



## Le dollar efface sa hausse post-élections : -5.3% YTD

**Le dollar corrige sur fond de promesses non tenues. L'euro profite du renforcement des fondamentaux. Le yen ne progressera pas sans inflation. Elargissement du spread CHF-EUR.**

### Points clés

- Le dollar US a souffert des surprises économiques négatives et des promesses jusqu'ici non tenues du président Trump en matière d'investissements et de fiscalité
- Le dollar « trade-weighted » corrige de -5.3% depuis le début de l'année
- Au contraire, les facteurs économiques et politiques soutiennent l'euro
- L'euro progresse de près de +10% contre le dollar en six mois
- Le yen ne s'appréciera pas sans croissance ni inflation
- 700 milliards pour enfin affaiblir le franc : le différentiel de rendement doit progresser à 0.75% pour permettre un affaiblissement du CHF

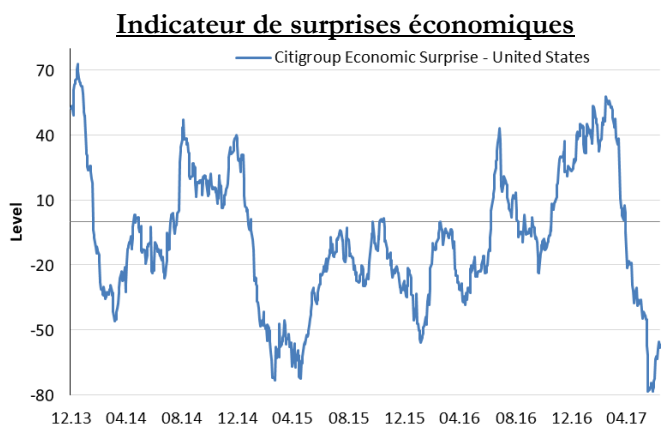
### Le dollar US a souffert des surprises économiques négatives

Le dollar était encore l'une des devises favorites des stratèges en début d'année à l'investiture du nouveau président américain. Six mois plus tard, les surprises et déceptions économiques ont jalonné la correction graduelle du dollar, alors que les anticipations d'accélération économique reposant sur le programme de Donald Trump semblaient de moins en moins probables en raison du manque concret de décisions et d'actions.

La politique de relance annoncée et qui devait passer par une stimulation de la demande, une baisse des impôts et une hausse des dépenses publiques n'est en effet pas encore perceptible, ce qui affecte également le sentiment des consommateurs.

Par ailleurs, des indicateurs avancés incertains sont aussi venus semer le trouble, sans pour autant que cela ne modifie la perception de la Fed de la vigueur sous-jacente de l'économie américaine et de la future reprise de l'inflation.

La croissance attendue du PIB au 2ème trimestre est supérieure à +3%, ce qui ne nous semble pas compatible avec le niveau actuel des taux longs. Le déclin des taux à dix ans gouvernementaux observé entre mars et juin de 2.6% à 2.1% coïncide avec la progression de l'incertitude économique. Mais ces derniers devraient s'ajuster en seconde partie d'année, à moins que la déception ne soit à nouveau au rendez-vous en juillet à la publication des chiffres de croissance du PIB du 2ème trimestre.

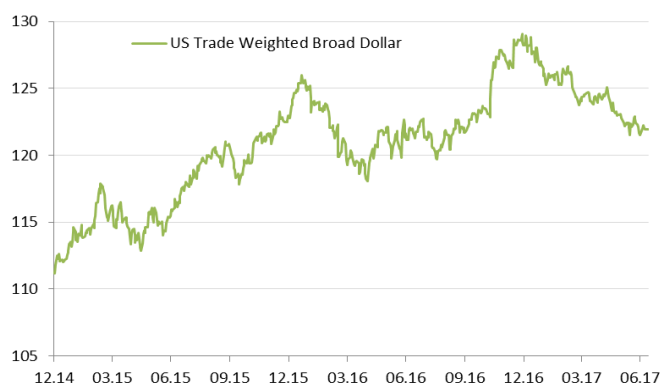


Difficile d'imaginer un rebond du dollar et une appréciation durable du billet vert sans qu'une nouvelle tendance plus positive pour l'économie américaine ne se précise. Ce point est donc clairement crucial pour l'évolution future du dollar.

Nous évoquions dans nos précédentes prévisions que le dollar était désormais en situation de risque d'affaiblissement suite à son appréciation de près de

+30% en quatre ans et son accélération à la hausse du dernier trimestre 2016. Nos anticipations de consolidation à court terme se sont concrétisées au cours des derniers mois, mais une revalorisation du dollar est désormais de plus en plus probable. Cette nouvelle appréciation du billet vert est cependant conditionnelle à une meilleure performance économique, confirmant les attentes du consensus en matière de croissance. Un changement visible de la dynamique politique attendue du président américain est également nécessaire. C'est à ces conditions que nous estimons qu'il est possible que dollar renoue avec la hausse contre la plupart des devises principales et émergentes.

### Dollar Trade Weighted



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La chute du dollar « trade weighted » a maintenant atteint -5.3% depuis le début de l'année et efface toute la hausse consécutive à l'élection présidentielle. On peut dès lors estimer que l'euphorie qui avait soutenu la demande de dollars sur la base de perspectives et d'attentes peut-être inconsidérées s'est aujourd'hui totalement dégonflée.

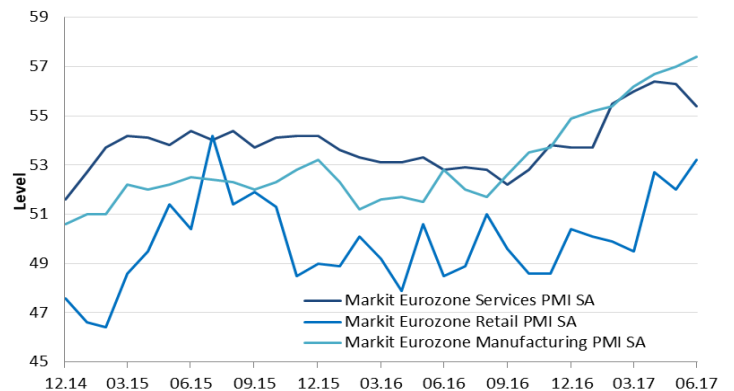
Il est pourtant probable que la dynamique économique américaine puisse se suffire à elle-même sans que de nouvelles politiques budgétaires ou fiscales ne soient mises en œuvre. Nous verrons prochainement si celle-ci est effectivement en mesure de poursuivre sa tendance positive et relance en conséquence une phase d'appréciation du billet vert.

### Les facteurs économiques et politiques s'alignent en faveur de l'euro

Un an après les risques d'éclatement de l'Union européenne et de l'euro évoqués au lendemain du vote britannique, on constate aujourd'hui que la zone euro est en fait loin d'avoir perdu sa crédibilité internationale, et, qu'au contraire, ses performances économiques se sont améliorées alors que les tensions politiques s'estompaient.

Les surprises économiques positives enregistrées ces derniers mois et la diminution des risques politiques ont ainsi permis au président de la Banque centrale européenne de donner un message un peu plus optimiste encore lors de la dernière réunion de la BCE. Ses projections économiques sont toujours plus encourageantes et s'approchent maintenant de +2% de croissance du PIB pour 2017, puis légèrement moins en 2018/2019.

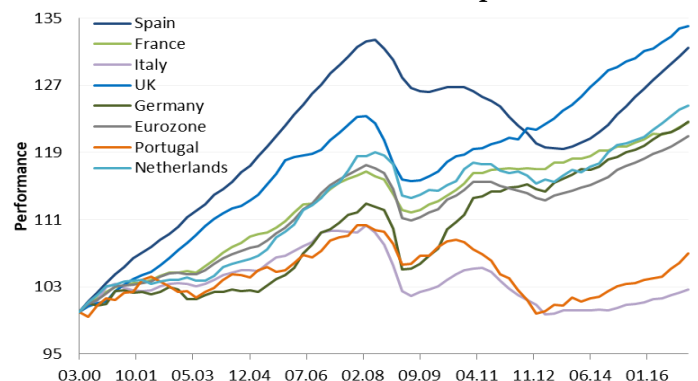
### Eurozone - Indicateurs avancés



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Si les développements économiques en Europe ne subissent pas de contrecoup au deuxième semestre, nous estimons que la BCE réduira sans doute son programme au début de l'année 2018 avant de remonter ultérieurement, sans précipitation, ses taux directeurs. Dans ce contexte, le renforcement des fondamentaux économiques ont permis à l'euro de progresser de près de +10% contre le dollar en six mois, d'environ +5% contre le yen et de +3% contre le franc. Désormais, les perspectives économiques semblent en mesure de soutenir une appréciation durable de l'euro.

### Croissance des PIB européens



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Plus encore, les développements politiques en zone euro permettront d'écarter de manière plus décisive les incertitudes qui avaient auparavant poussé de nombreux investisseurs en dehors de la monnaie unique. La chancelière Merkel soutient pour l'instant la volonté du président français de réformer la zone euro en évoquant

la possibilité d'un budget de la zone euro et la création d'un ministre commun des finances.

La publication du manifeste des démocrates-chrétiens allemands, soutenant également la création d'une feuille de route pour l'Europe et d'un Fonds monétaire européen (EMF) – à l'image du Fonds monétaire international – pave la voie à une plus forte intégration européenne. L'euro devrait globalement profiter de l'amélioration simultanée des fondamentaux économiques et politiques. Une hausse de la monnaie unique est donc probable au second semestre.

### Pas de hausse du yen sans croissance ni inflation

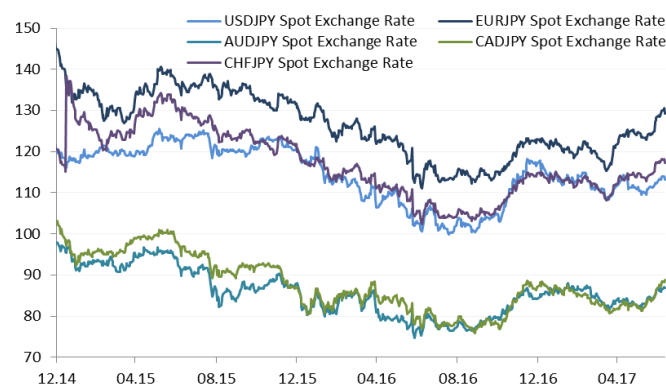
L'incertitude et les doutes l'emportent pour l'instant sur l'optimisme qui aurait profité au yen. L'amélioration des fondamentaux – que nous pensons bien présente malgré la révision à la baisse des chiffres de croissance au premier trimestre (+1% contre +2.2% en première lecture) – n'aura selon nous pas d'impact immédiat sur le yen, qui restera certainement encore écarté par un environnement de taux d'intérêt totalement défavorable et par l'absence de tensions inflationnistes suffisantes.

La politique gouvernementale cherche toujours à affaiblir le yen, alors que les différentiels de taux d'intérêt et la perspective de nouvelles hausses des taux aux Etats-Unis pousseront sans doute encore un peu le yen à la baisse en 2017. Le changement de paradigme aux Etats-Unis a clairement apporté un soutien important à la dévalorisation du yen qui cherche aujourd'hui une nouvelle tendance. 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 d'actualité et nous estimons toujours que le yen devrait revenir dans une bande de fluctuation comprise entre 115 et 120 yen pour un dollar au cours des prochains mois.

Une accélération de la croissance économique nous semble indispensable à tout renversement de tendance durable du yen qui reste pour l'instant dans une phase d'affaiblissement durable contre le dollar. La dernière publication du Tankan par la BoJ montre justement que le 2ème trimestre a de bonnes chances d'être solide, les quatre composantes majeures continuant de monter.

**L'économie japonaise se porte donc mieux, mais il est peu probable que le yen s'apprécie avant que l'inflation ne décolle significativement.**

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



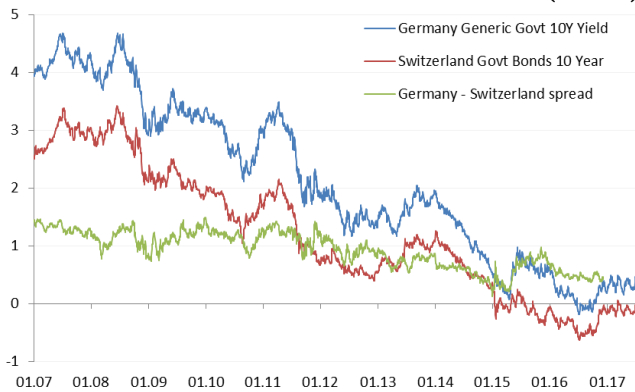
Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

### 700 milliards pour enfin affaiblir le franc

**Il faut parfois s'armer de patience lorsque, comme la BNS, on considère le franc suisse comme encore sensiblement surévalué et que l'on attend fébrilement que les marchés financiers partagent cette opinion.**

Après avoir accumulé 700 milliards de devises, représentant plus de 120% du PIB helvétique, la BNS est peut-être enfin en train d'approcher le moment tant attendu correspondant au vrai changement de perception des investisseurs à l'égard du franc. Depuis trois mois, les réserves de devises sont restées à peu près inchangées, suggérant aussi que les conditions économiques et politiques en zone euro notamment sont en train de s'améliorer et de réduire l'engouement pour le franc. L'accroissement du différentiel de rendement à court terme en faveur du dollar n'a pas suffi à affaiblir le franc, certainement en raison des déceptions macroéconomiques en début d'année. Le rebond devrait intervenir avec la reprise au second semestre. Plus important peut-être encore pour le marché des changes, le changement de perception qui s'est produit depuis l'élection d'Emmanuel Macron et la confirmation de la reprise européenne soutiennent maintenant l'euro. C'est ce que nous prédisions pour annoncer un prochain élargissement des écarts de rendement en faveur de l'euro, indispensable à l'affaiblissement du franc suisse. Le différentiel de taux est désormais beaucoup plus favorable après la hausse des taux en dollars, mais il reste relativement inchangé contre euro à environ 50 points de base. Nous estimons toutefois qu'il est plus probable de voir les taux se normaliser plus rapidement en zone euro qu'en Suisse, favorisant ainsi la devise européenne. Le raffermissement de la conjoncture européenne est donc maintenant en mesure de modifier les prévisions de taux de change. Ce différentiel devrait progresser à 0.75% pour permettre une baisse du franc. Il est aussi selon nous de plus en plus probable que le franc s'affaiblisse contre les principales devises au second semestre 2017.

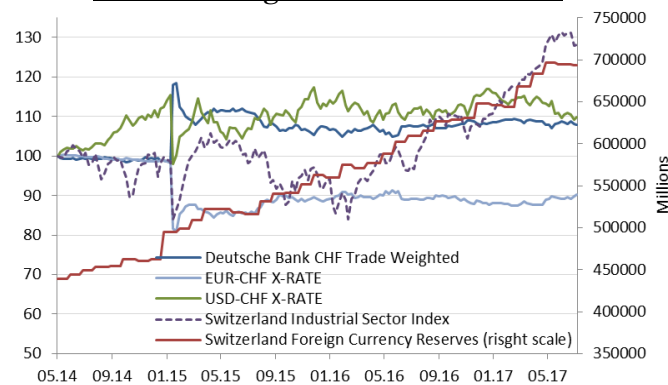
### Différentiel de taux en euro et franc suisse (10 ans)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Nos prévisions sur les taux de change sont toujours d'actualité. Pour l'instant, la dynamique économique aux Etats-Unis comme en Europe manque encore un peu de force pour relancer de nouvelles progressions du dollar et de l'euro, mais une nouvelle tendance à l'affaiblissement du franc suisse est toujours plus envisagée. Celle-ci devrait porter le dollar au-dessus de 1.05 et l'euro au-delà de 1.10.

### Taux de change et réserves de la BNS



Sources : Bloomberg, BBGI Group S.A

### Stabilisation probable de la livre sterling

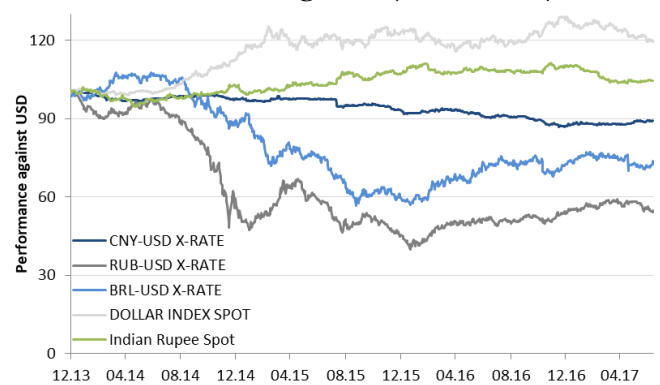
Nous relevions déjà au 4ème trimestre 2016 que la devise britannique avait sans doute atteint un niveau de valorisation permettant d'envisager une consolidation durable dans l'attente d'une plus grande visibilité sur les perspectives économiques du pays.

Depuis plusieurs mois, la volatilité de la monnaie britannique a effectivement diminué contre le dollar, l'euro et le franc suisse par exemple. La décision de la BoE de conserver sa politique monétaire inchangée en mai n'a pas eu d'effet notable sur la livre sterling. Il est attendu que les prochaines semaines confirment toujours la tendance en cours. Nous estimons toujours que la livre se stabilisera entre 1.10 et 1.20 contre l'euro. Nous envisageons donc plutôt une stabilisation qu'une véritable revalorisation de la livre.

### Scénario positif pour les devises liées aux matières premières

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 ont renversé les tendances baissières. 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 contre les principales devises. Les devises émergentes devraient encore profiter d'un climat économique plus favorable et s'apprécier de manière sélective.

### Monnaies émergentes (rebasé à 100)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

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