

APROPOS...

info@ethenea.com | ethenea.com

Les conséquences de l'assouplissement quantitatif sur les devises

Dans une précédente édition d'APROPOS...¹, nous avons analysé les effets de l'assouplissement quantitatif (QE) sur les prix des actifs et étions arrivés à la conclusion que ces derniers étaient significativement et constamment faussés. Nous avons argumenté que la crédibilité des banques centrales était cruciale et envisagé ce qu'il adviendrait si elle disparaissait. Dans cette publication, nous examinerons ce à quoi nous attendre si la crédibilité des banques centrales reste intacte.

Au travers du QE, les banques centrales ont selon nous enlevé aux prix de marché leur contenu informatif. Les banques centrales sont des agents économiques bien spécifiques dont le but, contrairement aux agents du secteur privé, n'est pas de maximiser les profits, mais bien de maintenir le système financier stable. À cette fin, elles agissent parfois à la manière d'un antidouleur. Lorsque vous prenez ces médicaments, vous ne remédiez pas à la véritable cause de la douleur, mais faussez simplement le signal qui a été envoyé à votre cerveau. Ainsi, vous ne ressentez plus la douleur, même si vous êtes bien conscients qu'elle n'a pas disparu. En d'autres termes : vous êtes volontairement dupes. Le mécanisme à l'œuvre dans le cadre du QE est très similaire : les banques centrales faussent les signaux de prix – c'est-à-dire le contenu informatif – et, même si les investisseurs sont tout à fait conscients que ce qu'ils voient n'est pas réel, ils sont constamment trompés. De ce point de vue, l'assouplissement quantitatif est un remède efficace.

La crédibilité des banques centrales étant jusqu'à présent restée intacte, les taux d'intérêt et les rendements ont convergé à un niveau proche de zéro à l'échelle mondiale et ont évolué parallèlement. Pour un investisseur obligataire dont la devise de référence est la monnaie unique, il n'existe aucune différence entre un investissement en emprunts d'État allemands, américains, britanniques, japonais ou suisses si l'on tient compte des coûts de couverture de change, tels qu'illustrés sur le graphique 1. En réalité, le rendement d'un tel investissement est désormais identique, voire nul². Dans une économie zéro, c'est-à-dire une économie dans laquelle, en forçant

l'imagination, toutes les variables clés (croissance, inflation et productivité) sont à zéro, un tel résultat n'est pas surprenant, il est même plutôt cohérent.



Source: Bloomberg, ETHENEA

Graphique 1: Rendement attendu sur 1 an en euro d'une obligation d'Etat maturité 10 ans avec risque de change couvert

Tant que l'on reste confortablement assis sur son canapé, on peut très bien avoir une jambe cassée sans pour autant ressentir la douleur (pourvu que l'antidouleur soit suffisamment puissant). Mais si vous décidez de vous lever pour aller chercher une boisson dans votre réfrigérateur, même si celui-ci ne se trouve qu'à quelques pas de votre canapé, l'antidouleur, aussi puissant soit-il, ne vous sera d'aucune utilité pour marcher. Subitement, l'incohérence est évidente, une forte dissonance cognitive entre le soulagement induit par l'antidouleur et la réalité de la jambe cassée. Le constat est très similaire sur le plan économique : tant que les économies affichent toutes un niveau proche de zéro, il n'y a pas d'incohérence manifeste parmi les rendements, tous étant nuls. Cependant, toutes les économies ne sont pas sous traitement antidouleur pour la même raison. Elles présentent des différences fondamentales et il n'y a pas lieu de penser qu'elles évolueront toutes de la même manière.

Toutefois, plus le QE dure, plus ces différences fondamentales sont masquées par l'homogénéité des courbes de rendement. À un moment donné, les différences entre les fondamentaux referont surface et des ajustements seront nécessaires, tant sur le plan économique qu'au niveau des prix, afin de corriger les déséquilibres. Mais

¹ Voir APROPOS... [Comment l'assouplissement quantitatif fausse les prix](#), août 2016.

² Entre 2006 et 2008, par exemple, la situation était radicalement différente. Exprimé en EUR, le rendement d'un investissement en obligations souveraines allemandes (environ 4%) était deux fois plus élevé que celui d'un placement similaire en emprunts d'État japonais (environ 2%), alors qu'il est aujourd'hui nul (Graphique 1). Notez que dans notre exemple, le risque de change est couvert sur douze mois.



APROPOS...

info@ethenea.com | ethenea.com

compte tenu de la crédibilité accordée aux banques centrales, et donc de la puissance dont elles disposent, comment de tels ajustements sont-ils possibles ?

Le concept d'une banque centrale crédible implique premièrement que la courbe des rendements soit sous contrôle et, deuxièmement, que les prix à la consommation s'inscrivent dans une évolution ni inflationniste ni déflationniste. Dans un tel environnement, les divergences entre les économies, notamment en termes de productivité, d'inflation et de propension au risque des gouvernements, ne peuvent être intégrées dans la courbe des rendements ni reflétées par l'inflation ; elles doivent être exprimées autrement.

Le taux de change est devenu la variable d'ajustement privilégiée, comme nous le rappelle l'expression de la *guerre des changes*. Depuis la généralisation des taux d'intérêt nuls, voire négatifs, et des politiques d'assouplissement quantitatif, les principales devises, telles que l'euro (EUR), le dollar américain (USD), la livre sterling (GBP), le franc suisse (CHF) et le yen japonais (JPY) ne se comportent plus de la même façon. Elles sont devenues ce que l'on appelle dans le jargon économique des *jump variables*, c'est-à-dire des variables qui font un saut pour passer immédiatement d'un état à un autre afin de rééquilibrer des divergences fondamentales.

Ce changement de comportement peut notamment être illustré par l'évolution des taux de change par rapport aux rendements. Il est avéré que les devises dont les taux d'intérêt augmentent s'apprécient alors que celles dont les taux baissent se déprécient. La stratégie consistant à emprunter dans des devises à rendement faible pour investir la somme dans des devises à rendement élevé est appelée *carry trade* et était très prisée avant la crise financière mondiale.



Source: Bloomberg, ETHENEA

Graphique 2: La parité EURUSD et l'écart de rendement à 2 ans



Source: Bloomberg, ETHENEA

Graphique 3: La parité EURGBP et l'écart de rendement à 2 ans



Source: Bloomberg, ETHENEA

Graphique 4: La parité EURCHF et l'écart de rendement à 2 ans



Source: Bloomberg, ETHENEA

Graphique 5: La parité EURJPY et l'écart de rendement à 2 ans

Les graphiques 2, 3, 4 et 5 représentent les taux de change de l'EUR avec les principales devises ainsi que le spread de rendement pour l'échéance 2 ans. Le graphique 2, par exemple, indique le taux de change EUR/USD et le spread de rendement souverain à 2 ans, actuellement en faveur du dollar américain (environ 150 points de base). Sur la base de cette seule variable, un taux de change EUR/USD de l'ordre de 1,20 semblerait plus raisonnable. Les flèches rouges indiquent qu'à un moment donné au cours des dernières années, les spreads et les devises ont divergé. Les devises sont passées brusquement et massivement d'un



APROPOS...

info@ethenea.com | ethenea.com

niveau à un autre dans un laps de temps très bref, sans que l'évolution des spreads de rendement ne l'explique. En outre, ce phénomène n'a été observé que récemment. Aucun saut de ce type n'a eu lieu durant les heures sombres de la crise financière mondiale, alors même que les marchés financiers étaient disloqués, ce qui confirme que la généralisation des politiques d'assouplissement quantitatif est une cause de l'instabilité des devises.

Nous sommes convaincus que l'évolution des devises connaîtra encore bien des sauts dans le futur, tant que les banques centrales, fortes de leur crédibilité et de leur puissance, maintiennent leur politique de taux d'intérêt bas sur l'ensemble de la courbe des rendements et à l'échelle mondiale. Cette politique a notamment pour conséquence

de priver les cours de leur contenu informatif, c'est-à-dire de masquer les hétérogénéités fondamentales entre les pays sous un voile de stabilité, l'inflation, les taux d'intérêt et les rendements étant nuls. Le marché des changes est le marché financier le moins contrôlé et c'est donc sur celui-ci que s'effectueront à terme les rééquilibrages.

Yves Longchamp, CFA

Head of Research
ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG

