



PLATINIUM

## Flash Stratégie n°2 octobre 2015

### Et si le catalyseur de la prochaine crise était une guerre des changes ?

Paris, le 29 octobre 2015

La politique monétaire mise en place par la FED en 2010 pour améliorer l'emploi américain a eu des effets inattendus hors des frontières américaines en particulier dans les pays émergents. Ces effets sont dus au déplacement de flux importants de liquidité empruntés à taux zéro aux États-Unis et placés dans des pays où leur rémunération est très supérieure.

Ce procédé communément appelé « carry back » avait déjà été utilisé au Japon lors de la période de déflation permanente de son économie au cours des années 90.

L'écart entre taux d'emprunt et taux de placement est en principe justifié par le différentiel de croissance, ou d'inflation entre le pays des emprunts et le ou les pays qui bénéficient du placement. Bien entendu, cet arbitrage de rentabilité présente des risques. Le risque principal réside dans la possibilité de dévaluation de la monnaie de placement, sanctionnant l'inflation qui lui est associée.



203 rue du Faubourg Saint Honoré 75008 PARIS  
Tél. : +33 1 82 83 81 40 Fax : +33 1 42 68 03 30

PLATINIUM GESTION société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF le 23-02-2005 sous le n° GP-05000005  
SAS au capital de 750 000 Euros - 480 778 687 RCS Paris - TVA intracommunautaire FR05480778687

L'exemple le plus spectaculaire de ce type d'arbitrage est celui qui a été mis en place entre les Etats-Unis et le Brésil. Il mérite d'être médité car d'autres pays pourraient se retrouver dans la situation du Brésil au cours des mois à venir entraînant le risque d'une crise financière globale.

## L'exemple du Brésil : l'émergence d'une nouvelle forme de crise financière avec de larges impacts économiques.

**Le Brésil et l'ensemble des BRICS connaissent une situation difficile qui se traduit dans le taux de change de leurs monnaies.**

**Le Brésil, recordman de croissance en 2010,** connaît, aujourd'hui, une situation difficile après une dévaluation de fait sur les marchés de quelque 60 % par rapport au dollar depuis 2011. Il est certain que l'effondrement de la monnaie brésilienne est dû pour une large part à la mauvaise gestion gouvernementale.

Mais le pays est aussi victime des erreurs de gestion des pays développés qui ont utilisé des méthodes destinées à contenir les crises de liquidités pour retrouver de la croissance. Dans un premier temps, le pays a profité de la situation mise en place en 2010 par la Réserve Fédérale américaine qui s'était alors engagée dans les premières opérations de création monétaire sans contrepartie (QE). La démonstration a été faite que le QE ne génère pratiquement pas de croissance,

mais entraîne des hausses de prix inespérées sur la plupart des actifs financiers, dont les contrats sur matières premières. Les pays producteurs de matières premières, dont le Brésil, ont ainsi profité de la hausse des prix pratiqués sur les marchés de Chicago ou de New York, résultant d'un excédent de dollars (QE) et d'un support naturel : la demande chinoise. Dans cet environnement, les pays producteurs ont pu répercuter ces hausses dans leurs contrats de vente commerciaux.

Ce faisant, le Brésil s'est installé dans un système très confortable où les ressources naturelles représentaient 60 % des exportations, Pendant cette période, le pays a affiché un taux de croissance de 7.5 % lui permettant de ne pas surveiller les grands équilibres financiers du pays. Résultat : 5 ans plus tard, le déficit budgétaire dépasse 6 % du PIB et le déficit 2016 est prévu autour de 9 % !

**Graphe I : Réal en US Dollar depuis 2001**



Par ailleurs, le pays a réalisé moins d'investissements productifs (18% du PIB) que les autres pays émergents comme la Chine (plus de 45%) ou l'Inde (plus de 30%) et connaît aujourd'hui un taux de chômage élevé (7.5%). Conséquence de cette dégradation de l'emploi, les ventes au détail sont en baisse en 2015 (- 4%) avec, malgré tout, un taux d'inflation de 9.5%.

Sur le plan de la politique économique, il n'y a pas de réponse claire à cette situation. Certains aspects comme l'inflation justifient une politique monétaire resserrée et de fait les taux directeurs sont à 14%. Mais d'autres données concernant l'emploi ou la consommation des ménages justifieraient une politique monétaire beaucoup plus souple. Entre les deux, le pays est donc en récession.

Pour combattre la récession, le Brésil compte désormais sur l'effondrement de sa monnaie qui lui permettrait d'obtenir un avantage comparatif en termes de prix. Dans le secteur des matières premières, les prix sont déterminants. La récente très forte baisse du Réal par rapport au dollar (-45 % sur un an) est due à des fuites de capitaux pressentant la faiblesse du Réal et, comme on l'a vu, à l'arrêt du QE américain.

Cet affaiblissement du Réal – subi ou encouragé - devrait générer une certaine reprise de la croissance. Mais ce ne sera pas suffisant

La dernière récession qu'ait connue le Brésil se situe en 1998 (PIB – 3%). Elle avait pour origine un défaut de paiement de la Russie qui avait semé des doutes sur les monnaies «périphériques» et perturbé les circuits financiers de ces pays, les envoyant en récession. Cette crise avait été courte ce qui fait dire à certains économistes que le Brésil pourrait rapidement sortir de récession.

En réalité, énoncer cela, c'est se tromper sur l'impact de la globalisation et de la dégradation des économies des pays clients comme la Chine (premier client du Brésil) et sans doute l'Inde ou l'Argentine (troisième client du Brésil), qui pèsent à leur tour sur la conjoncture brésilienne. Même les pays de l'OCDE dont le premier d'entre eux, les Etats-Unis (deuxième client du Brésil), et quelques autres qui connaissent des taux de croissance faibles, pèsent sur la conjoncture brésilienne.

La globalisation qui avait fait assez peu de dégâts dans l'économie réelle en 2008, risque d'en faire beaucoup plus en 2016 ou en 2017 et pourrait transformer la récession d'un pays ou d'une zone géographique en crise globale, notamment par le truchement de dévaluations compétitives, débouchant sur une guerre des monnaies.



---

## Les erreurs des politiques monétaires pratiquées par les Etats-Unis et les grands pays de l'OCDE risquent de conduire à une sorte de guerre des changes. Une crise d'une autre nature que celle de 2008.

---

**Au-delà du Brésil**, plusieurs pays sud-américains et certains pays émergents d'Asie, ont été victimes de la création de monnaie sans contrepartie des QE successifs bénéficiant tantôt des opérations de carry back, subissant tantôt les reflux de fonds cherchant de nouveaux supports financiers. La multiplication des flux et reflux liés aux décisions de la banque centrale américaine déstabilise une majorité de pays émergents. Ce phénomène a été illustré il y a quelques semaines quand plusieurs pays ont demandé à la FED d'augmenter ses taux pour mettre fin à l'incertitude qui affecte par ricochet leurs devises.

A terme cette situation a de fortes chances de générer une crise systémique.

**Au delà des mécanismes qui viennent d'être évoqués, quelques événements récents montrent d'autres voies qui pourraient être empruntées par une prochaine crise financière.**

**Premier scénario:** lors du premier QE de la FED, le risque est apparu d'une perte d'hégémonie du dollar et d'un bouleversement du système monétaire international. Ce risque s'est finalement matérialisé, au moins en partie, quelques années plus tard avec la création d'une banque regroupant des dépôts communs des BRICS. Sont intervenus en même temps des accords

de swaps entre pays sur des projets communs, non libellés en dollars. Ces opérations ont, par la suite, vu leur développement perturbé par la conjoncture difficile rencontrée par certains pays émergents, notamment le Brésil, la Chine, la Russie ou l'Afrique du sud.

Toutefois le mouvement est lancé, même si les premières opérations n'ont pas encore perturbé l'hégémonie du dollar.

Vont dans le même sens la demande chinoise de voir le yuan entrer dans la composition des Droits de Tirage Spéciaux (DTS) et les efforts de la Chine pour normaliser le comportement de sa monnaie sur les marchés internationaux.

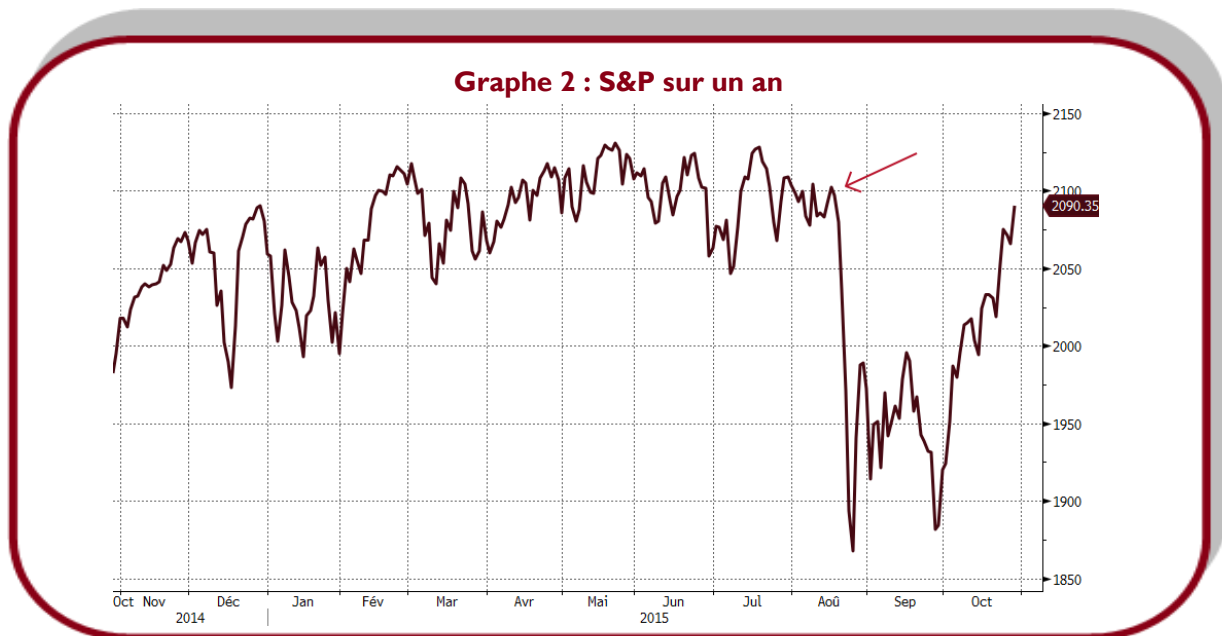
Tous ces efforts visent à mettre à mal l'hégémonie du dollar. S'ils aboutissent, ils risquent d'entraîner un affaiblissement structurel du dollar. Le système financier actuel qui comporte de très importantes quantités de créances en dollars souffrirait de la violence des transferts qui s'opéreraient, d'autant que le refinancement de l'endettement public démesuré des Etats-Unis pèserait à son tour sur le système.





**Second scenario:** la fin du QE américain pourrait entraîner l'assèchement de certains marchés en dollars, La conséquence de La confirmation de la fin du QE a entraîné une demande accrue de dollar redevenu la première monnaie refuge des marchés de change. Les matières premières ont en effet été vendues par la spéculation pour se procurer des dollars avec les conséquences économiques évoquées ci-dessus pour le Brésil. A l'image du Brésil, d'autres pays verront leur économie perturbée par des flux de monnaie faisant suite à des arbitrages artificiels d'excédents de monnaie à taux zéro. De son côté, la Chine a vu une im-

portante masse de capitaux quitter le pays (plus de 300 milliards de dollars en quelques jours), l'obligeant à vendre des bons du Trésor américain qui faisaient partie des réserves de change, afin de combler ces sorties de devises. Dans une sorte de panique la banque centrale chinoise a choisi début août de dévaluer sa monnaie à deux reprises pour de faibles montants (de l'ordre de 4%) mais suffisants pour terroriser les marchés occidentaux dont Wall Street et son indice de référence, le S&P, qui a perdu plus de 10% dans la foulée.



**Troisième scenario:** les objectifs économiques avoués des politiques d'aisance monétaire, représentées par les QE et les taux directeurs proches de 0, n'ont jamais été atteints, quel que soit le pays concerné.

Aujourd'hui les taux 0 et les QE ont trouvé un nouveau débouché : la dévaluation des monnaies. Les dernières interventions dans ce domaine ont présenté l'aspect de « surenchères » visant à placer la zone économique bénéficiant d'un QE ou d'une simple annonce de QE en position de force.

Le pionnier de ces politiques a été le Japon de Shinzo Abe : très largement du fait du QE, il fallait 80 Yens pour acheter un \$ en septembre 2012 et il en faut désormais 120.

L'annonce d'une augmentation possible du QE européen a ramené l'Euro de 1,15 \$ à 1,10 \$ en quelques jours.

Dernière en date la Banque de Suède réplique à la BCE en élargissant son QE pour la quatrième fois depuis février dernier.

Pourtant ce combat est un combat d'arrière-garde.

Dans un monde globalisé les dévaluations ont des effets pervers aussi importants que les effets positifs dont bénéficient les sociétés exportatrices. Les victimes des renchérissements de prix sont notamment les sociétés importatrices. Or ce sont souvent les sociétés sous-traitantes des grands groupes exportateurs. Ce phénomène a pu être observé notamment au Japon dont les sous-traitants se sont plaints de la baisse du yen en 2012 et 2013.

Pire, aucun des derniers chiffres du commerce extérieur ne justifie la multiplication des QE de la BOJ.

### Les marchés de change en première ligne.

Tous ces arbitrages venant d'excédents de monnaie créés artificiellement ont perturbé les valorisations d'actifs, en créant des bulles financières plus ou moins importantes. Surtout, ces arbitrages en tout genre concernent de plus en plus les marchés de change.

Or la taille du marché des changes est telle que des interventions éventuelles des banques centrales pour régulariser les cours de certaines monnaies semblent

condamnées à l'inefficacité. A titre d'exemple la totalité du QE américain de 2010 ne représente que le quart ou le cinquième du marché quotidien des changes, soit un trillion de dollars contre 4 à 5 trillions de dollars de devises échangées chaque jour, selon la BRI. Bien évidemment ces échanges sont essentiellement des swaps ou des débouchements de swaps, mais ils donnent une idée des flux potentiels que peuvent générer les mouvements spéculatifs sur les monnaies.

A titre d'exemple, l'intervention de la Banque Nationale Suisse a complètement échoué dans son action visant à maintenir le Franc suisse au niveau de l'euro, dans une sorte de PEG, après avoir dépensé d'énormes quantités de devises pour contrer le marché, en rachetant, tous azimuts, des actifs en euros, souvent douteux.

---

## Conclusion : Pour les banques centrales, une crise des changes serait très difficile à juguler.

---

Les déséquilibres créés par la crise financière de 2008 étaient maîtrisables. Les opérations de création de liquidités comme les QE ou les LTRO de la BCE et quelques autres opérations de ce type ont assuré la liquidité du système bancaire avant de dérapier.

Il n'en serait pas de même d'une crise des changes qui pourrait toucher quelques grandes monnaies et en particulier le dollar. Pour le moment, le dollar ne souffre pas des déséquilibres que pourraient entraîner les fondamentaux notamment la dette totale, publique et privée, des Etats-Unis qui représente presque l'équivalent du PIB mondial. Par chance les marchés se préoccupent peu de l'endettement irréversible qui se met en place aux Etats-Unis, au Japon, en Grande-Bretagne, voire en Europe ou en Chine.

Ce ne sont pas les nouvelles dettes que constitueraient les émissions de DTS, qui régleraient les problèmes issus de l'endettement mondial.

A cette aune, les mouvements sur le Réal, monnaie de la septième puissance mondiale dont le rating vient d'être de nouveau dégradé, ne seraient qu'un faible signe avant coureur.

### Que retenir ?

Le Brésil à surveiller en tant que révélateur d'une crise financière en préparation.

La crise à venir concernera les changes. Elle pourrait être incontrôlable en raison des masses de monnaie mises en cause.

L'endettement irréversible des grands pays ne facilitera pas les solutions.



**Jean Borjeix**  
Gérant  
jborjeix@platinum-  
gestion.fr

### Avertissement

*Document non contractuel limité à l'usage privé du destinataire. Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources dignes de foi, mais ne sauraient engager notre responsabilité. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.*