

Un long fleuve...pas tranquille

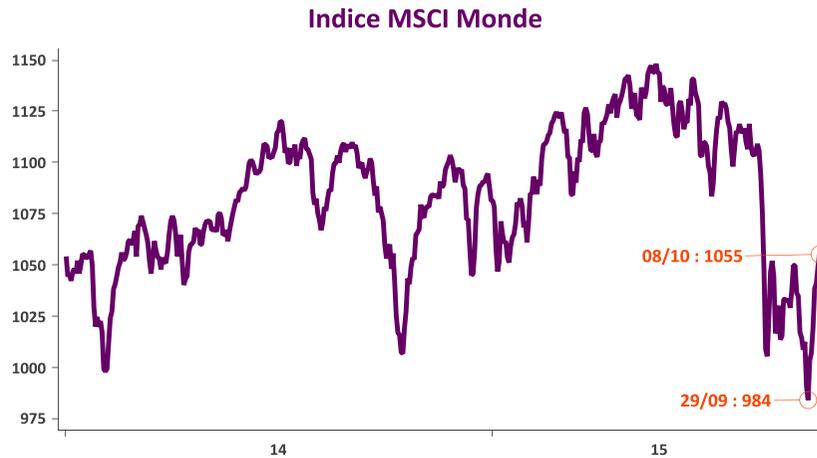


V. Riches-Flores

Les enchaînements que nous avons envisagés à l'issue d'un statu quo de la Fed ont finalement commencé à prendre corps, une fois sa décision justifiée par les mauvais chiffres de l'emploi et l'ISM manufacturier américains. Depuis son point bas du 29 septembre, l'indice MSCI monde s'est adjugé 7,2 %, une performance légèrement supérieure à celle du S&P 500 (6,8 %) ou de l'Euro Stoxx 600 (6,7 %), dopée par la hausse de plus de 9 % de l'indice MSCI émergent. Les minutes du dernier FOMC ayant dorénavant évacué la perspective d'une hausse des taux à horizon prévisible (voir à ce sujet «[Out, la hausse des taux de la Fed](#) »), comment envisager la suite ?

Retrouvez nous sur : www.richesflores.com

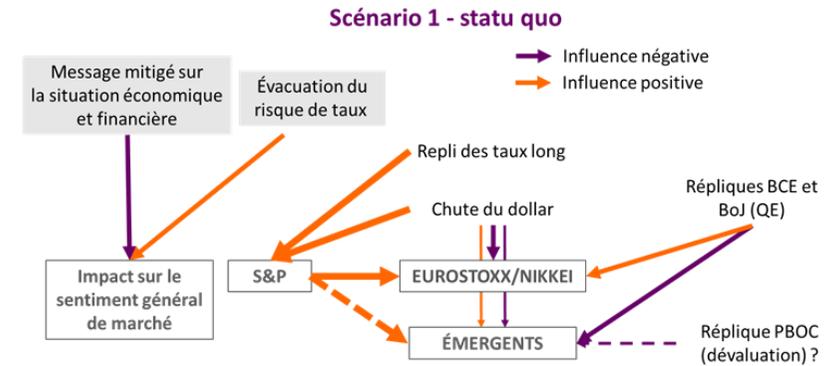
09 octobre 2015



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

L'appel d'air de la Fed

Dans notre document [du 16 septembre](#) dans lequel nous tentions d'envisager les conséquences des différents scénarios possibles à l'issue du FOMC, celui du statu quo alors privilégié suggérait une succession d'enchaînements synthétisés dans le schéma que nous reproduisons ci-contre.

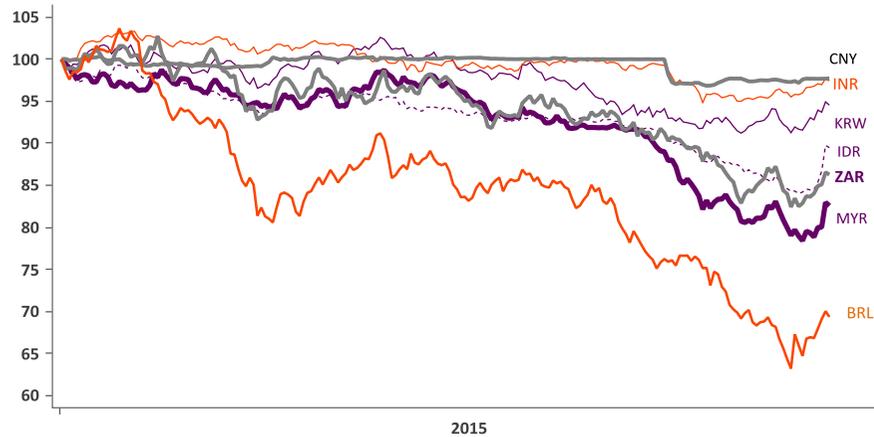


À gauche de celui-ci, les effets contrariaires de cette décision, porteuse tout à la fois d'une mauvaise nouvelle -une analyse forcément mitigée de la situation en présence- et d'une bonne -l'évacuation du risque de hausse des taux. Après avoir été à l'origine d'un vent de panique, ce double message a, de fait, été suivi d'une réelle embellie sur les marchés ces derniers jours.

Au centre du schéma, les effets en cascade de ce changement de perspectives sont également assez largement observés :

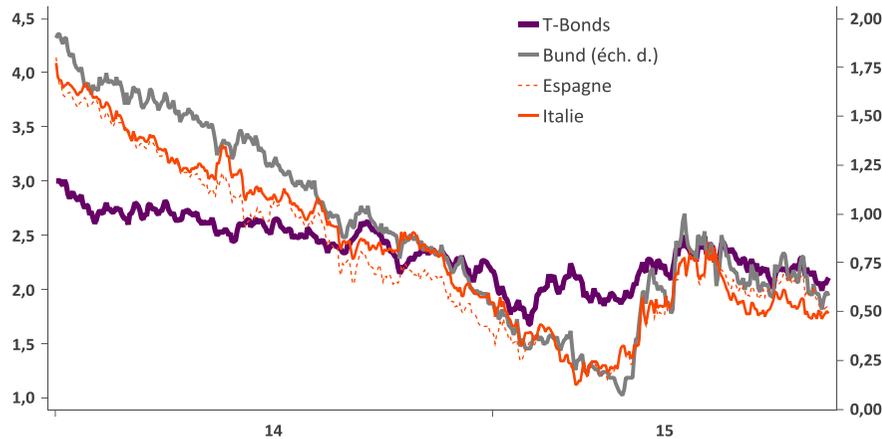
- **Le rebond du marché américain** se diffuse aux marchés mondiaux, notamment aux pays émergents dont les devises soumises à d'intenses pressions baissières dans la perspective d'une hausse des taux américains, sont aujourd'hui soulagées.
- **L'affaissement des taux à long terme** américains prend place, un mouvement favorable aux actifs à risque et plutôt porteur pour les marchés souverains européens, les dettes des pays dits périphériques étant notamment susceptibles de retrouver un certain attrait aux yeux des investisseurs internationaux dès lors que les rendements américains sont condamnés à ne pas progresser.

Taux de changes vis-à-vis du \$, 01/01/2015=100



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Rendement à 10 ans des emprunts d'Etat



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

- **Enfin, le cours du dollar reflue**, non seulement à l'égard des devises des pays émergents mais vis-à-vis des grandes devises partenaires que sont l'euro et le yen. Ce dernier mouvement a incontestablement tardé à se manifester et l'on comprend que l'anticipation d'un élargissement des programmes d'achats d'actifs respectifs de la Banque du Japon et de la BCE en est probablement la cause. Début septembre, la BCE a clairement laissé entendre qu'elle n'était pas prête à laisser l'euro

s'apprécier en réaction à un éventuel statu quo de la Fed (auquel la BCE ne faisait naturellement pas allusion). Cette initiative a été couronnée de succès ; l'euro n'ayant quasiment pas bougé à l'annonce de la Fed. Reste à savoir pour combien de temps, car les marchés ne se contenteront pas de ces seules annonces. En l'absence de confirmation, l'euro remontera vraisemblablement sans tarder. Quelle sera dès lors la conséquence de ce mouvement sur le marché européen dans un contexte, par ailleurs, de détérioration persistante de l'environnement à l'exportation ? La réponse à cette question soulève assez peu de doutes.

On le comprend, c'est sur ce dernier volet, celui des implications du statu quo de la Fed sur les politiques monétaires des autres grandes banques centrales, que s'articuleront les tendances probablement les plus influentes pour les marchés financiers dans les semaines à venir.

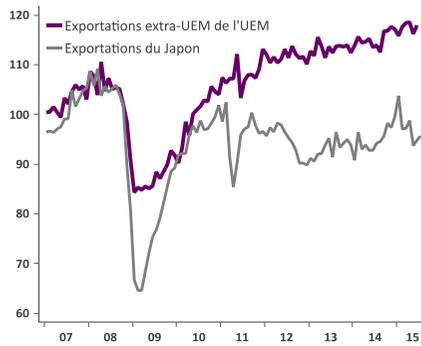
La BCE, c'est acquis, attend la BOJ ; la Fed prépare-t-elle, aussi, un retour en force ?

L'impossibilité pour la Fed de relever le niveau de ses taux d'intérêt a mécaniquement pour effet de modifier la donne sur le front des devises, accroissant notablement le risque d'une montée de l'euro et du yen. C'est la raison pour laquelle nous envisagions dans notre schéma une réplique de la BCE et de la BoJ à ce statu quo sous la forme d'un élargissement de leurs politiques respectives de quantitative easing.

Ce scénario, aujourd'hui assez largement consensuel, est révélateur d'une situation dans laquelle aucun des grands pays de la planète n'est en mesure de faire face à une remontée de sa devise. Car si les dépréciations respectives du yen puis de l'euro n'ont pas été d'un grand support en matière de volumes exportés, elles ont, dans les deux cas, apporté un précieux soutien à la reconstitution des marges des entreprises dont la confiscation pénaliserait significativement leurs perspectives respectives.

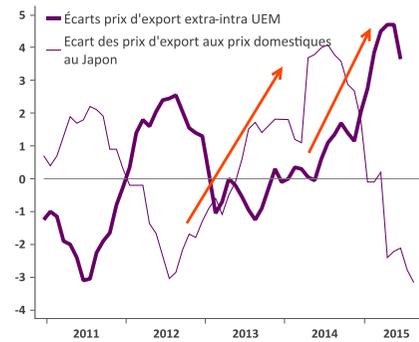
En renonçant au relèvement de ses taux d'intérêt la Fed revient donc de facto dans cette partie très tendue que jouent les banques centrales en matière de taux de change. Le scénario selon lequel, les répliques de la BoJ et de la BCE suffiront à stabiliser la situation n'est donc guère plausible, l'action de ces dernières risquant à son tour d'appeler un retour en force de la Fed dont l'objectif pourrait assez rapidement viser une dépréciation du dollar...

Exportations en volume du Japon et de la zone euro, indices



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Indicateurs de croissance des marges à l'exportation en UEM et au Japon



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Où s'arrête cette spirale ? Nul n'est capable de le dire aujourd'hui. Ce qui est certain, en revanche, c'est que l'idée d'un possible QE 4 de la part de la Fed n'a pas tardé à

se frayer un chemin au lendemain du statu quo du 17 septembre et plus encore après la publication de données suggérant une montée certaine du risque de récession de l'économie américaine.

De fil en aiguille, on le comprend, la situation est amenée à devenir de plus en plus complexe, sur fond vraisemblablement de déceptions économiques encore à venir. Le statu quo de la Fed dont nous anticipons une accalmie temporaire sur les marchés n'est pas en mesure d'offrir davantage qu'une respiration aux marchés, la question portant davantage sur la durée de cette bouffée d'oxygène que sur sa capacité à durer. À en juger par ce qui précède, il serait surprenant qu'elle s'éternise.

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 saurient 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