

ANALYSE HEBDOMADAIRE

Devises: Fondamentaux en faveur de l'USD et du CHF

8 mai 2012



Focus : Mais la Fed et la BNS en ont probablement décidé autrement

Points clés:

- Le cycle conjoncturel américain maintiendra son avance sur la conjoncture en Europe
- Difficile de développer plus de politique de croissance et moins d'austérité en Europe
- La BCE nécessairement sur la voie de la FED

L'USD et le CHF devraient bénéficier de fondamentaux solides, mais les banques centrales veillent aux risques d'appréciation non souhaités

Euro: Elections, chute des Purchasing Managers Index (PMI) et nouvelles attentes d'une action de la BCE devraient déprimer l'euro

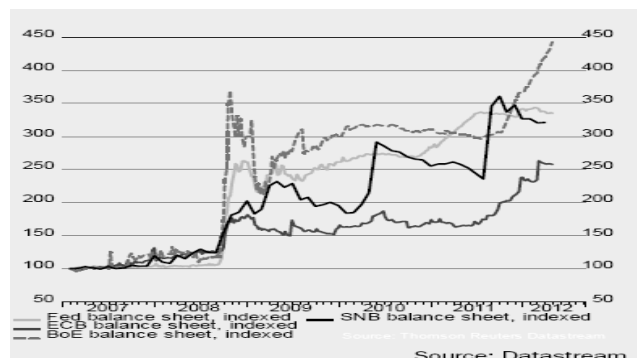
L'élection de François Hollande était anticipée mais son impact réel sur la stabilité et le coût de financement global en Europe est encore loin de pouvoir être estimé à sa juste mesure. Les élections en Grèce également montrent, si besoin était, que l'austérité seule n'est pas une option sans danger. Les premiers mots du nouveau président n'ont pas manqué de s'adresser aussi aux autres pays et peuples de l'union en espérant développer une dynamique politique socialiste européenne. De quoi inquiéter les investisseurs qui souhaitent avant tout une amélioration de la compétitivité européenne plutôt qu'un gonflement du secteur public et une hausse des impôts.

Dans ce contexte politique pour le moins incertain, les derniers chiffres du PMI publiés pointent plutôt vers une rechute de l'activité industrielle en Europe. L'indicateur global des directeurs d'achat (PMI) du mois d'avril montre un nouveau déclin à 46.7, en-dessous du niveau de 50 suggérant ainsi une dégradation des conditions économiques. Des données qui confirment pourtant les attentes négatives de la plupart des économistes.

La crise de la dette n'est de loin pas terminée en Europe et les derniers événements du week-end ne réduiront pas ces inquiétudes. Par ailleurs, la question de la valorisation de l'euro apparaît de plus en plus nettement comme un moyen pour sortir la zone euro de sa crise, à moins que cela ne soit naturellement que la conséquence logique à sa plus faible compétitivité. **Il faudrait dans ce cas que l'euro se dévalorise avant tout contre le dollar, mais force est de constater que, jusqu'à ce jour, l'euro a plutôt bien résisté dans ce contexte pourtant incertain. Une situation qui profite en tout cas à l'économie américaine.**

Les politiques budgétaires des gouvernements européens resteront trop austères malgré le changement d'orientation politique en France notamment, pour qu'une reprise de la croissance et de la consommation puisse rapidement apparaître. **Nous pensons que la BCE n'aura pas d'autre choix que celui d'une politique monétaire beaucoup plus accommodante que celle menée jusqu'à ce jour pour sortir la zone euro de la crise actuelle.** L'absence d'annonce de nouvelles mesures non conventionnelles en période électorale nous semble compréhensible. Mais malgré le fait que l'Espagne ou l'Italie soient parvenus à se refinancer à des taux en léger déclin, il sera intéressant d'observer dans les prochaines semaines, dans quelles conditions le refinancement de la dette française pourra être effectué.

Bilan des banques centrales – évolution 2007/2011



Source : Sarasin

Croissance de la masse monétaire (USA-Europe)



Source : Sarasin

Alors que la croissance aux Etats-Unis marque un peu le pas à court terme et que l'on reparle d'un possible nouveau QE, les besoins de stimulations économiques nous semblent tout de même clairement plus forts en Europe qu'aux Etats-Unis. De fait, la marge de manœuvre de la BCE en matière de croissance de la masse monétaire et de son bilan existe et devrait être mise en œuvre au risque de voir l'euro piquer du nez.

Car le problème de fond réside tout de même dans la compétitivité de l'Europe au moment où les Etats-Unis semblent enfin profiter de l'affaiblissement de leur monnaie pour réindustrialiser leur économie, moteur du redémarrage de l'activité.

L'euro devrait souffrir des nouvelles mesures d'assouplissement quantitatif et de baisses de taux décidées par la BCE. A moins que les USA ne veuillent courir aucun risque d'affaiblissement conjoncturel et que leur politique de dévaluation compétitive soit encore maintenue jusqu'en 2013.

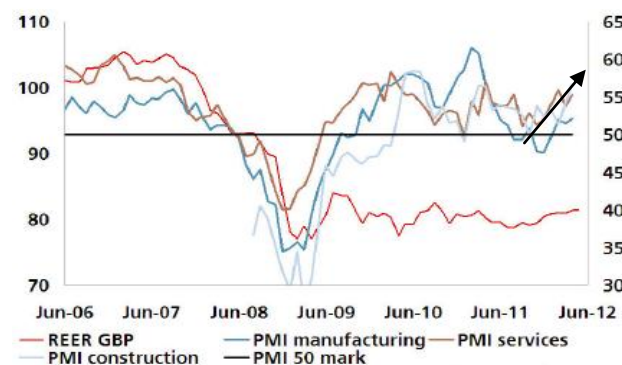
GBP : la crise européenne a profité à la Livre sterling qui pourrait s'appuyer sur une reprise et la fin de l'assouplissement quantitatif de la BoE (Bank of England).

La BoE a fait partie des banques centrales les plus agressives en matière de politique monétaire depuis le début de la crise financière. Son programme d'assouplissement quantitatif de 325 milliards de GBP représentait plus de 20% du PIB et son action menée récemment pour limiter les effets de la crise européenne semble avoir été efficace. Depuis quelques mois, les indicateurs avancés PMI semblent montrer que l'économie anglaise a retrouvé un rythme de croissance positif malgré un taux de croissance économique négatif au 1^{er} trimestre. L'économie anglaise très liée aux services est peut-être déjà en phase de creux de cycle.

La correction de son taux de change de près de 25% en 2008 aura contribué à ce retournement. Désormais, une reprise inattendue de l'inflation publiée à +3.5% écarte un peu plus l'éventualité et la nécessité de nouvelles mesures de soutien conjoncturel.

La reprise des PMI et la correction de la Livre sterling en termes réels de près de 25% en 2008 contrastent avec la situation observée en Europe.

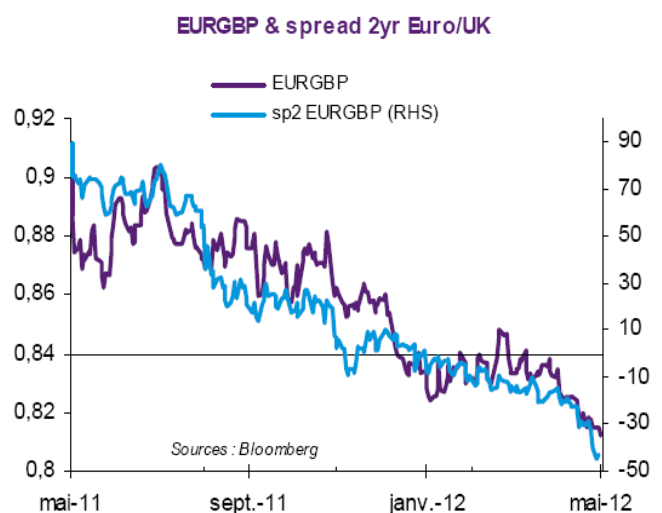
Reprise des indices PMI et de la Livre Sterling



Sources: Thomson Reuters, UBS

La Livre sterling devrait profiter d'une embellie conjoncturelle, de l'interruption de mesures quantitatives et d'un différentiel de taux favorable par rapport à l'euro.

Livre sterling vs Euro et « spreads » de taux



Source : Natexis

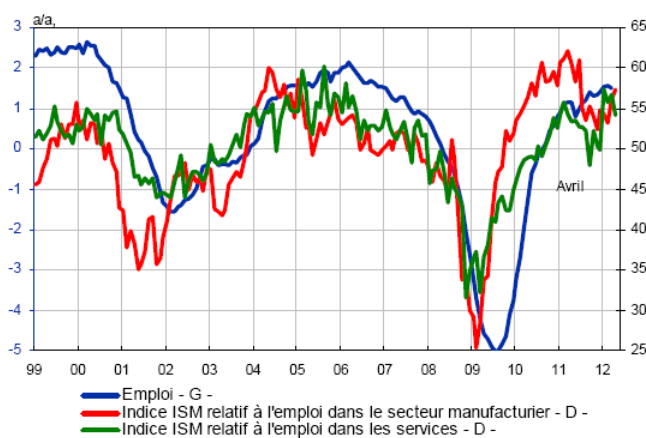
En période d'incertitude en Europe, la Livre sterling reste une diversification efficace tant pour les investisseurs que pour les réserves des banques centrales. Elle pourrait donc jouer encore plus longtemps son rôle de monnaie refuge en Europe.

USD : des fondamentaux positifs soutiennent la demande, mais la FED en a peut-être décidé autrement

Quelques nouvelles plus incertaines laissent craindre un tassement conjoncturel du côté de la création d'emploi notamment et de l'activité industrielle. Toutefois, la décélération de la croissance des nouveaux emplois et le recul de l'indicateur des directeurs d'achats de Chicago (PMI) ont pu être contrés par de meilleures statistiques en matière de croissance des prêts et disponibilité du crédit. **Cela dit, la dynamique positive en place devrait montrer de meilleurs résultats au cours des prochains mois et relancer la confiance des investisseurs dans le potentiel de croissance de l'économie américaine.**

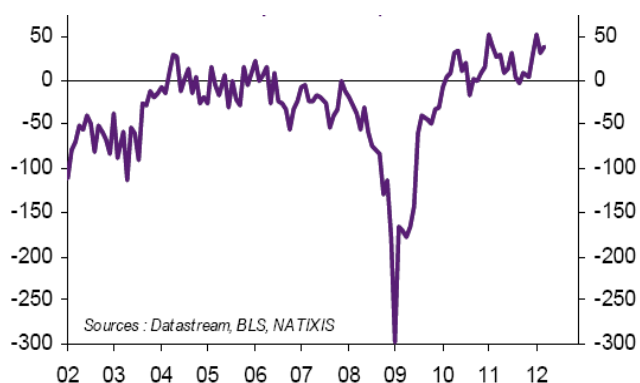
Il est intéressant de constater que depuis l'éclatement de la crise en 2008, l'économie américaine retrouve un leadership certain, observable dans sa ré-industrialisation et la profitabilité supérieure de ses entreprises. L'emploi dans le secteur manufacturier a, par exemple, connu une bien plus forte progression depuis 2009 en pourcentage et en nombre d'emplois.

Indices ISM 1999-2012



Sources : ISM, BLS, Datastream, Assya

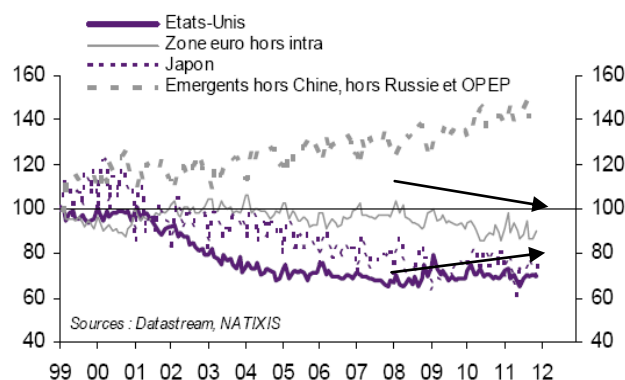
Emploi manufacturier (milliers pers./mois)



Sources : Datastream, BLS, NATIXIS

Mais c'est surtout dans le domaine des exportations que le renversement de situation est le plus important. **Ainsi, on observe que la relance économique américaine intervenue depuis 2009 s'est sans doute faite au détriment d'une région en particulier : l'Europe.**

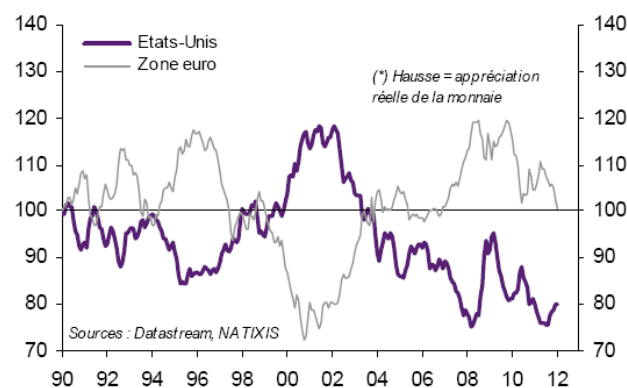
Exportations pays en % exportations mondiales



Sources : Datastream, NATIXIS

Si la croissance mondiale est assurée par les pays émergents, on remarque que depuis 2009, la part des exportations européennes au commerce mondial a diminué alors que les parts de marché des USA avaient plutôt tendance à croître. L'appréciation de l'euro dans ce contexte aura sans doute soutenu le renversement de tendance opéré par l'économie américaine.

Taux de change réel (déflaté par les coûts)



Sources : Datastream, NATIXIS

La compétitivité de la main d'œuvre américaine s'est aussi renforcée par rapport aux coûts européens plus enclins que jamais à progresser à nouveau en France en particulier. C'est désormais un nouveau facteur fondamental technologique qui relance la compétitivité américaine par la baisse des coûts : l'exploitation plus intense des gaz de schistes et la chute absolue/relative des cours du gaz aux USA.

Sur le plan fondamental, le différentiel de croissance et la compétitivité retrouvée de l'économie américaine devrait soutenir une dynamique d'appréciation de l'USD.

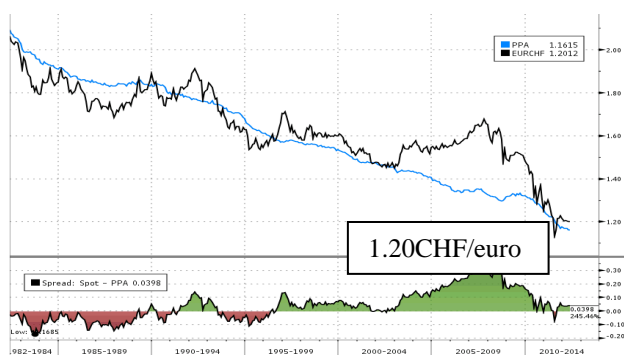
Le creux de cycle atteint certainement par l'économie chinoise (hausse des PMI) supportera encore la demande globale et les cours des matières premières, un facteur positif pour le dollar.

Franc suisse : pas si surévalué que cela ?

La BNS a publié le niveau de ses réserves monétaires en baisse de 237.48 milliards de francs à 235.6 milliards à la fin avril. Cette diminution indique certainement une normalisation de son bilan et une activité de défense du niveau plancher à 1.20 limitée, malgré un atterrissage de l'euro en douceur sur la limite fixée par la BNS. Une situation logique somme toute en regard du comportement de l'économie suisse qui résiste plutôt bien malgré la vigueur du franc. Les statistiques récentes montrent une poursuite de la baisse du chômage et une très belle progression des ventes de détail en hausse de +4.2% contre une prévision de seulement +1.1% en mars. Le PMI manufacturier glisse effectivement en dessous de 50, mais les indicateurs avancés en déclin depuis le mois de juin surprennent par leur vigueur observée depuis plusieurs mois.

L'économie suisse est une des rares économies en mesure de surprendre positivement ce qui renforce l'idée que la valeur théorique du franc suisse n'est peut-être pas si éloignée du niveau de 1.20 contre euro.

Franc suisse/euro PPP (coûts production)



Source : Bloomberg

La BNS n'est peut-être plus aussi convaincue que cela de la nécessité de relever le plancher de défense du taux de change CHF/euro.

Franc suisse/euro PPP (2011-2012)



Source : Bloomberg

Du côté des investisseurs, les spéculations pariant sur un rehaussement du plancher semblent clairement avoir été reléguées à plus tard.

Elles n'ont pas non plus été remplacées par une nouvelle volonté de tester la détermination de la BNS de défense du niveau minimum fixé. Question de temps sans doute. Car si l'économie suisse maintient sa tendance actuelle dans un environnement européen plus marqué par la récession, quelques tendances inflationnistes et un retour des incertitudes politiques, le franc suisse retrouvera certainement son rôle de valeur refuge. Les élections françaises seront-elles le déclencheur de ce mouvement ?

Pour l'heure, le franc suisse jouit d'une situation exceptionnelle de tranquillité, mais attention, c'est sans doute un signe de retour à une plus forte volatilité prochaine.

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