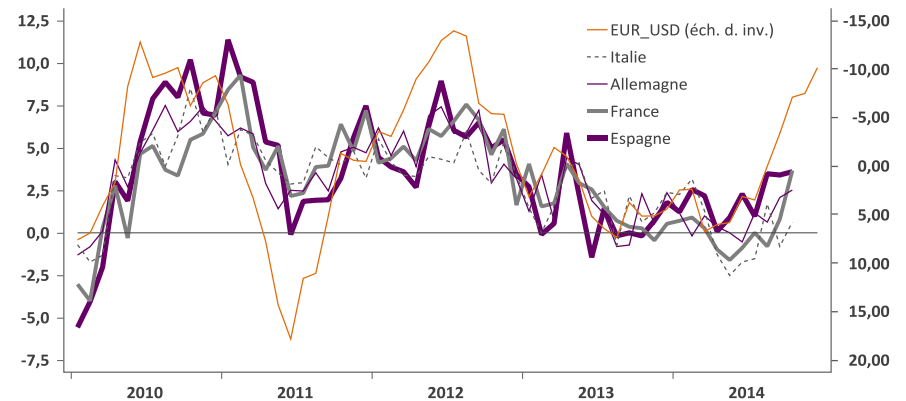
De cette expérience nous retenons deux leçons :

- 1- En l'absence de croissance de la demande internationale suffisante, la dévaluation ne paie pas.
- 2- Dans un environnement de faible inflation, les chances qu'une forte baisse de la devise propage la déflation peuvent rapidement l'emporter que celles qu'elle ne l'éradique.

Perçue comme la seule réponse à l'enlisement des pays de l'union monétaire, la chute de l'euro risque-t-elle de provoquer les mêmes effets, à savoir : propager plutôt que contrer la déflation ? La question se pose indéniablement. Car pour faire face à la baisse de l'euro, de nombreux pays, proches ou plus lointains, devront encore écraser leurs prix de vente, tout en nous expédiant de l'inflation que nos consommateurs ne pourront absorber. Le risque que la décision de la BCE exacerbe la menace de déflation qui sévit aujourd'hui sur 80 % de la planète est donc bien réel comme l'est celui que les espoirs de reprise de la consommation en zone euro qu'autorise la chute des cours du pétrole ne s'évaporent.

Les pays victimes de la politique de la zone euro auront-ils alors d'autre choix que de procéder à leur tour à la dépréciation orchestrée de leur devise ?

Taux de change de l'euro-dollar et prix des importations de biens de consommation, GA en %



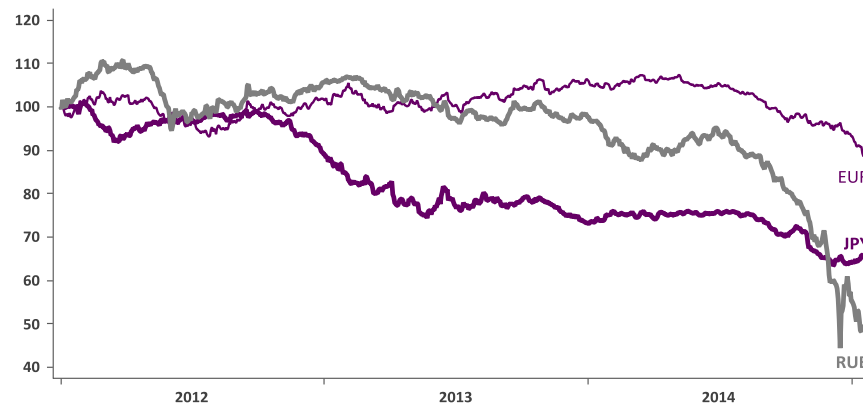
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

De la tentation « dévaluationniste » à la guerre des changes

On sait que la capacité de propagation des crises de changes est exceptionnelle, source d'effets de dominos plus ou moins rapides mais quasiment imparables quand la croissance n'est pas suffisante pour absorber les chocs compétitifs ou déflationnistes qu'elles engendrent. Dans un contexte où l'inflation devrait chuter en territoire négatif dans la plupart des pays les plus influents de la planète au premier semestre, des États-Unis à probablement tous les pays européens, le Japon, la Chine et de nombreux pays d'Asie du sud, le risque est assurément grand de voir se multiplier les mauvaises surprises du type de celle de la Banque centrale du Canada de ces derniers jours où, dans un autre domaine, de la Banque Nationale Suisse dont on voit mal, du reste, à quoi peut aboutir la capitulation face aux marchés.

En tardant plus que de raison à prendre les mesures qui s'imposaient, la BCE apporte finalement un remède qui pourrait bien se révéler un véritable poison pour l'équilibre mondial : une guerre des changes. En ce sens, ses chances de réussite sont loin d'être comparables à ce qu'a fait la Fed en temps et en heure avec, à l'appui, une politique budgétaire de soutien à la croissance, indispensable pour donner de réelles chances de réussite à sa stratégie.

Taux de changes contre le dollar américain, janv. 2012=100



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Véronique Riches-Flores
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. **Organisme de R&D agréé par le Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche, RichesFlores Research est éligible au CIR (Crédit d'Impôt Recherche).**

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 sa 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