



28 février 2018

## Changement de tendance probable pour le dollar en 2018

**Le rebond du dollar se précise. Perte d'influence des fondamentaux européens sur l'Euro. Le Brexit pèsera à nouveau sur la Livre. Attention Yen trop fort. Le Franc poursuit son ajustement.**

### Points-clés

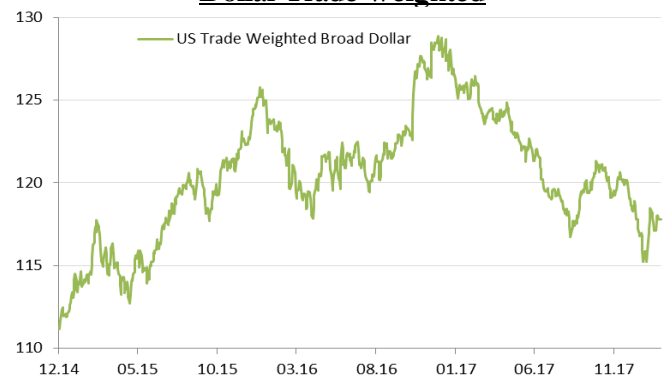
- Rebond du dollar après 3 ans de consolidation et 50% de correction du « bull market » 2011-2016
- Positions spéculatives encore très faibles
- Perte d'influence des fondamentaux européens sur l'évolution de l'Euro
- La force du Yen est temporairement et devrait être suivie d'une consolidation
- La Livre sterling est à nouveau en position de faiblesse avec un retour à la réalité du Brexit
- Nouvelle hausse probable pour le dollar australien
- Surprises positives pour les couronnes norvégienne et suédoise
- Scénario favorable pour les devises émergentes et celles liées aux matières premières

### Rebond du dollar après 3 ans de consolidation et 50% de correction du « bull market »

La dynamique économique américaine devrait encore être souvent supérieure à celle des autres économies développées au cours du 1er semestre 2018. Le différentiel de taux d'intérêt devrait encore s'élargir sur l'ensemble de la courbe de taux et favoriser l'intérêt des investisseurs pour le billet vert. La réforme fiscale adoptée aux Etats-Unis ne semble plus tout à fait être perçue de la même manière, du moins par les membres du FOMC, qui ne la considèrent pas comme un accélérateur de dynamique économique pouvant induire un changement radical de politique monétaire. Il reste difficile de déterminer si cette réforme soutiendra la consommation ou si les entreprises investiront plus. Mais son impact sur le budget sera significatif et pourrait creuser à nouveau le déficit budgétaire en 2018.

Depuis quelques semaines, les perspectives d'accroissement de la dette américaine et du ratio déficit budgétaire/PIB ont pesé sur le dollar ; la bonne tenue de l'économie, du marché du travail et des coûts salariaux ont fait craindre une remontée des risques inflationnistes et de nouvelles hausses de taux d'intérêt qui renforcent ce facteur positif. Les spéculations d'une normalisation plus rapide de la politique monétaire de la Fed ont relancé les incertitudes et ont fait craindre une accélération du rythme de hausse des taux directeurs de trois à quatre en 2018. Cependant, nous pensons que les tensions inflationnistes resteront néanmoins limitées ce qui ne devrait pas motiver un durcissement rapide de l'action de la Fed. Celle-ci mesurera très soigneusement les risques d'un durcissement trop rapide de sa politique monétaire sur le rythme de croissance de l'économie. Dans ce contexte, la faiblesse enregistrée par le dollar en 2017 semble injustifiée. La dépréciation de près de -10% affichée par l'indice « trade weighted USD » contre un panier de monnaies a effacé près de la moitié de la hausse du billet vert enregistrée entre 2014 et 2015. La valorisation de la devise américaine devrait donc certainement s'ajuster dans les prochains mois, à moins que les perspectives de dégradation des finances publiques liées à la réforme fiscale ne prennent l'ascendant et pénalisent le dollar.

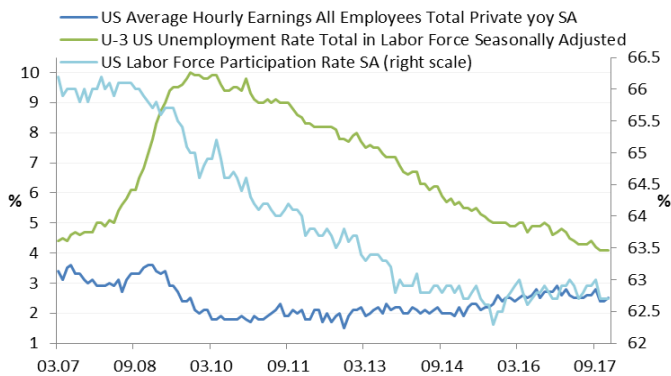
**Dollar Trade Weighted**



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

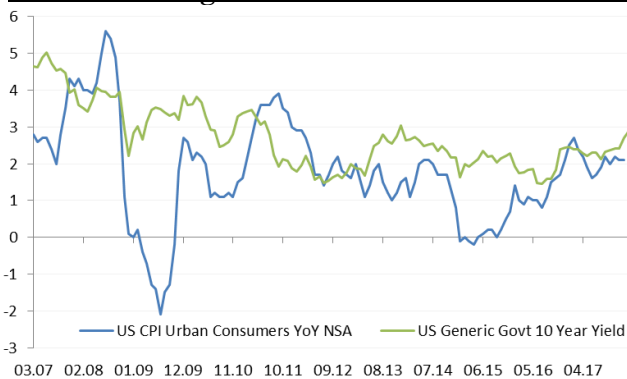
**Nos perspectives sont finalement positives et soutiennent une hausse au-dessus de 1 franc pour le dollar et proche de 1.15 contre euro.**

### **Salaire horaire, taux de chômage et de participation**



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

### **Inflation et obligations du Trésor américain 10 ans**



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

### **Positions spéculatives encore très faibles en faveur d'une hausse du dollar**

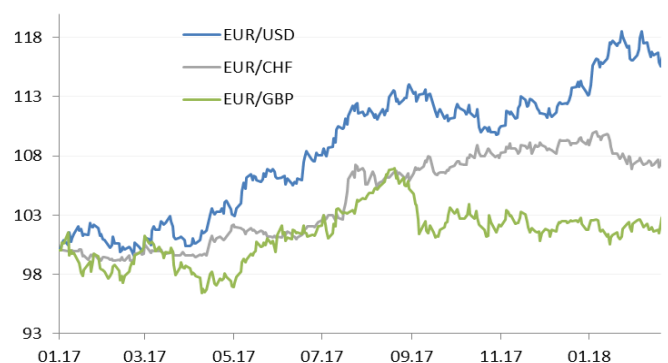
Dans cet environnement plutôt favorable au dollar, les positions spéculatives « long dollar index » reportées au CFTC sont encore faibles et se situent à des niveaux extrêmes de désintérêt. Pourtant, cet indicateur mériterait que l'on s'y intéresse de plus près car, au cours des dix dernières années, chaque hausse du dollar significative a été précédée par un ratio étonnamment déprimé. La dernière fois que le niveau actuel a été atteint en mars 2014, le dollar s'est apprécié de +25% en douze mois. On observe depuis quelques semaines un léger rebond de cet indicateur qui suggère le retour encore timide de positionnements positifs.

**Nous estimons qu'il est probable que le dollar renoue maintenant avec la hausse contre la plupart des devises principales et émergentes.**

### **La hausse de l'euro est justifiée mais elle devrait désormais être limitée**

La hausse de l'euro pose peut-être déjà un problème à la BCE, laquelle pourrait commencer à s'inquiéter de ses effets secondaires sur les perspectives d'inflation et sur le niveau de compétitivité de l'industrie européenne. Ainsi, si nous estimons que la hausse de l'euro a certainement atteint son zénith à court terme, l'amélioration indéniable des fondamentaux économiques et la perspective de renversement de politique monétaire renforceront dans un second temps l'intérêt des investisseurs pour la monnaie unique. L'évolution du taux de change euro/dollar a été une des tendances importantes en 2017 qui s'est prolongée au cours des dernières semaines. La hausse d'environ +15% de l'euro était certainement en partie due à la faiblesse du dollar, mais c'est avant tout l'amélioration des conditions économiques en zone euro qui a redonné de l'attrait à la monnaie unique. L'euro s'est ainsi apprécié contre de nombreuses monnaies et en particulier contre le franc. Nous avons prévu, dès le changement de politique monétaire de la BNS en 2015, que l'introduction de taux d'intérêt négatifs provoquerait à terme un désintérêt progressif pour le franc, qui pourrait pousser à nouveau le taux de change vers le niveau de 1.20. Malgré les bons résultats attendus de l'économie européenne en 2018, la phase de revalorisation de l'euro nous semble déjà assez largement engagée pour justifier quelques prises de profits. Globalement, nous estimons que la hausse de l'euro devrait donc perdre en intensité en première partie d'année 2018. Mais après cette période de stabilisation et de consolidation, il est probable que l'amélioration indéniable des fondamentaux économiques de la zone euro et la perspective de renversement de politique monétaire motiveront un nouvel intérêt des investisseurs pour la monnaie unique. Rappelons encore que l'excédent commercial de la zone euro a atteint 25 milliards d'euros, dont près de 20 milliards ont encore été générés par l'économie allemande, une économie qui se porte particulièrement bien et dont le taux de croissance pourrait atteindre +0.7% au 1<sup>er</sup> trimestre, soit +2.8% sur une base annuelle.

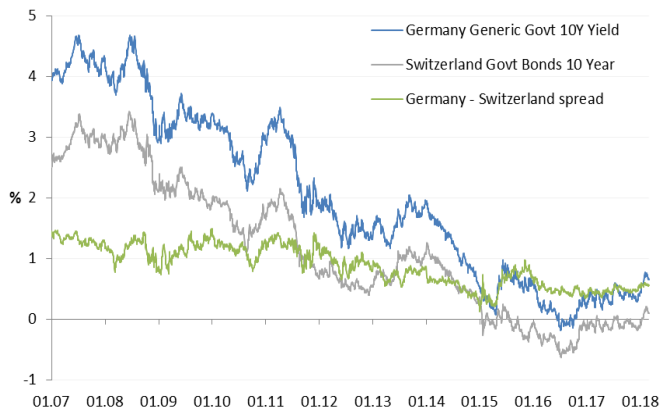
### **Taux de change EUR/USD, EUR/CHF et EUR/GBP (base 100)**



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

**Nous estimons toutefois qu'il est désormais plus probable de voir les taux se normaliser plus rapidement en zone euro qu'en Suisse et favoriser ainsi la devise européenne.**

### Différentiel de taux en euro et franc suisse (10 ans)



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

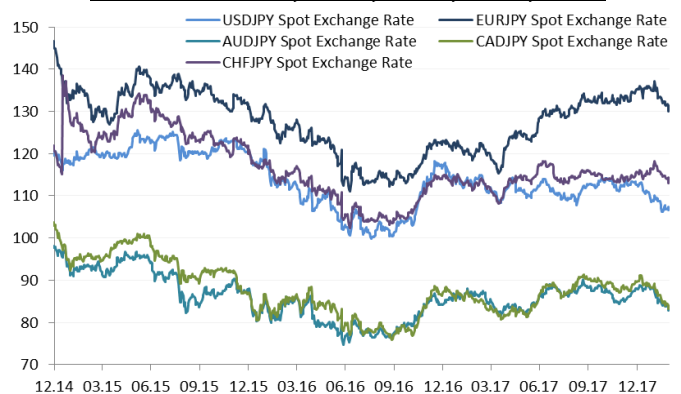
### **Le yen retrouve temporairement son caractère de monnaie refuge**

La Banque du Japon n'a toujours pas beaucoup plus de marge de manœuvre pour tenter d'atteindre son objectif d'inflation de 2% (CPI 1.4% en janvier). Elle n'a pas modifié son analyse des conditions économiques et poursuit sa politique monétaire de taux bas et d'injections monétaires. Elle espère toujours que la conjoncture japonaise sera suffisante pour permettre une hausse de l'inflation vers l'objectif souhaité. L'objectif de taux à court terme reste inchangé (-0.1%), comme celui de piloter les taux à 10 ans à un niveau proche de 0%. La corrélation observée avec les mouvements de taux longs impliquera un léger changement de définition des objectifs; la BoJ considérera sans doute le taux de 0% comme la limite basse de son objectif. Le président Kuroda ne modifiera certainement pas sa politique, laquelle devrait rester un facteur important dans le futur déclin de la devise nipponne. Nous sommes toujours d'avis que l'amélioration des fondamentaux n'aura pas d'impact immédiat sur le yen, qui demeurera certainement encore délaissé par les investisseurs, en raison d'un environnement de taux d'intérêt totalement défavorable. La politique gouvernementale cherche donc toujours à affaiblir le yen, alors que les différentiels de taux d'intérêt devraient s'accroître et pénaliser la monnaie nipponne. La mise en œuvre de la normalisation de la politique monétaire américaine ainsi que des perspectives de nouvelles hausses des taux longs aux Etats-Unis pèseront sans doute encore un peu sur le yen en 2018. L'affaiblissement du taux de change était l'un des éléments clés de la politique suivie par le gouvernement pour relancer l'inflation et les

exportations. Cette politique reste néanmoins d'actualité. Le changement de politique monétaire n'est effectivement pas pour 2018, même si on constate que la BoJ a sensiblement réduit le rythme de ses achats de titres au point que son bilan a enregistré sa première contraction presque imperceptible en décembre. Nous ne pensons pas que cet événement soit déjà annonciateur d'une nouvelle politique monétaire, même si le gouverneur Kuroda a récemment annoncé qu'il normaliserait sa politique si l'objectif d'inflation était atteint.

**Le yen a profité de son statut de valeur refuge ces dernières semaines, mais il devrait cependant s'affaiblir à nouveau et s'approcher du haut de sa bande de fluctuation des douze derniers mois (USD 110, CHF 110, Euro 135) au cours des prochains trimestres.**

### Yen contre USD, EUR, AUD, CAD, CHF



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

### **Retour des incertitudes pour la Livre sterling**

La devise britannique n'a pas réellement été perturbée par les vicissitudes des négociations du dernier trimestre 2017 au sujet du Brexit, mais il pourrait bien en être autrement au cours des prochains mois. La relative stabilité de la Livre, en particulier contre l'euro, pourrait en effet faire place à un retour de la volatilité et une correction sensible. L'Union européenne a publié une ébauche du traité de séparation avec le Royaume-Uni qui ne manquera pas de mettre en évidence à nouveau les divergences existantes, encore parfois inconciliables, tant entre les deux parties qu'au sein même de la classe politique britannique. Les « lignes rouges » de Londres concernant les questions liées à l'Union douanière et au marché unique posent des problèmes difficiles à résoudre, notamment entre l'Irlande du Nord et l'Irlande avec le spectre de la réintroduction d'une frontière physique.

**L'incertitude est donc de retour et devrait plutôt peser sur la Livre. Le taux de change pourrait bien glisser à nouveau et tomber à 1.07 contre euro, 1.30 contre USD et 1.25 contre le franc.**



## Nouvelle hausse probable pour le dollar australien

Le dollar australien a été relativement volatile en 2017 et, s'il a finalement progressé de +6% contre le dollar américain, il s'est plutôt déprécié contre l'euro et le yuan, tout en restant assez stable contre le franc, avant de s'affaiblir globalement dans la correction des marchés financiers de ce début d'année. La banque centrale australienne pourrait cependant bien surprendre en montant ses taux directeurs pour la première fois en juin, en raison de l'excellente performance économique et d'un marché du travail tendu. La hausse des matières premières attendue pour 2018 devrait aussi contribuer à l'évolution positive du dollar australien.

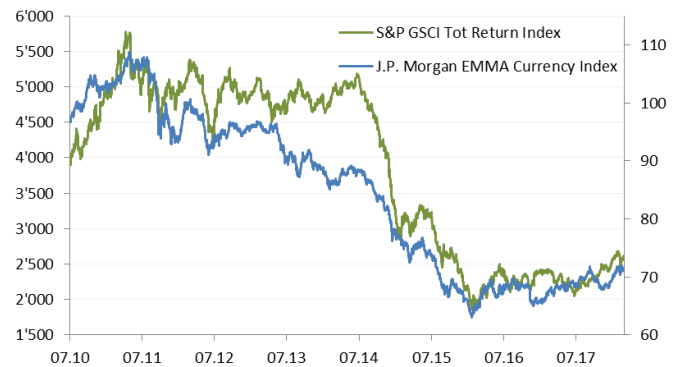
## Surprises positives pour les couronnes norvégienne et suédoise

En Europe, les couronnes norvégienne et suédoise pourraient aussi s'apprécier contre le dollar et l'euro. Les taux directeurs en Suède pourraient aussi être remontés plus rapidement qu'escompté en 2018, en regard de la croissance du PIB de +3.3% en 2017. Un réajustement des taux directeurs serait une surprise pour une devise qui semble, par ailleurs, parmi les plus sous-évaluées en termes réels. La Riksbank pourrait même ajuster à plusieurs reprises ses taux directeurs, augmentant ainsi l'attrait de la couronne suédoise.

## Scénario favorable pour les devises émergentes et celles liées aux matières premières

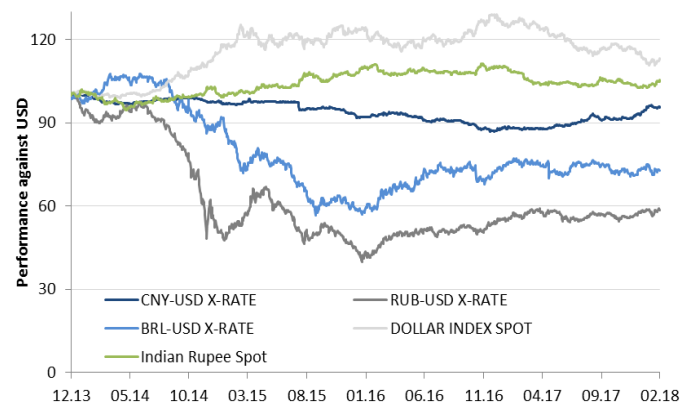
En Russie, au Brésil, en Indonésie et plus généralement dans les pays producteurs de matières premières, le rebond des cours des métaux industriels, des métaux précieux et des cours du brut ont renversé les tendances baissières et amorcent de nouvelles tendances plus soutenues. L'amélioration du contexte général induite par le rebond des matières premières et des perspectives économiques mondiales plus solides aura un effet positif croissant sur la valorisation de ces devises. Dans ces pays, contrairement aux situations décrites plus haut, c'est la conjonction de facteurs tels que l'amélioration de la croissance du PIB, couplée à un meilleur contrôle de l'inflation et à une baisse des taux directeurs, qui soutiendra la hausse des taux de change.

## Matières premières et devises émergentes



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

## Monnaies émergentes (rebasé à 100)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La correction de certaines monnaies enregistrée depuis l'émergence de la volatilité en février n'a pas été excessive, comme c'est pourtant souvent le cas lors d'augmentations brutales de la volatilité et des incertitudes dans les marchés financiers. La résilience actuelle est aussi un signe plutôt favorable qui corrobore notre analyse que l'évolution positive des matières premières et une amélioration générale des conditions économiques internationales auront encore une influence bénéfique sur la valorisation de ces devises.

**Lorsque la volatilité et la consolidation actuelle des marchés actions se normaliseront, on peut estimer que les devises émergentes retrouveront une tendance haussière.**

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

**Information importante :** Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

**BBGI Group**  
Rue Sigismund Thalberg 2  
1201 Genève - Suisse  
T +41225959611 F +41225959612  
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch