

## FED-BCE, le clash



V. Riches-Flores

Retrouvez nous sur :  
[www.richesflores.com](http://www.richesflores.com)

27 novembre 2015

C'est quasiment acquis, la BCE devrait assouplir sa politique monétaire sous une forme ou sous une autre la semaine prochaine. Ce changement interviendrait donc deux semaines avant que la Fed procède, à l'inverse, à une hausse de ses taux directeurs, la première depuis 2006, même si sur ce dernier point la messe pourrait ne pas être totalement dite. Après avoir mené des politiques extrêmes, les deux principales banques centrales s'apprêtent donc à braver l'inédit, à savoir l'adoption de trajectoires diamétralement opposées. De tels épisodes sont rarissimes, jamais observés depuis l'introduction de la monnaie unique et exceptionnels auparavant –se limitant à la période de l'unification allemande, lorsque la Bundesbank a procédé à un resserrement drastique de sa politique monétaire en plein cycle de baisse de ses taux directeurs de la Fed.

Les conséquences d'une telle configuration dans les conditions présentes d'extrême instabilité économique et financière internationale, sur fond de très faible croissance mondiale, sont assez largement imprévisibles. Plus question, en effet, de considérer au cas par cas l'impact de la décision de la BCE sur la situation en zone euro ou de celle de la Fed sur l'économie américaine ; les enchaînements et les risques associés à cette configuration sont incontestablement globaux.

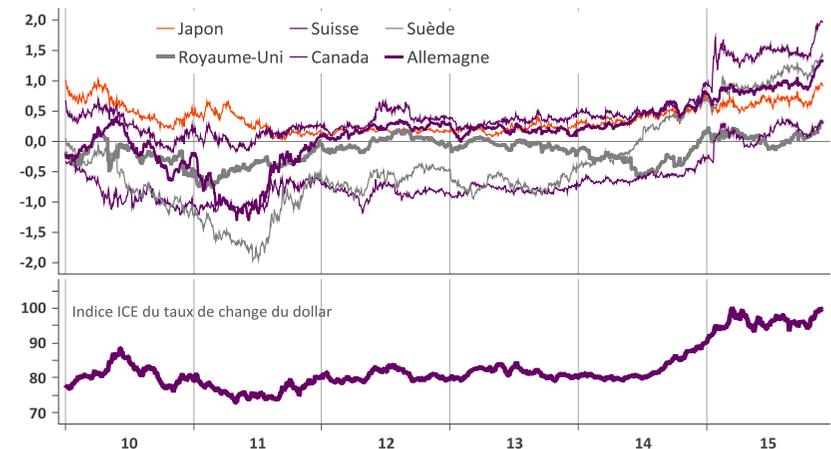
### Trajectoires opposées de la FED et de la BCE, des effets décuplés

Si deux forces opposées peuvent mutuellement s'annuler en physique, on aurait tort de considérer que tel soit le cas en matière économique, plus particulièrement monétaire. Le fait que la BCE et la FED prennent, au même moment, des chemins inverses, a tout lieu, au contraire, de décupler les effets de leurs initiatives respectives. C'est par le jeu du taux de change que passe l'essentiel des canaux de transmission des distorsions de politiques monétaires. Or, en la matière, le risque de sur réaction dans un sens et dans l'autre, est très significatif.

## Envolée du dollar

Dans un monde de taux d'intérêt historiquement bas et souvent négatifs, l'impact de la remontée des taux de la Fed sur le cours du billet vert a tout lieu d'être très significatif, en effet. L'anticipation d'un tel resserrement monétaire a déjà conduit à un relèvement significatif des écarts de taux futurs entre les États-Unis et les principaux pays développés depuis le milieu de l'année dernière, à l'origine d'une remontée d'ores et déjà marquée du billet vert. Selon l'indice ICE, calculé à l'égard des devises des principaux partenaires américains du monde développé - l'euro, le yen, la livre Sterling, le franc suisse, le dollar canadien et la couronne suédoise-, le dollar se serait apprécié de plus de 17 % en moyenne cette année par rapport à l'an dernier.

### Écarts de taux à 2 ans entre les États-Unis et les principaux pays développés et indice ICE du taux de change du dollar



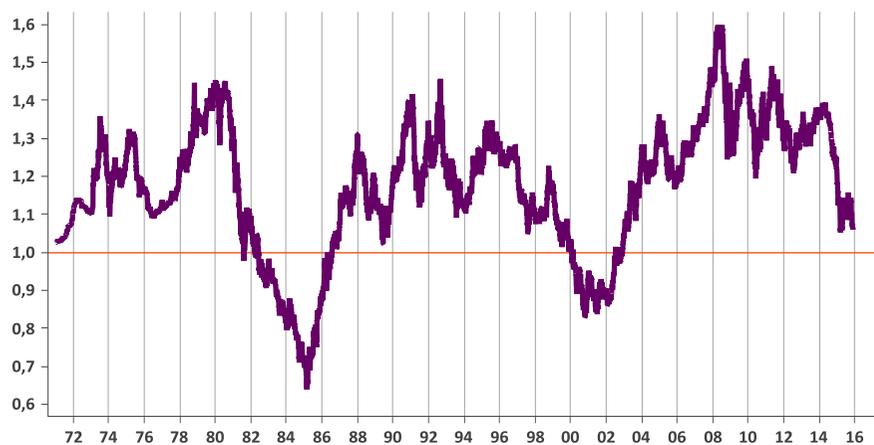
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Or, le plus probable est bien que ce mouvement se poursuive. Non seulement, en effet, parce que la concrétisation d'un passage à l'acte de la Fed a toutes les chances de tirer les taux futurs un peu plus haut qu'aujourd'hui mais parce que l'assouplissement monétaire additionnel de la part de la BCE conduira sans doute à d'autres évolutions similaires au Japon, en Suisse ou en Suède. Les écarts de taux entre les États-Unis et le reste du monde développé sont donc amenés à s'amplifier de manière assez généralisée. Jusqu'où pourrait aller l'appréciation du dollar, dans de telles conditions ?

### La parité euro-dollar n'a pas grand sens économique

La réponse à cette question est on ne peut plus incertaine. Si l'évolution des écarts de taux à deux ans offre une direction en matière de taux de changes, sa pertinence est nettement amenuisée par les pratiques de quantitative easing de sorte que l'exercice prévisionnel s'en trouve notablement plus risqué. Alors que la parité est souvent évoquée comme l'objectif le plus probable pour le cours de l'euro-dollar, ce niveau n'a pas de pertinence économique particulière et ne correspond pas, non plus, à une référence historique susceptible de jouer un rôle de catalyseur. En l'occurrence, la configuration graphique offre peu de résistance autour de la parité, suggérant *de facto* que l'euro puisse être attiré vers ses précédents points bas, soit un niveau nettement inférieur à celui de un pour un, en deçà de 0,9 \$ !

Taux de change de l'euro-dollar



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Une telle perspective est à double tranchant. À première vue, une bonne nouvelle pour la zone euro, les développements de l'année 2015 nous ont montré que les liens de cause à effets entre les évolutions de change et leur impact économique pouvaient être nettement plus distendus que généralement admis. Si la zone euro peut supporter une éventuelle chute de l'euro sans grand tracas, tout au moins tant que la BCE se porte garante de ses marchés souverains..., le reste du monde risque d'être, en effet, sévèrement fragilisé par une telle évolution, au point peut-être de réduire à néant l'avantage qu'en retirera *in fine* la zone euro. Il n'est pas besoin d'envisager une chute de l'euro sous la parité pour comprendre que bien des économies partenaires, plus ou moins lointaines, pourraient significativement souffrir d'une faiblesse persistante de la devise européenne.

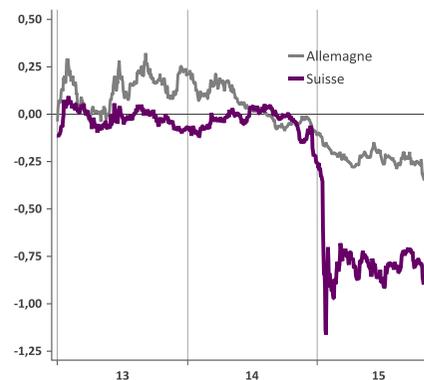
### Effets boule de neige européens

En Europe, en premier lieu, où les économies hors zone euro, quelles qu'elles soient, sont particulièrement exposées aux risques susceptibles de résulter d'un décrochage supplémentaire de la monnaie unique.

La Banque d'Angleterre, dont les marchés attendaient un mouvement de resserrement monétaire au premier semestre 2016, aura ainsi vraisemblablement du mal à prendre cette décision malgré sa justification domestique ; la bulle immobilière qui sévit à Londres et le redressement de l'inflation sous-jacente.

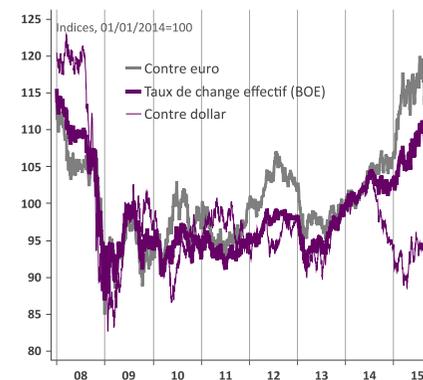
La Banque Nationale Suisse, qui pratique des taux d'intérêt déjà largement négatifs (-0,75% pour le Libor à 3mois), risque, de son côté, de devoir aller plus loin encore malgré des conditions monétaires déjà exceptionnelles.

Taux des emprunts d'Etat à 2 ans



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Taux de change de la livre Sterling



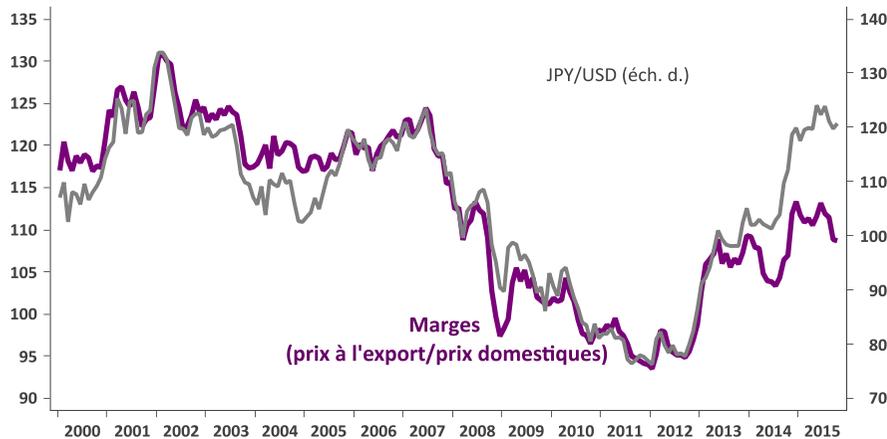
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

## Les pays émergents d'Asie pris en étau entre la Fed et la BCE

En Asie, ensuite, dont on a vu à quel point l'appréciation de l'euro contre leur devise fragilisait leur situation conjoncturelle. À l'image de ce qui a été observé au premier trimestre de l'année dernière, l'initiative de la BCE risque fort d'ouvrir la porte à une nouvelle vague de répliques des banques centrales asiatiques dont la plupart tentent toujours de lutter contre des situations de déflation latente ou avérée.

La BOJ qui a clairement affiché ses intentions ne tardera vraisemblablement pas à revenir à la charge après la BCE et la Fed, avec pour unique ambition de faire redécrocher le yen dont la dépréciation récente à l'égard du dollar n'est pas suffisante pour maintenir le niveau des marges des entreprises dans un environnement de changes, par ailleurs, hostile.

### Taux de change du yen et indicateur de marges à l'exportation



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Pris en étau entre la hausse du dollar, synonyme pour de nombreux pays de renchérissement de leur dette, et la chute de l'euro, synonyme de perte de compétitivité, les pays émergents d'Asie risquent pour la plupart de se trouver dans une situation particulièrement critique dans les prochains mois.

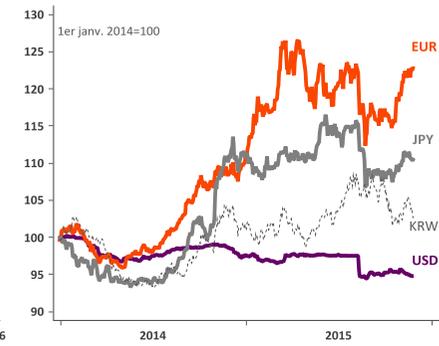
On peut, à ce titre, douter de la capacité de la Chine à repousser très longtemps l'inévitable, à savoir, une véritable dépréciation de sa devise dont le niveau extravagant empêche toute interruption de son déclin économique.

### Taux de change réel du yuan, 2002=100



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

### Taux de change du yuan contre les principales devises concurrentes



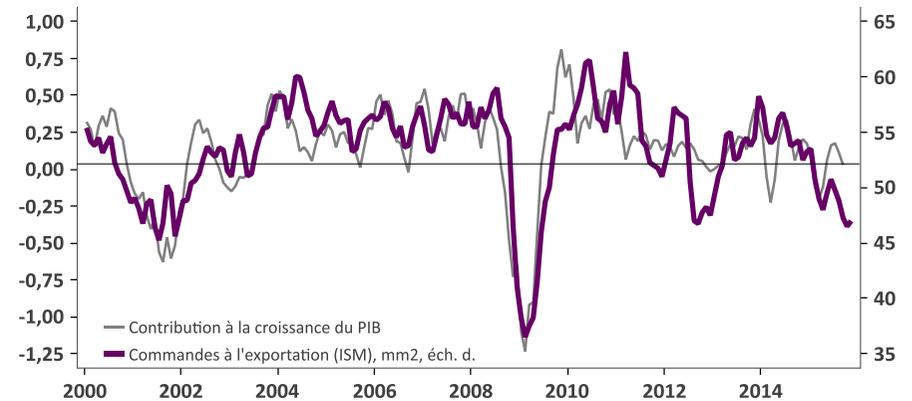
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

## L'économie américaine vraiment prête ?

Aux États-Unis, enfin, dont on peut légitimement douter de la capacité de résistance de la croissance à la multiplication des chocs :

- déboires industriels issus de l'appréciation du taux de change,
- choc pétrolier...
- ... et bientôt hausse des taux d'intérêt, l'ensemble sur fond d'absence de croissance de la productivité, de l'investissement et de la production industrielle.

### Exportations : commandes et contributions à la croissance annuelle du PIB réel



Sources : RichesFlores Research, ISM manuf, Macrobond

C'est, on le comprend, avec une appréhension certaine que l'on aborde les semaines à venir, avec dès jeudi prochain prochaine l'ouverture du bal par la BCE qui, selon toute vraisemblance devrait être suivie d'une nouvelle vague de turbulences monétaires à travers le monde dont on peine à voir comment elle pourrait faire, *in fine*, de quelconques bénéficiaires.

**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. **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](mailto:contact@richesflores.com)