

## Bataille des changes, troisième round : le grand retour de la Fed.



V. Riches-Flores

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

8 avril 2016

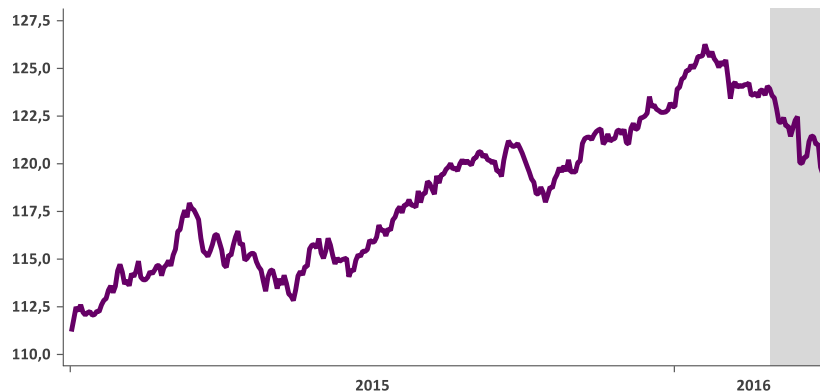
Certains attendaient du G20 une concertation des grands argentiers pour sauver l'économie mondiale de la mauvaise passe qu'elle traverse, pensant que les décisions de la BCE puis de la Fed au cours des semaines qui suivirent pouvaient, même, avoir été pensées en ce sens. L'illusion n'aura que peu duré, ce qui pouvait en subsister finissant par être balayé par les minutes du dernier FOMC publiées cette semaine. De ces dernières, il ressort clairement, en effet, que le changement de stratégie opéré par la Fed (voir à ce sujet « [les certitudes de la Fed, ébranlées](#) ») a certainement beaucoup plus à voir avec la montée de ses inquiétudes sur l'économie américaine qu'avec un quelconque souci de bienveillance à l'égard du reste du monde. En d'autres termes la Fed revient à l'offensive, dissimulant mal son objectif premier : faire refluer le dollar. De fait le billet vert a déjà bien décroché. Avec un repli de 3,2% au mois de mars, il affiche sa plus forte baisse depuis fin 2010. Amorcé depuis le début de l'année, le mouvement n'est sans doute pas terminé si, comme le laisse entendre la Fed, l'heure n'est plus à envisager de relever le niveau de ses taux directeurs.

La bataille des changes est donc relancée, au grand dam des grands exportateurs du reste du monde : Japon, Corée, Allemagne, en particulier. La BOJ et la BCE auront-elles le pouvoir de contrer le mouvement d'appréciation de leurs devises respectives ? Comment cette bataille rangée peut-elle évoluer et quelles peuvent être ses implications sur les grandes économies développées et émergentes ? Difficile de le dire. C'est pourtant sur ce terrain que semble devoir se jouer la prochaine partie économique mondiale.

### Les banques centrales à couteaux tirés

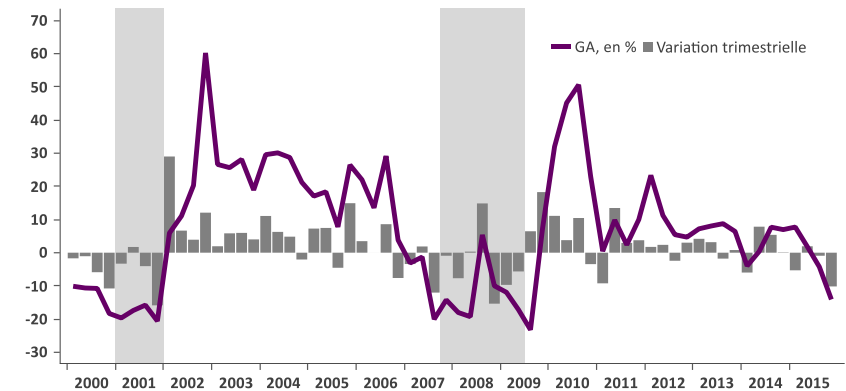
La Fed, c'est peu de le dire, a perdu la confiance qu'elle avait en l'économie américaine. Face aux déceptions récurrentes, à une industrie en récession et des espoirs de plus en plus faibles de voir les trajectoires conjoncturelles en place se redresser, la dégradation des résultats des entreprises semble avoir créé cet électrochoc à l'origine de son changement de perception. Avec une chute de plus de 14% des profits des sociétés non financières fin 2015, c'est le risque de récession que la Fed a dorénavant en ligne de mire.

Taux de change effectif du dollar (indice de la Fed)



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Profits domestiques des entreprises non financières américaines



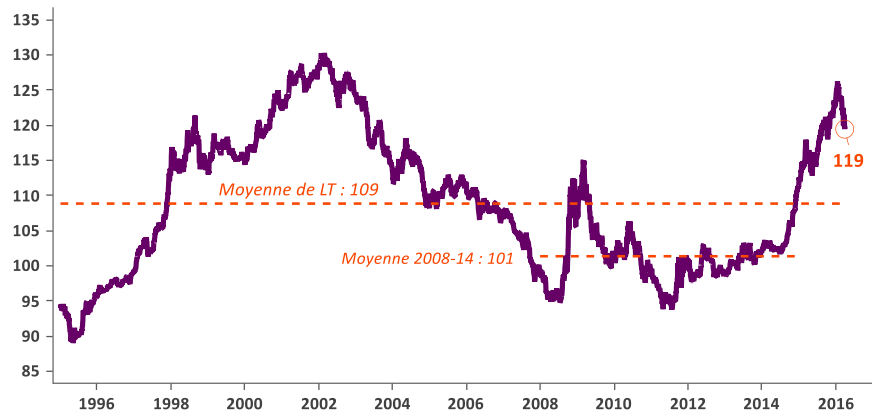
Sources : RichesFlores Research, Macrobond \* Après ajustement des stocks et consommation de capital

Alors que la hausse des salaires, par ailleurs recherchée, a tout bonnement pour effet d'accentuer la ponction sur les marges des entreprises, il ne reste plus beaucoup d'autres options à la Fed que celle du taux de change du dollar pour éloigner ce risque.

Or, le potentiel de baisse de la devise américaine est incontestablement important dès lors qu'est remis en cause le scénario d'une normalisation du niveau des taux d'intérêt et que, ni la situation extérieure nette du pays, ni les différentiels de croissance et de productivité avec le reste du monde ne sont plus en mesure de soutenir le cours du dollar. Entre la fin annoncée du QE III, courant 2014, et la fin de l'année dernière, le taux de change effectif de la devise américaine s'est apprécié de 25 %, 15 % au-dessus de sa moyenne de long terme.

C'est la correction de ce mouvement qui pourrait être aujourd'hui le catalyseur du changement amorcé ces dernières semaines par la Fed. Après avoir redistribué la croissance au reste du monde, la politique monétaire américaine fait marche arrière, retirant en sa faveur la couverture des taux de changes. Il s'agit d'une rupture majeure par rapport à l'orientation de ces deux dernières années.

### Indice de la Fed du taux de change effectif du dollar



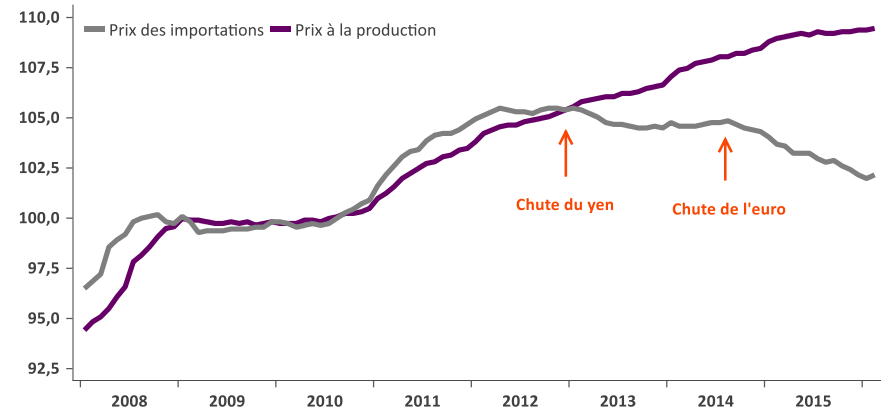
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

### Bataille de marges

À l'instar de ce qu'ont tenté la Banque du Japon fin 2012, puis la BCE fin 2014, la stratégie est claire : redonner aux entreprises américaines un nouveau souffle que l'envolée du dollar a largement coupé depuis deux ans. L'effet attendu est triple.

1. Atténuer les pressions concurrentielles induites par la baisse des prix des importations sur les entreprises américaines, dont les effets ont été particulièrement sensibles sur certains secteurs-clés de l'industrie américaine, comme illustré par le graphique ci-après.

### Prix de production et prix des importations des biens d'équipement



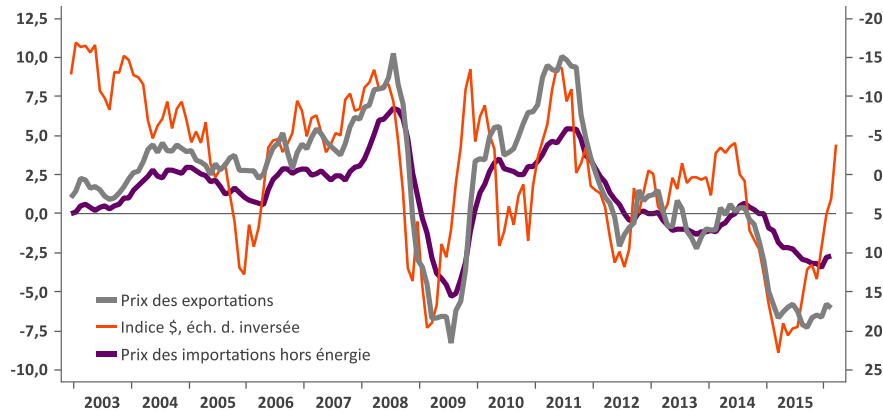
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

2. Restaurer une compétitivité à l'exportation et doper les résultats en dollars des compagnies exportatrices américaines.

3. Prévenir une correction boursière de plus en plus menaçante avec des indices boursiers revenus à deux doigts de leurs records historiques, malgré la dégradation des bénéfices des entreprises et la correction des marchés mondiaux, afin de protéger l'économie américaine d'effets richesse négatifs qui ont commencé à transparaître dans les données récentes.

La recette est bien connue et ses effets immédiats assez largement incontournables au vu de la forte influence des variations du taux de change sur les prix des importations et exportations. A-t-elle toutefois plus de chances de déboucher sur un rééquilibrage durable de la situation américaine que dans le cas du Japon et de l'Europe ?

### Prix du commerce extérieur américain et cours du dollar, GA en %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

### Du scénario gagnant-gagnant...

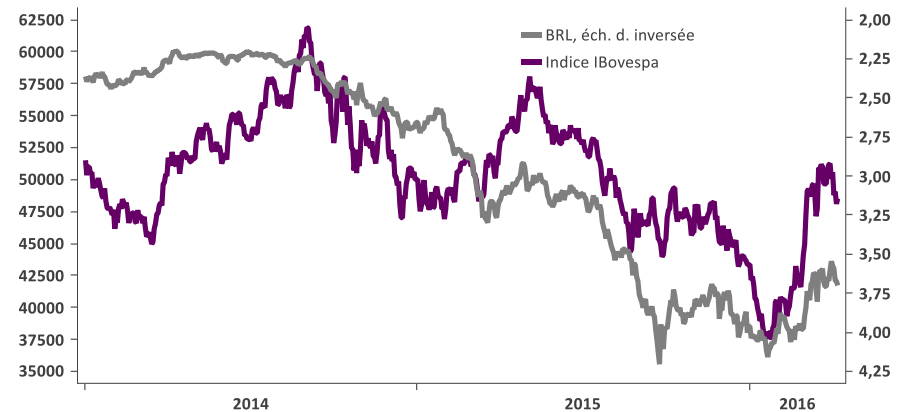
Outre son impact potentiellement positif sur les entreprises américaines, dont rend compte depuis le début de l'année l'insolente surperformance des indices américains, les effets collatéraux de la baisse du dollar sur le monde émergent sont certainement de nature à dissiper les risques globaux que l'envolée du billet vert avait attisés ces deux dernières années, en particulier :

- 1- le renchérissement de la dette en dollars de nombreux pays, à l'origine d'un resserrement douloureux des conditions financières, sur fond d'instabilité des taux de changes et de montée des risques de défauts d'entreprises trop lourdement exposées ;
- 2- la perte de compétitivité des économies dont le taux de change est de près ou de loin arriéré au billet vert dont les effets ravageurs se sont souvent

révéls insupportables, synonymes de difficultés économiques croissantes et de pressions déflationnistes, comme dans le cas chinois.

La baisse du dollar pourrait donc avoir des vertus incontestables au-delà des États-Unis, réduisant en particulier la nécessité de dévaluer le yuan, tout en participant à l'amélioration des conditions compétitives de la Chine nécessaires à la stabilisation de cette économie. C'est donc potentiellement l'ensemble des perspectives du monde émergent et parallèlement celles des marchés de matières premières, qui subitement, pourraient apparaître moins anxiogènes, comme le reflète le regain de vigueur des bourses et du taux de change brésiliens depuis le début de l'année, pays à la croisée des effets envisageables de la baisse du dollar.

### Bovespa et real brésiliens



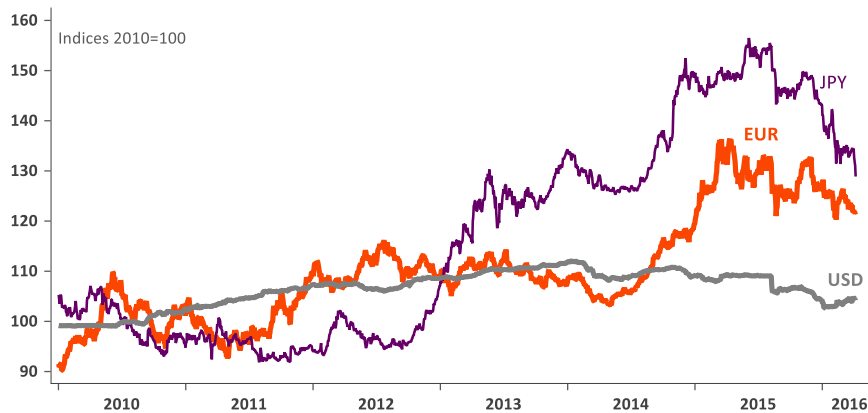
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

### ... À celui de tous perdants

La réalité de la situation risque pourtant d'être beaucoup plus complexe et périlleuse, notamment par les effets du changement de cap de la stratégie de la Fed sur le monde développé, Europe et Japon en particulier, pour lesquels la confiscation du soutien de la devise est associée à un risque économique majeur. Outre la baisse du dollar, celle du yuan à l'égard de l'euro et du yen modifient indiscutablement la donne. Car, ne nous y

trompons pas, si la menace d'une dévaluation du yuan vis-à-vis du dollar s'amenuise c'est bien parce que la Chine profite à plein de la baisse de sa devise contre le yen et l'euro. L'ajustement redouté est donc bel et bien en train de se faire, dans un sens toutefois moins risqué pour les entreprises chinoises endettées en dollars. En somme le changement d'orientation de la politique de la Fed sert largement les intérêts chinois, États-Unis et Chine faisant en quelque sorte front commun face à l'Europe et au Japon.

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



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Il s'agit incontestablement d'une bien mauvaise donne pour ces derniers pays.

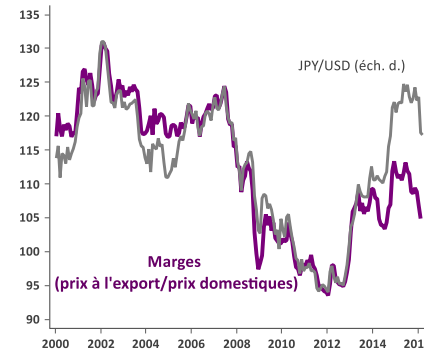
Retombée en récession cet hiver, l'économie nippone n'est guère en situation de supporter la réappréciation du yen qui en découle, que ce soit par rapport au dollar ou, plus encore, à l'égard du yuan chinois. Les marges à l'exportation subissent à nouveau de fortes pressions baissières fragilisant grandement les résultats des entreprises locales et *de facto* la situation économique d'ensemble.

Or, le Japon n'a plus guère de ressources après le déploiement des Abenomics de ces dernières années et leur échec retentissant. Comment dès

lors envisager l'avenir de cette économie souvent perçue comme prémonitoire de ce qui pourrait advenir à un nombre beaucoup plus large de pays, notamment en Europe ?

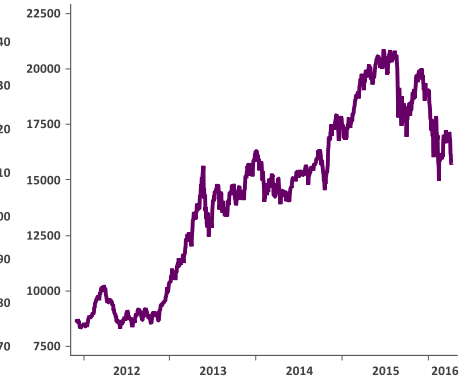
Alors que la BOJ est probablement à deux doigts d'intervenir sur les marchés des changes après une hausse du yen de plus de 12 % vis-à-vis du dollar en quelques trois mois, sa capacité à stopper le mouvement est loin d'être assurée. Jusqu'où la BOJ ira-t-elle et pourra-t-elle *in fine* prévenir la menace qui guette le pays depuis déjà plusieurs trimestres d'un krach boursier dont les effets pourraient retentir bien au-delà du Japon ?

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



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

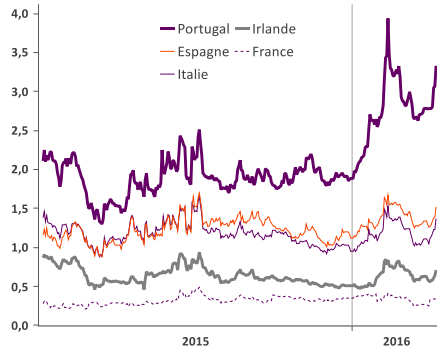
### Indice Nikkei 225 des valeurs japonaises



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

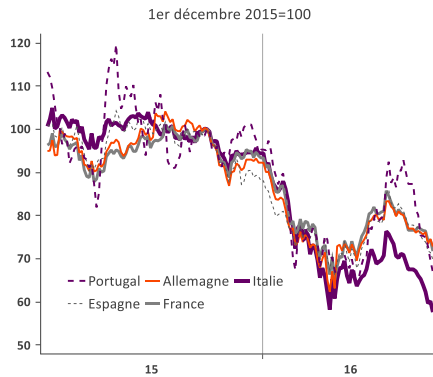
À brève échéance c'est toutefois en Europe que la situation pourrait être la plus exposée. Sur fond d'extrême fragilité du secteur bancaire et de tensions récurrentes persistantes sur les marchés de la dette souveraine des pays périphériques, contre lesquelles les dispositions de la BCE ont échoué, le risque conjoncturel suscité par la réappréciation du taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar et du yuan prend, assurément, une dimension inquiétante.

### Écarts de taux souverains à 10 ans avec l'Allemagne



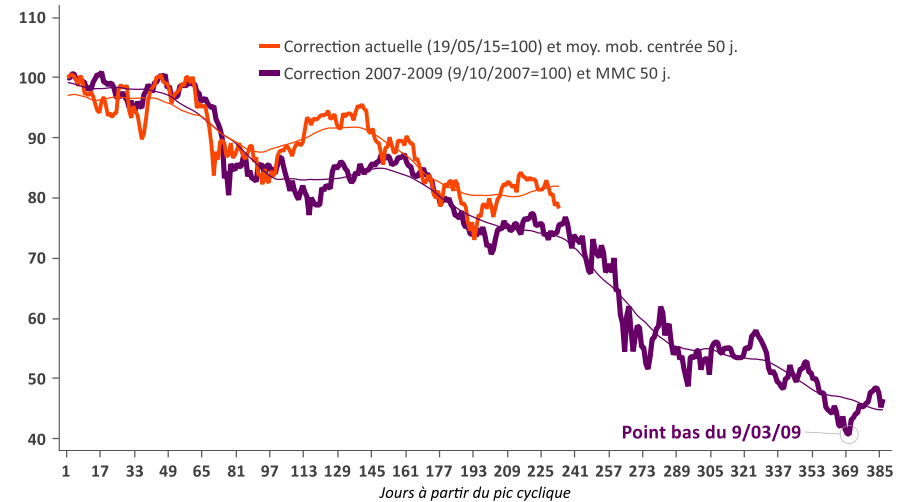
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

### Indices boursiers\* des banques européennes



Sources : RichesFlores Research, Macrobond \* Russuel toutes capitalisations

### Correction actuelle de l'EURO STOXX comparée à 2007-2009



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Alors que la BCE n'a pas encore implémenté toutes les mesures annoncées début mars, s'apprête-t-elle déjà à revenir en force comme le suggère déjà son Chef Économiste, M. Praet, évoquant une nouvelle baisse des taux d'intérêt pour contrer la hausse de l'euro... mais avec quel impact sur les banques européennes en souffrance ?

La situation est, on le comprend, on ne peut plus critique menaçant plus que jamais de tourner très défavorablement pour les marchés européens que les tentatives de Mario Draghi ne seront pas parvenues à stabiliser et à durablement écarter de la trajectoire menaçante de la précédente correction de marché de 2007-2009.

Un tel contexte n'incite assurément pas à voir dans le changement de stratégie de la Fed un signal encourageant mais, au contraire, son retour dans l'arène de la bataille des changes dont nul ne peut aujourd'hui prédire avec précision sur quoi il débouchera.

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 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)