



PLATINIUM

## Flash Stratégie Septembre 2014



Jean Borjeix



Aurélien Blandin

**Une période faste  
pour le dollar. Mais  
pour combien de  
temps ?**

Paris, le 12 septembre 2014

**Le retour des problèmes sur l'Euro allège la pression sur le dollar. Il en est de même du yen qui ne joue plus son rôle de valeur refuge. Toutefois les problèmes de fonds de la monnaie américaine demeurent.**

### **La zone euro va rester fragile.**

En zone euro, malgré les graves difficultés apparues dans certains pays entre 2010 à 2012, la monnaie unique est restée une alternative au dollar et sa part dans les réserves des principales banques centrales a augmenté régulièrement depuis sa mise en service. Tout au long de l'année 2013, l'Euro s'est même apprécié par rapport aux autres monnaies.

Même si certains n'excluent pas de voir à terme l'Euro participer à la garantie du système monétaire international, dans l'immédiat la situation est moins brillante. Elle est même devenue très fragile.



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

La politique monétaire de la zone euro s'est calquée sur celle des Etats-Unis en termes de taux d'intérêt sans tomber toutefois, jusqu'à présent, dans la « trappe à liquidité » des Quantitative Easing.

Par ailleurs, la faiblesse de la conjoncture européenne comparée à celle des Etats-Unis, traduit les efforts inévitables qu'ont dû accomplir certains pays faibles de la zone pour rétablir leurs finances publiques alors que leur potentiel de croissance était déjà relativement faible.

Toutefois cet aspect, par ailleurs positif de la gestion de l'Euro, s'est amoindri au cours des derniers mois en raison du retard pris par la France pour entrer dans la voie des réformes de structure et en raison des difficultés de l'Italie à mettre en place ces mêmes réformes. De son côté, M. Draghi pratique un discours de plus en plus accommodant monétairement. L'euro s'en trouve affaibli.

Mais la baisse de l'Euro est également la conséquence de plusieurs accidents bancaires intervenus dans le courant de l'été.

### En Europe, les accidents se sont multipliés dans les réseaux bancaires.

La Bulgarie a bénéficié d'une aide de la zone euro mais celle-ci n'a pas évité à deux banques bulgares de subir des fuites de clients (« bank

run »).

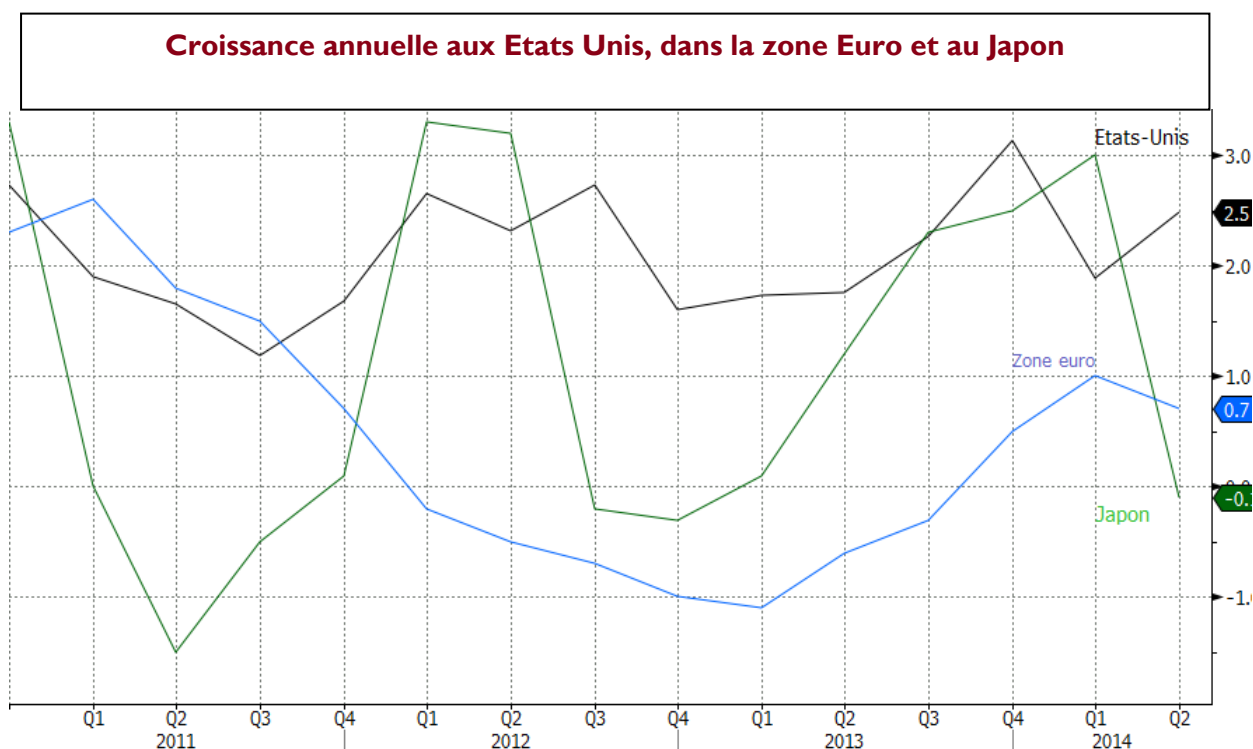
En Autriche, la Erste Bank a vu ses cours s'effondrer après avoir annoncé des problèmes en Hongrie et en Roumanie.

Au Portugal le principal actionnaire (Espirito Santo Financial Group) de la banque la plus importante du pays, la Banque Espirito Santo, n'a pu rembourser un emprunt sur marge qu'en cédant 5% du capital de la banque elle-même. L'impact en bourse (-90%) s'est avéré décisif dans la mesure où la Banque qui avait laissé entendre qu'elle aurait besoin de réaliser une augmentation de capital pour éponger ses pertes du premier trimestre (3.6 milliards d'euros) est finalement passée sous le contrôle de la Banque Centrale du Portugal.

Ces différents incidents n'ont aucune raison de s'arrêter. Ils montrent au contraire que des problèmes équivalents sont toujours possibles en particulier à l'issue des « stress tests » de l'automne, comme l'avait évoqué M. Geithner il y a quelques mois.

La crise de l'euro et des pays périphériques n'est certainement pas terminée. Elle posera de nouveaux problèmes aux organismes européens de stabilité dans les mois à venir.

### Indépendamment des problèmes bancaires, la BCE cherche à faire baisser



## l'Euro.

Les dernières interventions de M. Draghi visaient à faire baisser l'Euro afin de redonner un avantage compétitif aux entreprises européennes et ainsi améliorer la croissance dans la zone euro. Cette ouverture a été interprétée par les marchés comme une préfiguration de la mise en place d'une politique non conventionnelle (QE) à l'américaine. La baisse de l'Euro s'est alors accélérée.

## Le Japon est lui aussi une zone de fragilité

### Face au yen le dollar était fondamentalement baissier depuis les années 2000.

Autre monnaie fondamentalement orientée à la hausse face au dollar, le yen a, depuis début 2012 et la mise en place d'un programme d'impression monétaire au Japon, inversé le mouvement. Les données concernant le Japon sont en effet très décevantes et la politique monétaire de la BoJ est encore plus dévalorisante pour sa monnaie que celle de la FED pour le dollar.

Les marchés ont du mal à changer d'orientation, et le yen est encore apparu comme une monnaie défensive lors des derniers incidents notamment l'affaire ukrainienne, comme il l'était lorsque le Japon était au sommet de son cycle séculaire au cours des années 1990. Les 10 ans de déflation des années 2000 n'ont pas entamé définitivement l'image du yen qui a profité d'achats lors de chaque récession américaine ou lors de crises géopolitiques.

Malgré tout, depuis que le Japon s'est engagé dans une politique monétaire du type de celle des Etats-Unis basée sur des mesures non conventionnelles (QE), le yen s'est effondré contre dollar, hormis quelques périodes de reprises où le yen a retrouvé ses qualités de valeur refuge. Les raisons : la politique destructrice des QE et la dégradation de l'économie japonaise.

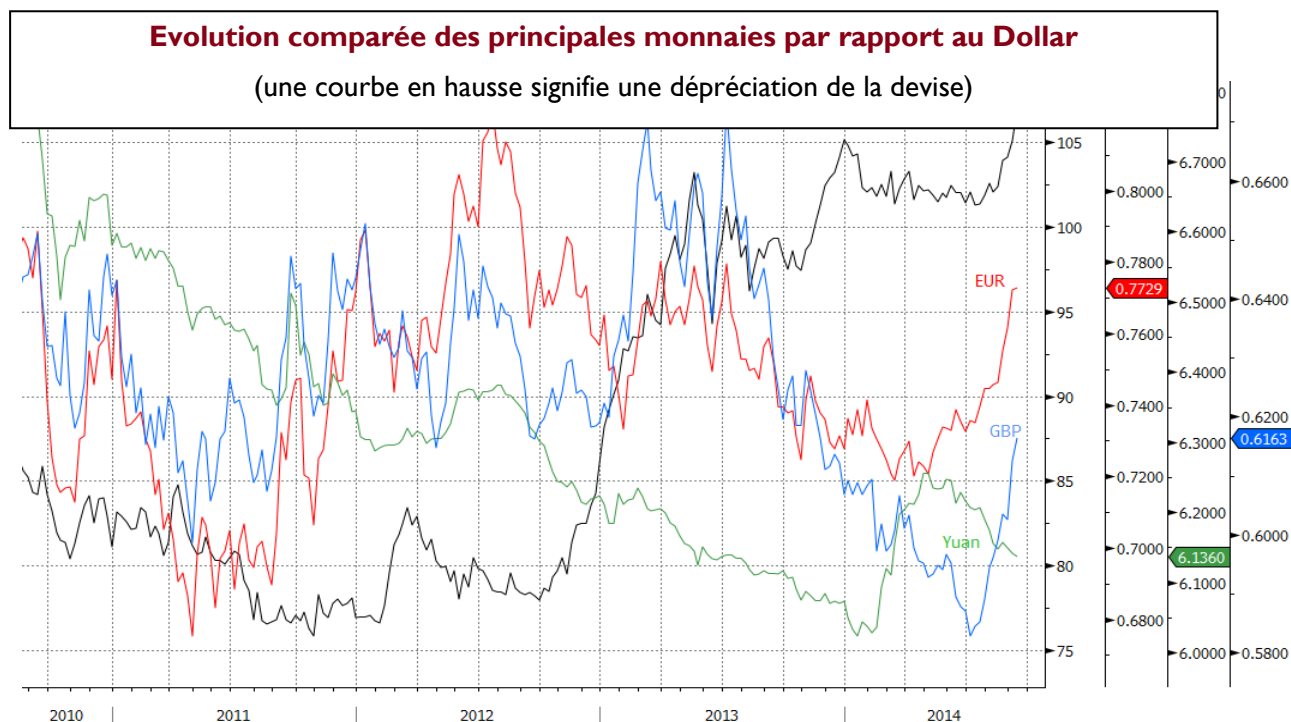
## L'économie japonaise va mal.

Depuis le lancement par le Japon de son premier QE massif en 2012, le yen ne cesse de baisser contre dollar. De fait la croissance en volume sur la période suivant le QE est nulle. De même, en dépit de la hausse de la TVA, la croissance en valeur du produit intérieur brut reste voisine de 0, même après mise en place du QE et hausse de la TVA. De plus, le commerce extérieur se dégrade continuellement depuis début 2011 et est fortement déficitaire.

Les résultats de cette politique d'impression monétaire débridée sont maigres et les marchés des changes le ressentent comme tel. C'est la raison essentielle de la faiblesse du yen. A ce niveau de croissance et de hausse de prix, le yen a de fortes chances de continuer sur sa tendance baissière, voire à accélérer celle-ci.

## La meilleure santé du dollar tient essentiellement à la faiblesse des monnaies environnantes.

La faiblesse récente de l'euro, du yen et de



quelques monnaies de pays émergents a soutenu la parité du dollar vis-à-vis de ces monnaies.

Pour les marchés, le dollar est porté par la reprise de la conjoncture américaine. Pourtant la vigueur de cette reprise est principalement perçue à travers les enquêtes auprès des entreprises et des consommateurs. Elle n'est pas toujours confirmée par les chiffres : les taux de croissance affichent une forte volatilité (6% d'écart entre les deux premiers trimestres de l'année) qui appellera sans doute une correction des chiffres lors des prochaines estimations et, surtout, la situation de l'emploi est loin d'être revenue à la normale, comme en témoignent le fort taux de sous-emploi et la baisse continue du taux de participation... Malgré tout il est indéniable que la situation s'améliore.

### **Il faut maintenant que la FED mette en place une politique de taux normalisée.**

Seule une politique de taux normalisée (taux courts s'éloignant de 0 et rebond des taux longs), si elle venait à être rétablie, confirmerait en effet la réalité de la reprise économique constatée aux Etats-Unis.

Par ailleurs, le retour à une gestion monétaire plus saine, éloignée des taux 0 permettrait d'atteindre plusieurs objectifs. Elle redonnerait notamment sa crédibilité au dollar, faute de quoi le système monétaire international actuel serait de plus en plus fragilisé.

En corollaire elle faciliterait la gestion du service de la dette publique américaine en attirant de nouveau les capitaux étrangers. A cet égard la hausse des taux directeurs s'avérera le critère décisif de la bonne santé du dollar fondée sur la

reprise économique des Etats-Unis et accentuée par le différentiel de croissance avec les autres zones économiques, notamment la zone euro, la zone yen et la zone des pays émergents.

Faute de cette hausse des taux directeurs, la crédibilité de la reprise économique restera faible et les problèmes liés à la politique monétaire de la FED ressurgiront. Reste à savoir quels délais les marchés sont prêts à accepter pour le retour à une politique monétaire « conventionnelle » sans remettre en cause le bon comportement du dollar.

### **Conclusion : les monnaies qui entourent le dollar baissent. Ce n'est pas pour autant que le dollar se renforce. Le seul test à cet égard sera la sortie définitive de la politique monétaire non conventionnelle et la remontée des taux.**

Autour du dollar les monnaies baissent, qu'il s'agisse de l'euro, du yen ou des monnaies des pays émergents. Seul le yuan s'est légèrement apprécié de quelque 2% par rapport à son plus bas de juin.

A court et moyen terme le dollar restera très probablement soutenu par la faiblesse de la croissance des pays en retard sur le cycle des Etats-Unis. Ceci va sans doute générer de nouveaux QE, probablement au Japon, mais peut-être aussi en Europe. Ces QE sont et seront favorables au dollar alors que les Etats-Unis s'appêtent à supprimer le dernier QE encore en cours.

Les marchés seront très attentifs à ce basculement.

Jean Borjeix  
Associé Gérant



Aurélien Blandin  
Gérant



#### Que retenir ?

- ▶ **La zone Euro reste une zone monétaire fragile et l'euro a commencé à se déprécier.**
- ▶ **Le Japon commet les mêmes erreurs que les Etats-Unis auparavant avec une politique non conventionnelle qui débouche sur une trappe à liquidité, ce qui conduit à un affaiblissement du Yen.**
- ▶ **Le dollar en bénéficie. Cependant un mouvement de fond en faveur du dollar ne sera réellement confirmé que par la « normalisation des taux »,... si elle a lieu.**

#### 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.*