



## La trêve s'est installée et perdure dans le marché des changes

**Le dollar reste la devise favorite. Le yuan est maintenant une devise de réserve. L'heure de l'euro n'est pas venue. La BOJ doit affaiblir le yen. Nouveau plancher pour le franc à 1.08.**

### Points clés

- La trêve s'est installée dans le marché des changes
- Le dollar américain reste la devise favorite des investisseurs
- L'heure de l'euro n'est pas encore venue
- C'est effectif depuis septembre, le yuan est une monnaie de réserve internationale
- Le yuan devrait s'apprécier en fonction de la demande d'investissement et de diversification
- La banque centrale japonaise veut à tout prix affaiblir le yen
- La livre sterling reste sous pression mais le pire est peut-être déjà passé
- Les devises liées aux matières premières profitent du renversement du cycle
- Franc suisse : nouveau plancher à 1.08 ?

### La trêve s'est installée dans le marché des changes

Le marché des devises n'a pas été fondamentalement déstabilisé par le Brexit, même si une certaine volatilité s'est naturellement exprimée à la suite de ce vote historique. Toutes les devises se sont en effet appréciées contre la livre sterling, à commencer par le yen (+17%), le dollar (+13%), le franc (+12%) et le yuan, puis l'euro 11%. C'est étonnamment le yen qui a le plus bénéficié d'un « flight to safety ». Le Brexit n'a donc pas eu d'effet majeur sur les « cross rates » qui sont restés relativement stables.

Les trois derniers mois ont été marqués par une accalmie, comme une trêve dans la guerre des devises. C'est d'ailleurs ce que nous anticipions en raison notamment de la diminution des incertitudes économiques et du retour de la confiance des investisseurs. Le taux de change principal euro/dollar

n'a de fait que peu fluctué autour de sa valeur centrale de 1.12. En toute logique, la livre sterling a d'abord été fortement sous pression, mais celle-ci a diminué au cours de l'été. L'incertitude n'a pas disparu, mais la livre a semblé trouver une zone de soutien à court terme. En l'absence d'un élément déclencheur positif, elle devrait certainement d'abord entrer dans une phase plus durable de stabilisation avant de pouvoir se relever.

Parmi les faits marquants, l'introduction effective du yuan dans les DTS (Droits de tirage spéciaux) et dans le club fermé des devises de réserves monétaires internationales est certainement un événement majeur. Le yuan devrait selon nous en bénéficier et plutôt s'apprécier en fonction de l'évolution de la demande d'investissement et de diversification.

Pour beaucoup, l'autre événement étonnant s'est également produit en Asie. La hausse du yen d'environ +17% en 2016 est effectivement difficilement conciliable avec les fondamentaux du Japon. Elle est même antinomique puisque la vigueur du yen contrarie les objectifs de la BOJ et pénalise les perspectives de croissance. A l'exception de la devise japonaise, appelée selon nous à s'affaiblir sensiblement ces prochains mois, nos perspectives pour la plupart des devises principales favorisent une baisse de la volatilité.

### Le dollar américain reste la devise favorite des investisseurs

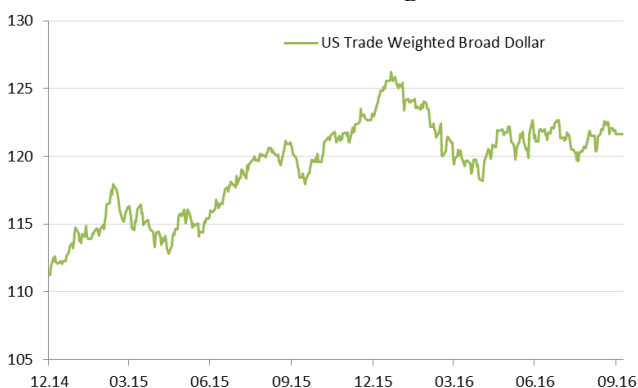
La relative stabilité de l'indice dollar « trade-weighted » en 2016 contraste avec son appréciation en 2014 et en 2015. Depuis le 2ème trimestre 2015, le dollar américain digère naturellement sa progression de +25% contre un ensemble de devises pondérées. L'appréciation du dollar « trade-weighted » a en effet été suivie d'une période de consolidation au sein d'une bande de fluctuation comprise entre 95 et 100. Le billet vert s'est donc globalement

stabilisé à un niveau élevé dans l'attente de nouvelles économiques confirmant les anticipations d'accélération conjoncturelle et de normalisation des taux d'intérêt.

L'année 2016 n'a pourtant pas apporté, pour l'instant, les confirmations attendues sur le plan économique. Si la croissance est bien au rendez-vous, les chiffres du PIB n'ont en fait pas été exceptionnels et ne sont pas à la hauteur des anticipations. Dans ce contexte, l'évolution de la politique monétaire, qui devait être le deuxième facteur de soutien du dollar, a plutôt été décevante pour ceux qui espéraient des hausses de taux en 2016. En effet, les perspectives de quatre hausses de taux directeurs de 0.25% chacune devaient renforcer l'attrait relatif du dollar. Au lieu de cela, à quelques semaines de la fin de l'année, aucune hausse n'a encore été enregistrée. Ces facteurs expliquent la consolidation globale en cours de la devise américaine. Celle-ci est pourtant toujours perçue comme étant en avance sur le cycle conjoncturel global, ce qui justifiait l'intérêt des investisseurs pour le dollar.

La dernière baisse des taux longs en dollars consécutive au Brexit, couplée à la décision de la Réserve fédérale de ne pas normaliser sa politique monétaire avant une reprise plus nette de l'inflation, soutiendra le renforcement du cycle conjoncturel en cours aux Etats-Unis, et dans un second temps le dollar. A court terme, la stabilisation devrait se poursuivre, mais le dollar devrait s'affaiblir contre le yen et les devises émergentes liées aux matières premières. Le 8 novembre, un facteur d'incertitude de taille pourrait toutefois renverser la tendance prévue. L'élection, bien que très improbable, de Donald Trump ne serait en effet certainement pas perçue comme un élément positif pour le dollar.

### **Dollar Trade Weighted**



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

### **L'heure de l'euro n'est pas encore venue**

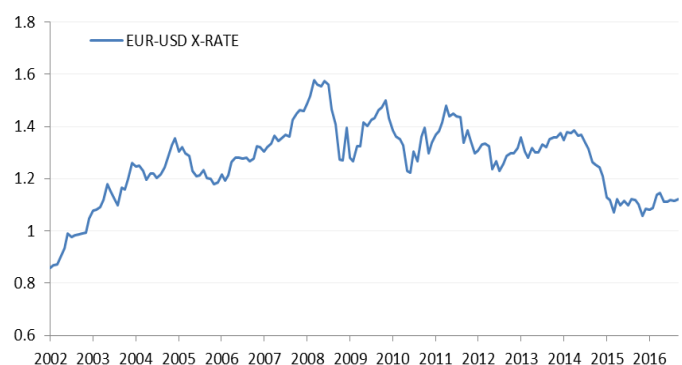
En Europe, le Brexit a tout d'abord fait craindre une perte de crédibilité internationale de l'euro en raison du risque de contagion du vote britannique à d'autres pays de l'UE, mais aussi en raison des nouveaux doutes

affectant les perspectives économiques. Ces risques sont désormais jugés moins élevés, notamment après la résilience observée dans les statistiques économiques européennes et en particulier dans le rebond sensible de la confiance des consommateurs. Les risques qui pesaient sur la croissance de la zone euro sont désormais considérés comme moins importants. La politique de taux zéro menée par la BCE, facteur négatif pour l'euro, est certainement en train de toucher ses limites.

**Il apparaît de plus en plus clair que le secteur bancaire a de la peine à s'adapter à cette politique qui fragilise d'une certaine manière le système financier. Un engagement plus profond dans une politique de taux négatifs (NIRP), qui pourrait encore pénaliser l'euro, n'est plus souhaité.**

La question récemment soulevée d'un éventuel ralentissement du programme de QE de la BCE nous semble par ailleurs peu crédible. Selon nous, la BCE ne devrait pas s'engager rapidement plus loin dans de nouvelles baisses de taux directeurs. Elle poursuivra par contre plus longtemps son programme d'injections monétaires en attendant d'observer les effets attendus sur la relance du crédit et de la consommation. Rien de très nouveau à attendre donc de ce côté. L'euro devrait rester faible contre dollar, à moins qu'une accélération de la conjoncture ne se manifeste plus rapidement en Europe qu'aux Etats-Unis.

### **Taux de change EUR/USD**



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

### **Depuis octobre, le yuan est une monnaie de réserve internationale**

Nous l'avions largement commenté il y a quelques mois déjà lors de l'annonce de la décision du FMI d'intégrer le yuan au sein des monnaies de réserve, c'est désormais une réalité à compter de cette fin de trimestre. Le FMI a donc officiellement intégré le yuan comme cinquième monnaie au sein de son panier de devises correspondant aux droits de tirage spéciaux (DTS). Jusqu'à présent, seuls le dollar, l'euro, la livre et le yen en faisaient partie. Les actifs

chinois libellés en yuan seront désormais vus sous un angle un peu différent par un nombre toujours plus important d'investisseurs. Parmi eux, les banquiers centraux en charge de l'allocation des réserves de devises de leurs institutions seront certainement les premiers intéressés et concernés. Mais auront-ils intérêt à diversifier leurs actifs en yuan et quelles seront leurs motivations pour le faire ?

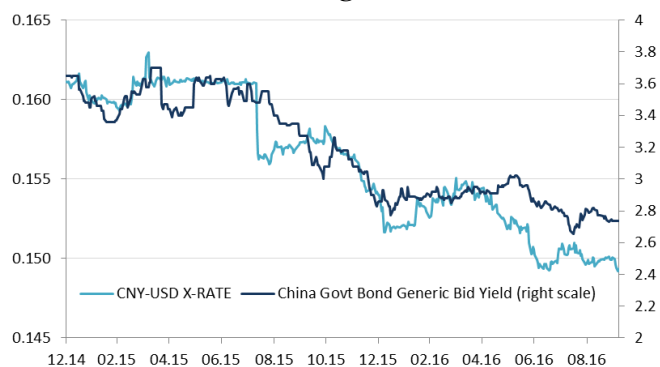
L'introduction du yuan dans les DTS est une petite révolution aux implications potentielles très importantes. Mais elle est essentiellement due au développement particulièrement rapide de l'utilisation du yuan dans les échanges commerciaux mondiaux, principalement dans le secteur des matières premières. Le challenge des autorités chinoises consiste désormais à confirmer le statut du yuan comme monnaie d'échange crédible et accessible à une large frange d'investisseurs. Pour cela, rappelons quelques critères sans doute importants à respecter.

Du point de vue du FMI, la transparence des données de marché et la réelle convertibilité du yuan sont des éléments clés. Les autorités en sont conscientes et elles œuvreront certainement dans cette direction comme le montrent les fluctuations de la devise chinoise depuis quelques années et plus nettement encore ces derniers douze mois. L'accès au marché chinois s'est un peu libéralisé et les investisseurs étrangers institutionnels, les banques et banques centrales peuvent plus aisément se porter acquéreurs d'actifs en yuan. Le développement de l'accès aux obligations d'état en yuan et à des certificats en yuan permettra de juger de la demande et de son évolution prochaine.

Nous l'avions déjà commenté, la politique du gouvernement chinois était de transformer le yuan en devise de réserve pour lui donner une crédibilité correspondant au poids économique et politique du pays. Le chemin de l'internationalisation du yuan est donc tracé. Les autorités ont une stratégie établie, ils testent maintenant l'appétit des investisseurs internationaux pour évaluer les chances de succès de leur politique.

En termes de « timing », la disparition du rendement obligataire dans de nombreux marchés de taux est une aubaine pour l'introduction de produits alternatifs tels que les produits de taux du gouvernement chinois en yuan, dont les rendements sont aujourd'hui proches de 2.7%. Le potentiel de hausse de la demande d'investissement est extrêmement important et s'additionne à la tendance forte et soutenue par le gouvernement de favoriser l'utilisation du yuan dans les échanges internationaux de la Chine. La devise chinoise devrait plutôt profiter d'une hausse de la demande et s'apprécier contre le dollar et l'euro.

### **Rendement à 10 ans du gouvernement chinois et taux de change CNY/USD**



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

### **La banque centrale japonaise veut à tout prix affaiblir le yen**

La BOJ renforce sa politique d'affaiblissement du yen indispensable à la reprise économique durable du Japon. Elle s'est engagée à ne pas interrompre son effort jusqu'à ce que son objectif d'inflation de +2% soit atteint et dépassé. Cet objectif ne sera pas atteint en 2016 et une forte baisse du yen nous semble nécessaire en 2017 pour espérer atteindre son but. Sa capacité d'action est cependant réduite et les indices de prix devront sans doute attendre le 1er trimestre 2017 pour que l'effet de base positif sur les cours du brut, au plancher en janvier 2016, puisse pousser les chiffres de l'inflation dans le bon sens.

Nous pensons toutefois que la hausse du yen de près de +17% en six mois n'est pas justifiée par les fondamentaux économiques du pays et n'est de fait pas soutenable dans le contexte de faiblesse actuelle. Nous anticipons une correction qui devrait replacer le yen entre 110 et 115 contre le dollar. Le triple test du niveau de 100 yens pour un dollar semble avoir été couronné de succès pendant l'été. Le dernier trimestre devrait être celui du rebond du yen.

### **La livre sterling reste sous pression mais le pire est peut-être déjà passé**

Le choc du Brexit a provoqué un ajustement brutal de la livre, qui a fait place à une stabilisation du change depuis trois mois. Nous savons désormais que la Première ministre activera l'article 50 en mars 2017 ou peut-être même un peu plus tard, ce qui laisse d'ici là assez de temps pour se poser la question des futures relations économiques entre le Royaume-Uni et l'Union européenne.

Un divorce à l'amiable serait certes plus confortable pour

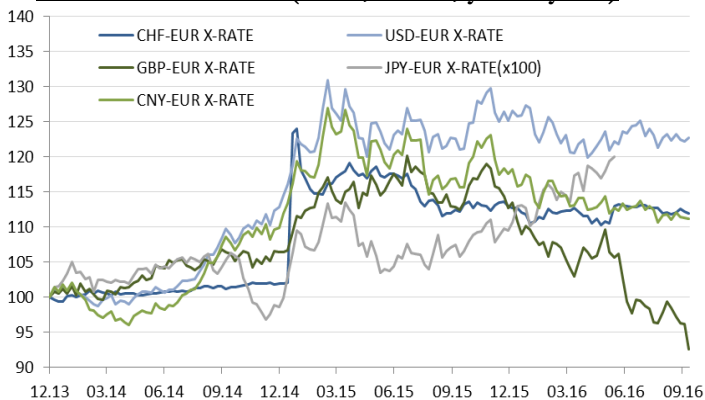
tous, mais les intérêts peuvent diverger et les opinions publiques s'opposer. Dans l'attente du début des négociations, il nous semble probable que la livre fluctue dans une marge comprise entre 1.27 et 1.35 contre le dollar, respectivement 1.13 et 1.20 contre l'euro.

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. Le dollar australien, en chute de -38% depuis 2011, a enregistré un rebond de +12%.

Constat similaire pour le dollar canadien en hausse de +11%, après une longue baisse de -55%, ou pour le real brésilien en rebond de +23% après une chute de -63%. Les devises liées aux cours du brut ont également rebondi, comme le rouble (+22%) ou le peso colombien (+15%).

L'amélioration du contexte général induit par le rebond des matières premières a eu un effet positif large sur la valorisation des devises émergentes (JPM EMCI), qui enregistrent leur plus fort rebond (+8%) depuis le début de la tendance baissière globalement enclenchée en 2011. Ces devises se sont aussi stabilisées au cours de l'été dans l'attente d'une confirmation de la reprise du cycle des matières premières.

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



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

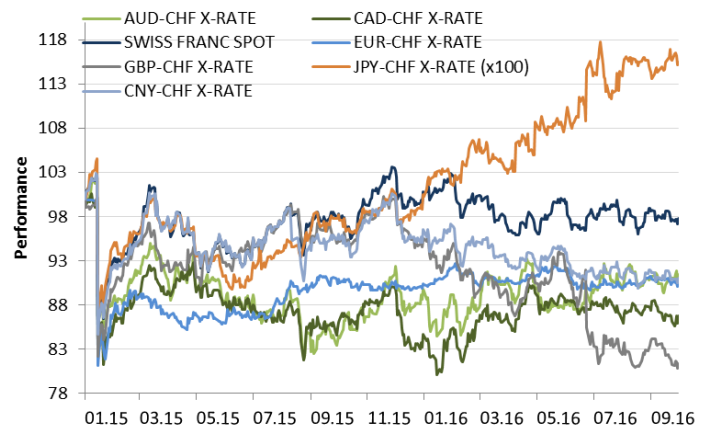
### Franc suisse : nouveau plancher à 1.08 ?

Les incertitudes du Brexit sont toujours présentes, mais l'inquiétude ayant favorisé le « flight to quality » sur le franc semble avoir disparu. Une certaine stabilisation semble se mettre en place sur les taux de change USD/CHF, EUR/CHF et sur la livre. La politique de la BNS reste inchangée, les taux directeurs négatifs visent toujours à provoquer un différentiel de rendement défavorable au franc et ses interventions ont permis à notre monnaie de rester durablement au-dessus du niveau de 1.08 contre l'euro. La BNS s'est-elle fixée un nouveau niveau plancher d'intervention à 1.08 ?

Les réserves de la BNS ont progressé de 11 milliards en août à 626 milliards, après de plus petites interventions en juillet (6 milliards) et en juin (7 milliards). En terme nominal, le différentiel de rendement entre les taux du Bund et ceux de la Confédération à dix ans est resté stable en 2016 autour de 0.5%, mais le différentiel des taux à 3 mois s'est régulièrement effrité pour se stabiliser à environ 40 points de base. Ce facteur n'a pourtant pas pesé sur l'évolution du change ces derniers mois.

Le différentiel de rendements réels sera peut-être un nouvel élément favorisant un affaiblissement du franc. Nous estimons toujours que le franc devrait perdre de son attrait au cours des prochains mois. 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 SA

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