

Flash Economie

11 janvier 2017 - 60

Vers de grands désordres dans les taux de change en 2017?

2017 pourrait être caractérisée par des variations violentes des taux de change, plus brutales encore que celles de 2016 :

- appréciation du dollar avec la hausse des taux d'intérêt et la relance budgétaire au plein emploi ;
- dépréciation des devises des émergents (hors Chine), avec l'attraction des Etats-Unis, et en particulier des actions américaines, pour les capitaux internationaux ;
- dépréciation du yen, avec la forte expansion de l'offre de monnaie au Japon due à la nécessité d'éviter la hausse des taux d'intérêt à long terme ;
- dépréciation du RMB, avec des sorties de capitaux en Chine, difficiles à réduire, et qui dépassent largement l'excédent extérieur de la Chine ;
- dépréciation de la livre sterling avec la réalisation que l'économie britannique se dégrade fortement avec la hausse de l'inflation.

Seul l'euro pourrait être à peu près stable, les effets de l'écart de politique monétaire entre les Etats-Unis et la zone euro et de la hausse du prix du pétrole se compensant.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

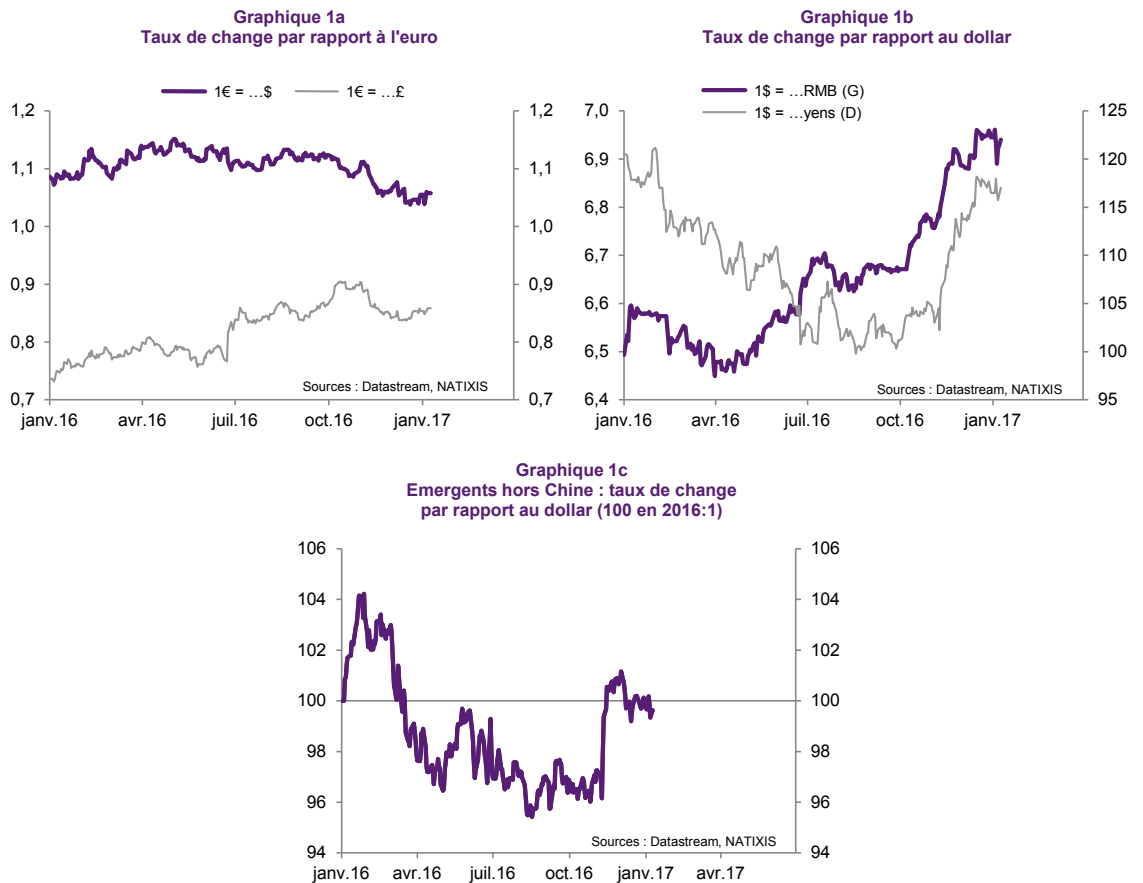
 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

www.research.natixis.com

BANQUE DE GRANDE CLIENTELE
EPARGNE ET ASSURANCE
SERVICES FINANCIERS SPECIALISES

Déjà de fortes variations des taux de change en 2016

L'année 2016 a déjà été caractérisée par des **variations importantes des taux de change** : appréciation du **dollar** après l'annonce de l'élection de D. Trump (**graphique 1a**), dépréciation de la **livre sterling** après le résultat du référendum sur le Brexit (**graphique 1a**), appréciation puis dépréciation du **yen** (**graphique 1b**), dépréciation importante du RMB (**graphique 1b**), appréciation puis dépréciation des devises des émergents autres que la Chine (**graphique 1c**).



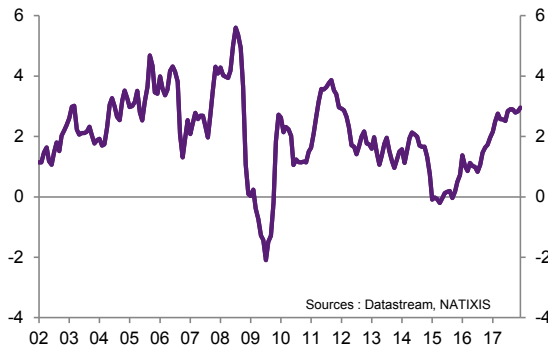
Mais nous pensons qu'en 2017 les variations des taux de change seront encore plus violentes.

Pourquoi des variations violentes des taux de change en 2017

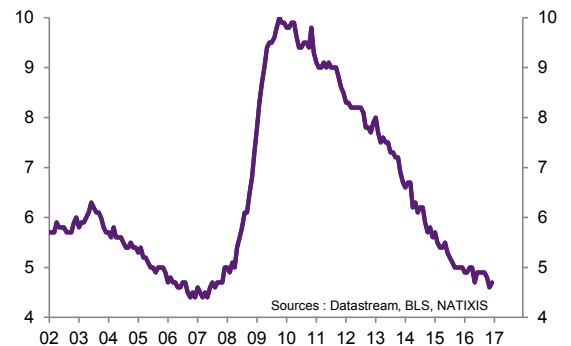
1- Nous attendons **la poursuite de l'appréciation du dollar** (graphiques 1 a/b/c plus haut) avec :

- **la hausse des taux d'intérêt de la Réserve Fédérale** avec la hausse de l'inflation aux Etats-Unis (**graphique 2**) ;
- la mise en place par l'Administration Trump d'**une reprise budgétaire au plein emploi** (**graphique 3**), ce qui doit conduire à une appréciation du dollar (puisque la hausse de la demande intérieure, au plein emploi, nécessite qu'il y ait déficit extérieur).

Graphique 2
Etats-Unis : inflation
(GA en %)

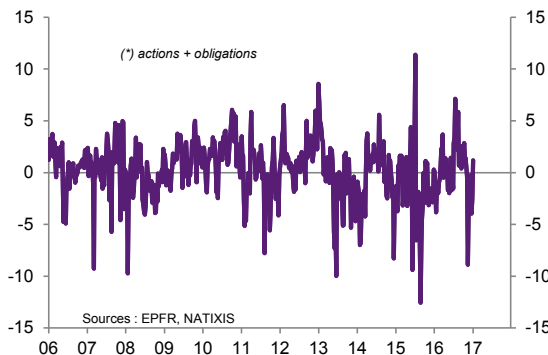


Graphique 3
Etats-Unis : taux de chômage
(en %)

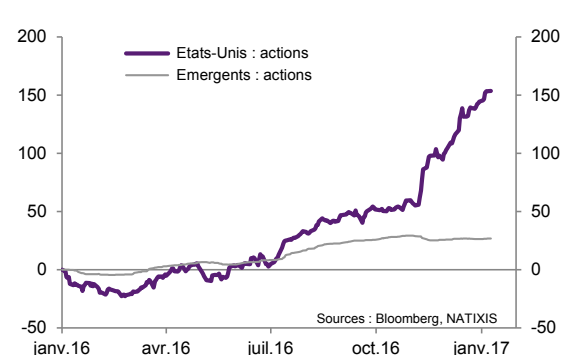


2- Nous attendons aussi une **dépréciation des devises des émergents** (hors Chine, graphique 1c plus haut) puisque **la politique économique qui devrait être menée aux Etats-Unis attire normalement les capitaux des pays émergents vers les Etats-Unis (graphique 4a)**, en particulier vers les actions américaines (**graphique 4b**). Ceci est dû à l'annonce d'une forte baisse de la taxation des profits des entreprises aux Etats-Unis, et à la mise en place d'incitations au rapatriement aux Etats-Unis de profits conservés à l'étranger par les entreprises américaines.

Graphique 4a
Ensemble des émergents : achats nets
d'actifs* par les non-résidents (Mds de \$)



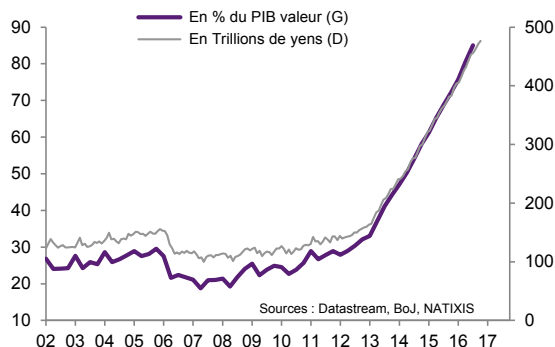
Graphique 4b
ETFs : flux nets cumulés
(mds de \$)



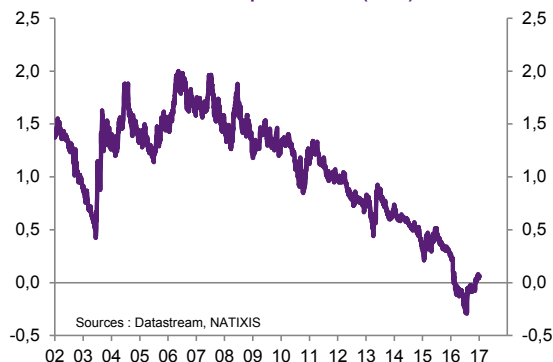
3- Il pourrait y avoir une **forte dépréciation du yen en 2017** (graphique 1b plus haut), **avec la forte expansion de l'offre de monnaie au Japon (graphique 5a)** nécessaire pour éviter la hausse des taux d'intérêt à long terme sur le yen (**graphique 5b**), ce qui risque d'être de plus en plus difficile avec la hausse des taux d'intérêt à long terme sur les autres devises (**graphique 5c**).

On sait en effet que la Banque du Japon veut éviter la hausse des d'intérêt à long terme qui provoquerait une crise bancaire en raison de la taille énorme des portefeuilles obligataires des banques (**graphique 5d**).

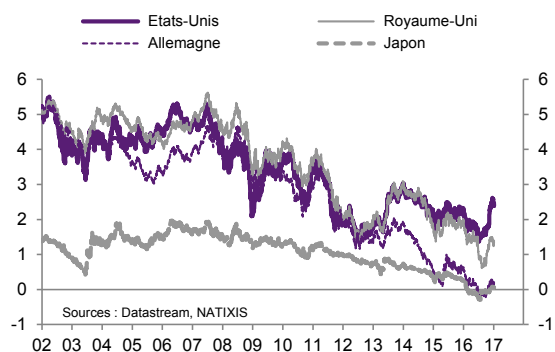
Graphique 5a
Japon : base monétaire



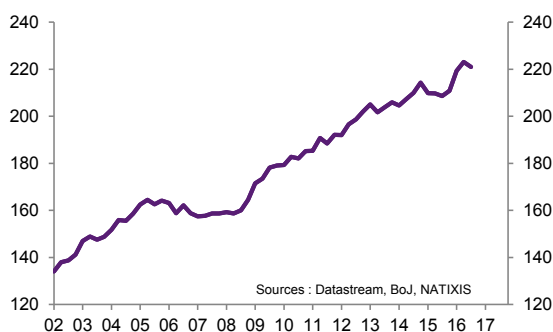
Graphique 5b
Japon : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



Graphique 5c
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)

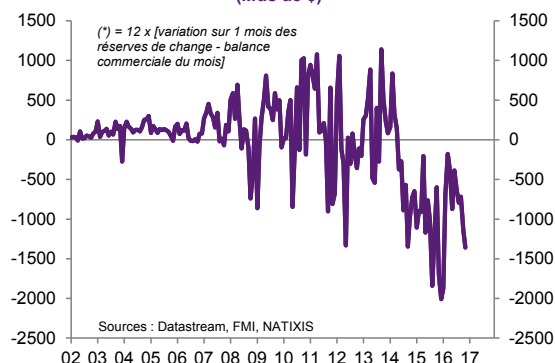


Graphique 5d
Japon : encours d'obligations détenus par les banques (en % du PIB valeur)

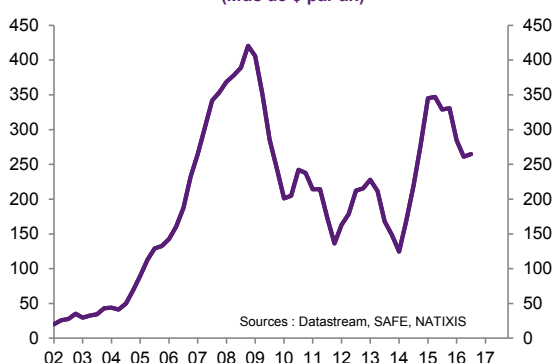


4- La dépréciation du RMB chinois pourrait être forte (graphique 1b plus haut) si les sorties de capitaux restent nettement supérieures à l'excédent extérieur (graphiques 6 a/b) et si les autorités chinoises veulent limiter la perte de réserves de change (graphique 6c).

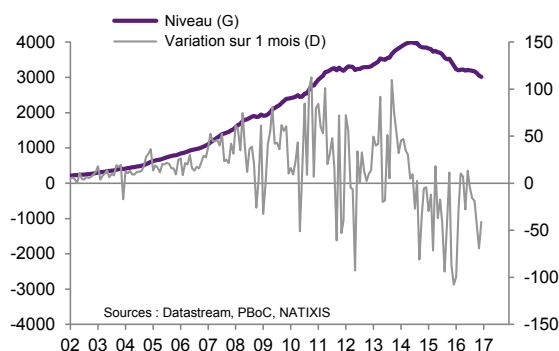
Graphique 6a
Chine : flux de capitaux annualisés* (Mds de \$)



Graphique 6b
Chine : balance courante (Mds de \$ par an)

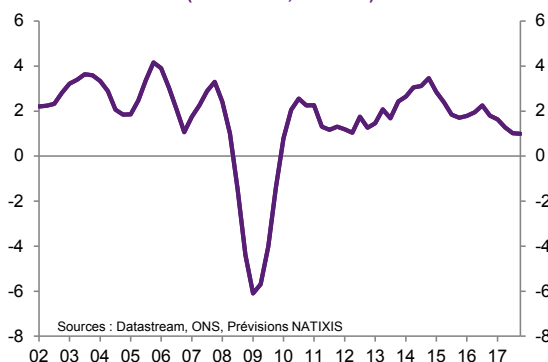


Graphique 6c
Chine : réserves de change
(en Mds de \$)

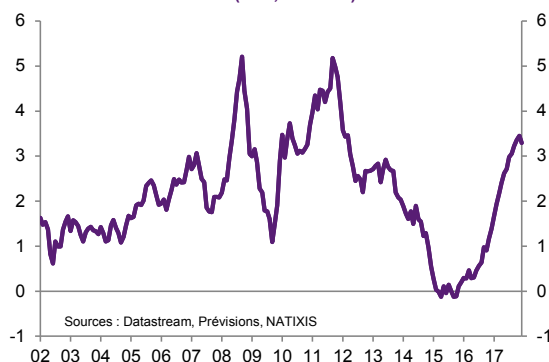


5- La livre sterling pourrait se déprécier à nouveau (graphique 1a plus haut) **en réaction à la faible croissance au Royaume-Uni (graphique 7a) venant en 2017 de la hausse de l'inflation (graphique 7b)**, avec la hausse du prix du pétrole et la dépréciation de la livre sterling en 2016.

Graphique 7a
Royaume-Uni : prévisions de croissance
(PIB volume, GA en %)



Graphique 7b
Royaume-Uni : inflation
(CPI, GA en %)



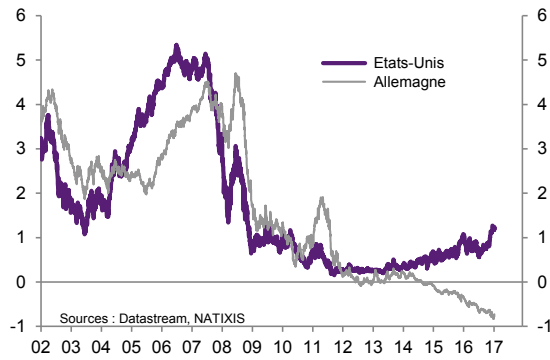
Synthèse : attention au risque de change en 2017

Nous pensons que les investisseurs et les entreprises doivent faire attention au risque de change en 2017. Des chocs importants (nouvelles politiques économiques aux Etats-Unis, hausse de l'inflation au Royaume-Uni, expansion monétaire considérable au Japon, sorties de capitaux et flux d'acquisitions à l'étranger en Chine, attraction des capitaux des pays émergents vers les Etats-Unis) **pourraient en effet déformer fortement les taux de change.**

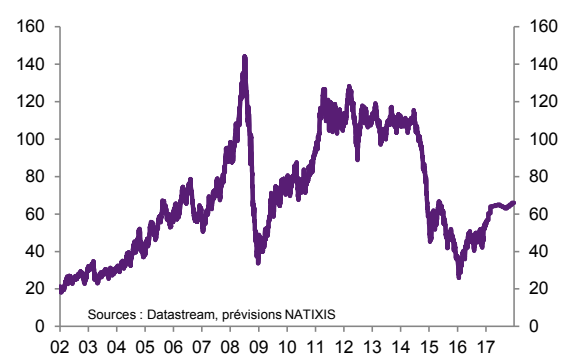
Seul l'euro (graphique 1a plus haut) **pourrait ne pas énormément varier, deux forces en sens opposés se compensant :**

- la politique monétaire plus restrictive aux Etats-Unis que dans la zone euro (**graphique 8a**) ;
- la hausse du prix du pétrole (**graphique 8b**) avec la corrélation entre prix du pétrole et taux de change dollar/euro (**graphique 8c**).

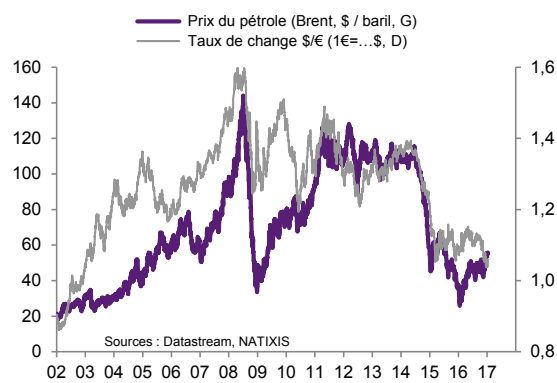
Graphique 8a
Taux d'intérêt à 2 ans sur les emprunts d'Etat
(en %)



Graphique 8b
Prix du pétrole
(Brent, \$ / baril)



Graphique 8c
Prix du pétrole et taux de change



Avertissement

Ce document d'informations (pièces jointes comprises) est strictement confidentiel et s'adresse exclusivement à une clientèle de professionnels ou d'investisseurs qualifiés. Il ne peut être divulgué à un tiers sans l'accord préalable et écrit de Natixis. Si vous recevez ce document et/ou toute pièce jointe par erreur, merci de le(s) détruire et de le signaler immédiatement à l'expéditeur. La distribution, possession ou la remise de ce document dans ou à partir de certaines juridictions peut être limitée ou interdite par la loi. Il est demandé aux personnes recevant ce document de s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et de s'y conformer. Ni Natixis, ni ses affiliés, directeurs, administrateurs, employés, agents ou conseillers, ni toute autre personne ne doit accepter d'être responsable à l'encontre de toute personne du fait de la distribution, possession ou remise de ce document dans ou à partir de toute juridiction.

Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant sa publication.

Ce document et toutes les pièces jointes sont communiqués à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constituent pas une recommandation personnalisée d'investissement. Ils sont destinés à être diffusés indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique à un destinataire en particulier. Ce document et toutes les pièces jointes ne constituent pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou une entité et aucune garantie ne peut être donnée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Natixis, tout engagement devant notamment être soumis à une procédure d'approbation de Natixis conformément aux règles internes qui lui sont applicables.

Natixis n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Natixis ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. En effet, les informations figurant dans ce document ne tiennent pas compte des règles comptables ou fiscales particulières qui s'appliqueraient aux contreparties, clients ou clients potentiels de Natixis. Natixis ne saurait donc être tenu responsable des éventuelles différences de valorisation entre ses propres données et celles de tiers, ces différences pouvant notamment résulter de considérations sur l'application de règles comptables, fiscales ou relatives à des modèles de valorisation. De plus, les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par Natixis à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. Natixis se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis. Plus généralement, Natixis, ses sociétés mères, ses filiales, ses actionnaires de référence ainsi que leurs directeurs, administrateurs, associés, agents, représentants, salariés ou conseillers respectifs rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de ce document ou de leurs conseils concernant les caractéristiques de ces informations. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de Natixis.

Les informations figurant dans ce document n'ont pas vocation à faire l'objet d'une mise à jour après la date apposée en première page. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

Natixis ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation et n'assume aucune prestation de conseil, notamment en matière de services d'investissement. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.

Natixis est supervisée par l'European Central bank (ECB).

Natixis est agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) en France en qualité de Banque – prestataire de services d'investissements et soumise à sa supervision.

Natixis est réglementée par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) pour l'exercice des services d'investissements pour lesquels elle est agréée.

Natixis est agréée par l'ACPR et réglementée par les « Financial Conduct Authority » et « Prudential Regulation Authority » pour ses activités au Royaume-Uni. Les détails concernant la régulation qu'exercent la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority peuvent être obtenus sur simple demande à la Succursale de Londres.

Natixis est agréée en Allemagne par l'ACPR en qualité de Banque - prestataire de services d'investissement et soumise à sa supervision. NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland est régulée en matière limitée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. L'envoi / la distribution de ce document en Allemagne est réalisé par / sous la responsabilité de Natixis Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Italie et la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Italie.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la « Dubai Financial Services Authority (DFSA) » pour l'exercice de ses activités au « Dubai International Financial Centre (DIFC) ». Ce document n'est diffusé qu'aux Clients Professionnels, définis comme tels selon les règles de la DFSA ; à défaut le destinataire doit retourner le document à Natixis. Le destinataire reconnaît que le document ainsi que son contenu n'ont été approuvés par aucun régulateur ou autorité gouvernementale des pays du Conseil de Coopération du Golfe ou du Liban.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC.

Ce document ne peut être distribué à aucune autre personne aux Etats-Unis. Chaque « major U.S. institutional investors » qui reçoit ce document, s'engage par cet acte, à ne pas en distribuer l'original ni une copie à quiconque. Natixis Securities Americas LLC, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propres agréée aux Etats-Unis et membre de la FINRA, est une filiale de Natixis. Natixis Securities Americas LLC n'est impliquée d'aucune manière dans l'élaboration de cette publication et en conséquence ne reconnaît aucune responsabilité quant à son contenu. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les collaborateurs de Natixis, qui ne sont pas associés de Natixis Securities Americas LLC et n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'analyste auprès de la FINRA et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA.

Les opinions et avis sur des titres ou émetteurs figurant dans ce document reflètent uniquement les opinions et avis de leur(s) auteur(s). Les recommandations émises dans ce document n'influencent en aucune manière, que ce soit directement ou indirectement, la rémunération du ou des auteur(s) de ce document.

JE (NOUS), SOUSSIGNE(S), LE(S) AUTEUR(S) DE CE DOCUMENT, CERTIFIE (CERTIFICATIONS) PAR LA PRESENTE QUE LES OPINIONS ET AVIS SUR L'ENTREPRISE OU LES ENTREPRISES ET SES OU LEURS TITRES FIGURANT DANS CE DOCUMENT REFLETTENT, SAUF INDICATION CONTRAIRE, LES OPINIONS ET AVIS DE LEUR(S) AUTEUR(S) ET QUE LES RECOMMANDATIONS, OPINIONS ET AVIS EMIS DANS CE DOCUMENT N'INFLUENCENT EN AUCUNE MANIERE, QUE CE SOIT DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT, LA REMUNERATION DU OU DES AUTEUR(S) DE CE DOCUMENT.

Les opinions et avis des auteurs peuvent diverger. Ainsi, Natixis, ses filiales et les entités qui lui sont liées, peuvent publier des documents et analyses contradictoires et/ou parvenir à des conclusions différentes à partir des informations présentées dans ce document. Pour toute demande d'information supplémentaire sur une opération sur un titre ou un instrument financier mentionnée dans ce document, veuillez contacter votre point de contact chez Natixis Securities Americas LLC par courrier électronique ou voie postale à l'adresse suivante 1251 Avenue of the Americas, New York, NY 10020.

Les valeurs citées peuvent faire l'objet d'avertissements spécifiques. Elles sont accessibles sur le site Natixis à cette adresse :

<https://www.research.natixis.com/GlobalResearchWeb/main/globalresearch/DisclaimersSpecifiques>