



Plus longue séquence de hausse du \$ depuis 1982 : +28% en 4 ans

Le dollar reste encore la devise favorite des investisseurs. Baisse historique du yen. L'euro attend encore son heure. Appréciation des devises émergentes. La BNS toujours en action.

Points clés

- L'euphorie gagne le dollar après les élections présidentielles
- Le choc de taux généralement favorable au billet vert peut développer de nouveaux effets
- Le dollar reste la devise favorite des investisseurs
- Baisse historique du yen en novembre 2016
- L'euro attend encore son heure
- La livre sterling reste sous pression mais le pire est sans doute passé
- La hausse des matières premières profitera à de nombreuses devises
- La BNS intervient sur les marchés des changes pour contrer la baisse du différentiel de taux
- Positions spéculatives au plus haut
- Attention aux risques de perte de « momentum » du dollar

L'euphorie gagne le dollar US après les élections présidentielles

Les élections présidentielles américaines ont provoqué des ajustements d'anticipations qui n'ont pas manqué d'affecter rapidement les marchés des changes et l'évolution du dollar américain en particulier.

Déjà considéré comme l'une des monnaies favorites des investisseurs, le dollar a très nettement bénéficié du changement d'appréciation des investisseurs relatif à la croissance économique, aux anticipations d'inflation et aux futurs mouvements de taux d'intérêt.

Un nouveau paradigme s'est rapidement constitué favorisant encore un peu plus la devise américaine.

Les cours du dollar ont bondi de près de +6% en quelques semaines pour terminer l'année sur une hausse de +3.6% contre un panier de devises. L'indice USD Trade Weighted enregistré de fait en 2016 sa quatrième année de hausse consécutive, pour s'apprécier globalement de +28% et par là-même sa plus forte progression séquentielle depuis 1982.

Nos prévisions pour la devise américaine étaient positives et nous nous attendions bien à une poursuite de la hausse du dollar après la période de pause de mars 2015 à septembre 2016. Elle s'est donc matérialisée essentiellement après l'annonce de la victoire républicaine en novembre en s'approchant rapidement de notre objectif de 1.05 contre le franc suisse par exemple.

Dollar Trade Weighted



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Un choc de taux favorable au billet vert

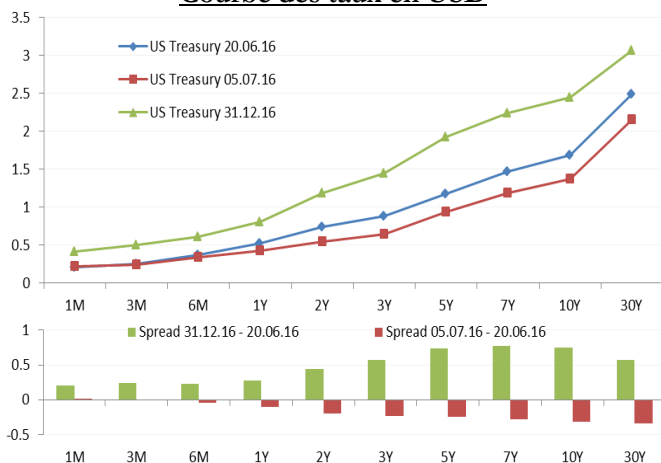
La Réserve fédérale américaine n'a finalement pas dû s'inquiéter de l'élection de Donald Trump, pourtant souvent perçue comme un véritable saut dans l'inconnu par la très grande majorité des analystes. La réaction sereine des marchés actions suite à cette élection a rassuré et sans doute même abaissé le niveau d'incertitude,

autorisant la Fed à agir conformément à ses anticipations. Très rapidement, il est apparu que la banque centrale américaine procéderait enfin à la normalisation de sa politique monétaire en décembre en montant de 0.25% ses taux directeurs, après avoir trop longtemps dû retenir son action en raison notamment des incertitudes liées au Brexit.

La normalisation de la politique monétaire par la hausse des taux courts est clairement un facteur important soutenant la demande pour la devise américaine et la valorisation relative du dollar. Pour 2017, nous attendons désormais une poursuite de cette politique de normalisation, qui devrait se concrétiser par deux nouvelles hausses potentielles.

Les taux à trois mois en dollar ont progressé de 30 points de base au deuxième semestre, accroissant encore un peu plus les différentiels déjà favorables à la devise américaine. Mais c'est sans doute plus encore la hausse marquée des taux longs en dollar qui soutient le billet vert, car les différentiels de taux à dix ans se sont aussi accrûs.

Courbe des taux en USD



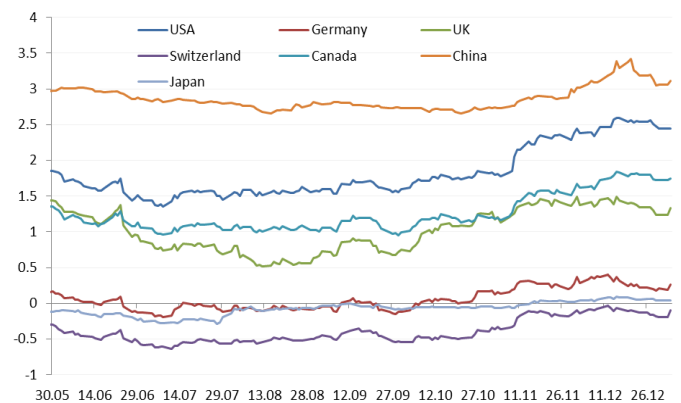
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Depuis les points bas atteints après le Brexit, les taux américains se sont surtout tendus sur la partie longue, suite à l'élection présidentielle, reflétant les nouvelles anticipations de croissance et de reprise de l'inflation liées au programme économique républicain. La hausse des taux à dix ans du gouvernement américain observée entre le point bas de juillet et la fin du mois de décembre 2016 a été de 110 points de base, ce qui constitue l'un des plus forts mouvements observés sur les marchés de taux.

L'ajustement des anticipations s'est en effet transmis à l'ensemble des marchés. Un peu partout, les taux longs ont suivi le même chemin en remontant significativement dans le sillage des taux américains. Mais si la corrélation s'est avérée élevée, le rythme de

hausse n'a pas été similaire. Les deux principales devises, l'euro et le yen, mais aussi le franc suisse, ont en effet vu la hausse de leurs taux respectifs se limiter à moins de 50 points de base, accroissant de facto le différentiel de taux d'intérêt en faveur du dollar.

Corrélation élevée sur les marchés de taux



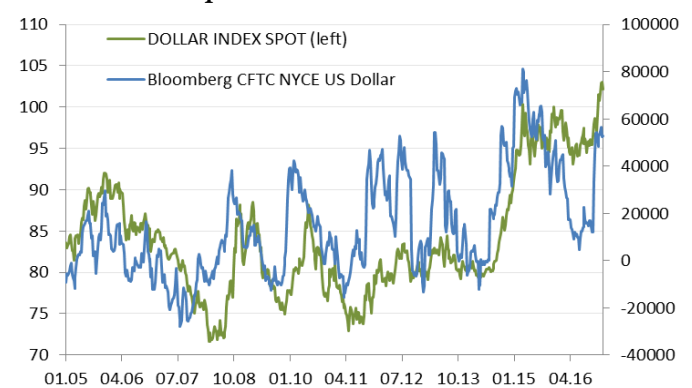
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Entre le point bas de juillet et la fin du mois de décembre, la hausse des taux longs s'est limitée à +0.4% pour l'euro, +0.5% pour le franc et à +0.35% pour le yen.

Le dollar reste la devise favorite des investisseurs

Il est probable que le « momentum » de l'économie et de la hausse des taux soit encore pour un temps en faveur du dollar, mais cette situation pourrait évoluer en 2017. Les positions spéculatives avaient déjà atteint un niveau historiquement élevé lors de la poussée haussière du dollar en 2014-2015. Elles sont à nouveau très élevées après la progression récente, suggérant que le positionnement moyen des investisseurs est déjà très optimiste.

Positions spéculatives CFTC – Dollar Index



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Si le dollar pourrait bien rester fort au cours des prochains mois, nous estimons toutefois que son potentiel de progression est désormais réduit, notamment contre l'euro et le yen.

Baisse historique pour le yen en novembre 2016

La BoJ voulait renforcer sa politique d'affaiblissement du yen jugée indispensable à la reprise économique durable au Japon. Elle s'était engagée à ne pas interrompre son effort jusqu'à ce que son objectif d'inflation de +2% soit atteint et dépassé. Nous estimions qu'une forte baisse du yen était nécessaire en 2017 pour espérer atteindre ce but. C'est maintenant chose faite grâce à l'élection de Donald Trump. La capacité d'action de la BoJ était quasi inexistante, cette dernière sera cette fois sauvée par un facteur externe ayant provoqué une baisse mensuelle historique du yen de -9.2% contre le dollar, qui porte à -17% la dévaluation de la devise japonaise en seulement trois mois. Nous relevions précédemment que la hausse du yen de près de +17% en six mois n'était pas justifiée par les fondamentaux économiques du pays et n'était de fait pas soutenable dans le contexte de faiblesse conjoncturelle actuel. Nous anticipions une correction qui devait replacer le yen entre 110 et 115 contre le dollar¹ en indiquant que le dernier trimestre devait donc être celui d'une faiblesse du yen. Nous estimons maintenant que le taux de change pourrait temporairement atteindre 120 yen avant de se stabiliser.

L'euro attend encore son heure

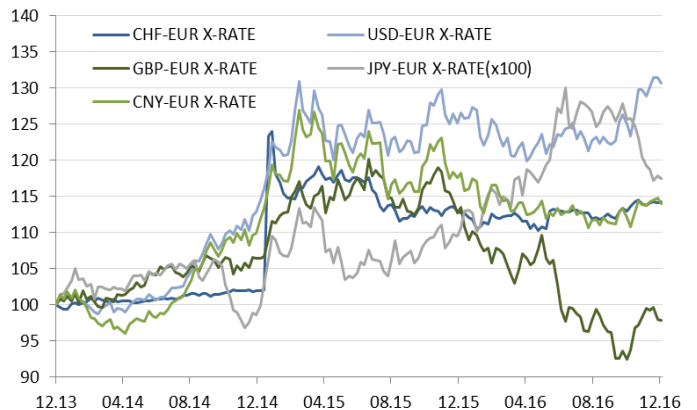
En Europe, le Brexit avait soulevé de nouvelles craintes de contagion du vote britannique à d'autres pays et d'une perte de crédibilité internationale de l'euro. Au cours des derniers mois, les économies européenne et britannique ont montré une certaine résilience et les indicateurs avancés pointent plutôt vers une poursuite de l'amélioration de la conjoncture. Nous maintenons notre vision au sujet de la politique de taux menée par la BCE, facteur négatif pour l'euro : celle-ci est certainement en train de toucher ses limites, alors que la banque centrale confirme qu'elle poursuivra plus longtemps, comme nous l'attendions, son programme d'injections monétaires. Le premier semestre 2017 devrait donc encore être caractérisé par des taux directeurs inchangés et par de nouvelles baisses de taux longs. La hausse des taux longs qui s'est inscrite dans la tendance des taux américains en novembre constitue selon nous une opportunité pour la BCE d'agir dans d'excellentes conditions pour peser sur le niveau des taux longs. Nous estimons toutefois que cette baisse n'atteindra pas les niveaux historiques de 2016. Dans ce contexte, l'euro devrait rester faible contre dollar et pourrait toucher temporairement la parité.

Le « momentum » économique semble toujours être favorable aux Etats-Unis et il faudra certainement

attendre une accélération de la conjoncture pour qu'un renversement de tendance puisse se concrétiser en faveur de l'euro.

La devise européenne devrait rester dans une bande de fluctuation comprise entre 1.05 et 1.15 avant de s'apprécier dans un deuxième temps.

Devises contre euro (CHF, \$ livre, yen et yuan)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La livre sterling reste sous pression mais le pire est sans doute déjà passé

Le choc du Brexit a provoqué un ajustement brutal de la livre, qui a fait place à une stabilisation du change. Le calendrier de l'activation de l'article 50 et du début des négociations reste très incertain. Un divorce à l'amiable serait certes plus confortable pour tous, mais les intérêts peuvent diverger et les opinions publiques s'opposer. Dans l'attente du début des négociations, il nous semble probable que la livre se stabilise contre le dollar et l'euro.

La hausse des matières premières profitera à de nombreuses devises

En Australie, au Canada 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 de 26.5\$ à plus de 50\$ a renversé les tendances baissières établies sur les cours de leurs devises depuis quelques années. Les dollars australien et canadien s'apprécient contre la plupart des devises à l'exception du dollar US, en progression depuis quelques semaines. Les devises particulièrement liées à l'évolution des cours du brut se sont également nettement appréciées, y compris contre le dollar. Le rouble termine l'année en hausse de +16%. Le peso mexicain fait exception et ne suit pas la même tendance en raison des craintes liées aux déclarations de Donald Trump concernant les futures relations avec le Mexique.

¹ Stratégie trimestrielle BBGI – 30.09.2016

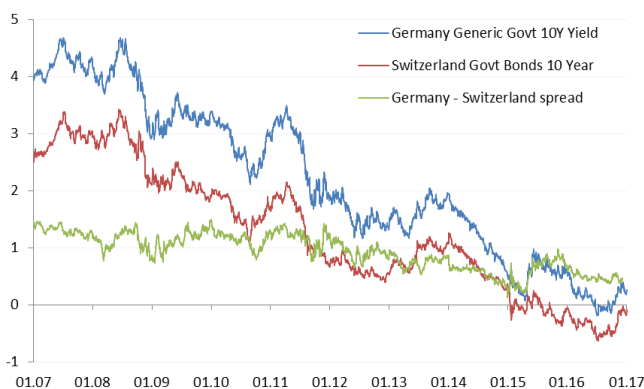
L'amélioration du contexte général induite par le rebond des matières premières et des perspectives économiques mondiales plus solides aura un effet positif croissant sur la valorisation des devises émergentes (JPM EMCI) contre les principales devises. En 2016, les devises émergentes enregistraient une hausse de +3.5% contre le dollar américain, de +6.6% contre euro, de +0.4% contre le yen et +0.7% en yuan. A court terme, les risques de tensions liées aux éventuelles renégociations d'accords de libre-échange nous semblent surestimés. Les devises émergentes devraient donc profiter d'un climat économique plus favorable en 2017 et s'apprécier sélectivement contre la plupart des principales devises.

La BNS intervient sur le marché des changes pour contrer la baisse du différentiel de taux

La tâche de la BNS reste difficile dans le contexte économique et politique actuel encore très contrasté. Elle devrait toutefois être facilitée dans les prochains mois par la poursuite de la tendance haussière des taux longs constatée à la suite de l'élection présidentielle américaine.

L'amélioration des perspectives économiques, si elle se confirme en 2017 pour les Etats-Unis et pour l'économie mondiale, devrait effectivement renforcer la tendance haussière des taux longs. La politique de la BNS reste inchangée en ce début d'année 2017, les taux directeurs négatifs visent toujours à provoquer un différentiel de rendement défavorable au franc.

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



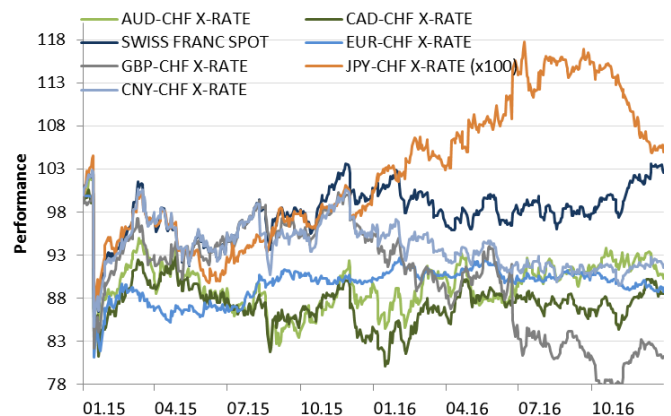
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Les différentiels de rendement entre le dollar et le franc se sont récemment envolés et soutiennent la progression du dollar. Ils se sont, au contraire, effrités un peu plus en ce qui concerne les taux en euro, pénalisant ainsi le taux de change. La BNS doit rester patiente, dans l'attente d'une amélioration conjoncturelle plus nette en Europe qui provoquerait enfin une remontée des taux d'intérêt.

Nous estimons qu'elle ne prendra pas le risque d'abaisser à -1% son taux directeur, mais qu'elle privilégiera une politique ponctuelle d'interventions par des achats d'euros pour soutenir le niveau du franc. Les réserves de devises de la BNS ont encore progressé en novembre pour atteindre 648 milliards de francs. Elle a dû agir plus fortement après les élections, car l'on observe une progression mensuelle des réserves bien supérieure aux achats des précédents mois (17 milliards).

Nous estimons toujours que le franc devrait perdre de son attrait au cours des prochains trimestres. Nos prévisions sont de 1.15 contre euro et de 1.05 contre dollar.

Evolution des 7 principales devises contre CHF (rebasé à 100)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Conclusion

Le « momentum » du dollar devrait faiblir. Les devises émergentes et celles liées aux matières premières profiteront d'une meilleure conjoncture en 2017. La patience est de mise pour la BNS, qui devra encore soutenir ponctuellement le franc contre euro.

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 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 Sigismond Thalberg no 2
 1201 Genève -Suisse
 T: +41225959611 F: +41225959612
 info@bbgi.ch - www.bbgi.ch