

# ANALYSE HEBDOMADAIRE

Alain Freymond – Associé - CIO

18 avril 2015

## Le Grexit pénalise l'euro et renforce temporairement le franc

Une résolution de la question grecque sera favorable à l'euro. Perte de momentum probable pour le dollar US. Stabilisation du yen. La faiblesse du franc suisse est programmée.

### Points clés

- Depuis l'abandon du taux plancher, le franc suisse ne s'est finalement apprécié que de +3.5% contre le dollar US, le yen et le renminbi
- L'euro souffre aujourd'hui de l'incertitude liée à la question du Grexit, qui occulte l'amélioration de ses fondamentaux
- La BCE injecte 200 milliards d'euros en quelques semaines sans effets majeurs sur la monnaie unique
- Le dollar reste bien orienté et profite de différentiels de croissance et de taux attractifs
- Le momentum du dollar devrait pourtant s'affaiblir
- Stabilisation probable du yen et de l'euro
- La résolution du problème grec remettra en lumière l'amélioration de la conjoncture en Europe
- Sous-performance probable du franc suisse

**Depuis l'abandon du taux plancher, le franc suisse ne s'est apprécié que de +3.5% contre le dollar, le yen et le renminbi**

L'annonce de l'abandon du taux plancher par la BNS le 15 janvier a eu des effets instantanés et similaires sur l'ensemble des devises. La plupart d'entre elles enregistraient des chutes de -15% à -19% en quelques heures.

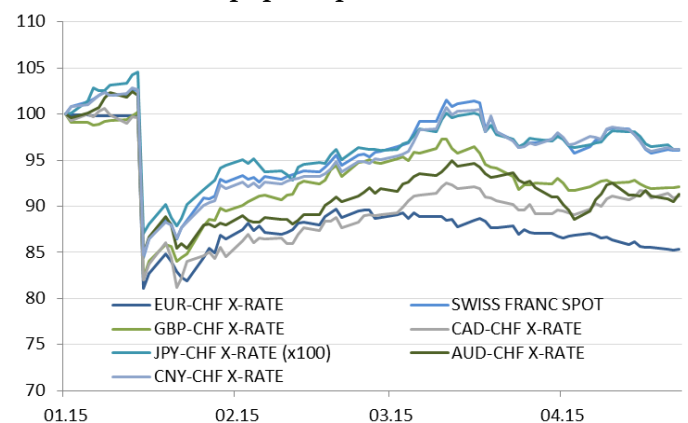
Depuis ce jour, les sept principales devises ont pourtant repris une tendance positive contre le franc, avec en tête des rebonds enregistrés, un groupe des principales devises : le dollar US, le yen et le renminbi. Ces trois devises se traitent en effet aujourd'hui à peine -3.5% en-dessous de leurs cours du 31 décembre 2014. La livre anglaise, le dollar australien et le dollar canadien ont aussi rebondi de plus de +10% en trois mois et sont en baisse d'environ -7% par rapport à leurs cours de début d'année.

Malgré un premier rebond, l'euro reste pourtant encore à la traîne et peine à retrouver les faveurs des investisseurs. La baisse de la devise européenne reste ainsi conséquente et se stabilise pour l'instant à 1.03 - 1.06 CHF, soit environ 15% en-dessous du niveau qui avait été initialement fixé comme taux plancher par la BNS.

**L'euro souffre sans doute encore de l'incertitude liée à la question du Grexit, qui occulte l'amélioration en cours des fondamentaux en Europe. Nous estimons toutefois que l'Europe profite déjà d'une conjonction de facteurs positifs, qui devrait rapidement favoriser une hausse de l'euro/franc suisse.**

Cela dit, même si l'euro devait rester faible, rappelons qu'une partie importante de nos relations commerciales est réalisée en dehors de la zone euro et que nos excédents commerciaux sont essentiellement obtenus avec les Etats-Unis, Hong-Kong et le Royaume-Uni. En 2013, les exportations en dehors de la zone euro à destination des Etats-Unis (24.8%), de la Chine (8.8%) et de Hong Kong (8.2%) représentaient déjà 41.8% du volume global de nos exportations. Cette constatation relativise quelque peu l'impact négatif de l'abandon du taux plancher sur l'évolution future de nos exportations et de notre balance commerciale.

### Evolution des sept principales devises contre CHF



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

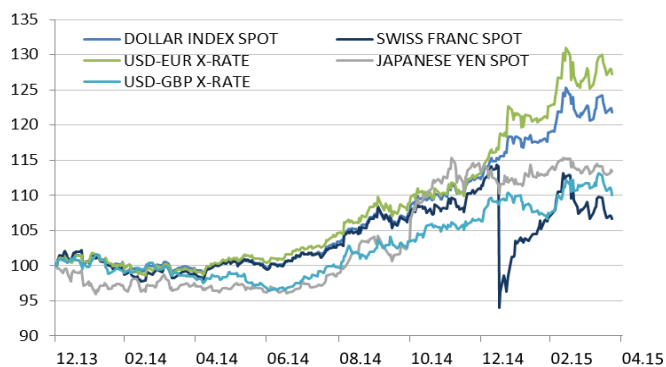
La Suisse faisant partie des pays pour lesquels le commerce extérieur apporte une forte contribution au PIB, il est cependant normal de s'inquiéter des effets d'une forte volatilité du taux de change. Le risque subsiste toutefois clairement en cas de poursuite de la baisse de l'euro, que nos exportations vers la zone euro diminuent avec la perte de compétitivité du franc, mais aussi que les importations progressent grâce à la hausse du pouvoir d'achat que l'appréciation du franc représente.

### Le dollar reste bien orienté et profite de différentiels de croissance et de taux attractifs

Le dollar trade-weighted index (DXY) reste orienté à la hausse après avoir tout de même touché à deux reprises le niveau de 100 au cours des deux derniers mois.

La tendance est nette, mais la perte de momentum est aussi sensible, même à l'égard de l'euro.

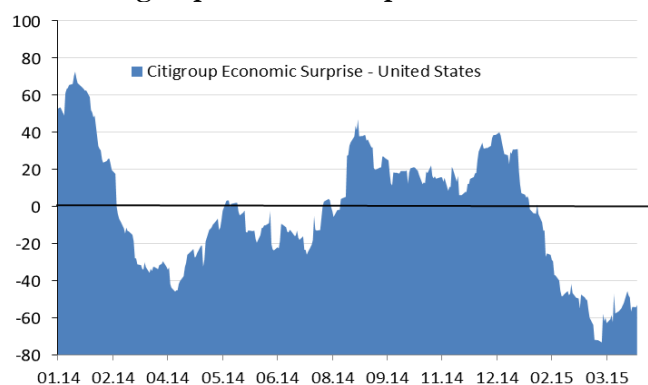
#### Dollar trade-weighted index and cross rates



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Au cours des dernières semaines, l'économie américaine a plutôt eu tendance à décevoir les investisseurs. Les indicateurs de surprise économique, à l'image de l'indice publié par Citigroup, reflètent la déception des observateurs depuis le début de l'année.

#### Citigroup economic surprise index USA



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Les prévisions se sont ainsi avérées trop optimistes, la croissance s'est en fait révélée modérée comme l'a relevé la Réserve fédérale.

L'économie américaine s'affranchit donc progressivement du soutien de la Fed, mais elle ne bénéficie pas encore de l'effet positif de la baisse des cours du brut et de l'amélioration de la confiance des consommateurs. Si un grand nombre de statistiques publiées ces dernières semaines ont eu tendance à être inférieures aux attentes, les statistiques de l'emploi sont peut-être celles mettant le plus nettement en évidence le « trou d'air » dans lequel se trouve l'économie américaine à court terme. Nous estimons que ce « trou d'air » devrait être temporaire avant que la dynamique américaine ne puisse être relancée.

**Mais clairement, la faiblesse actuelle soutient l'argument que la Fed ne devrait pas modifier sa politique monétaire avant septembre.**

Les taux d'intérêt en dollar ont d'ailleurs réagi à cette anticipation de stabilisation de la tendance économique en glissant d'environ 40 points de base sur l'ensemble de la courbe des taux du trésor. Le rendement à 10 ans offre encore un taux d'intérêt de 1.86% et une prime de risque très favorable par rapport au taux d'intérêt du Bund allemand, proche de zéro sur la même échéance.

**Le dollar bénéficie toujours d'un différentiel de taux d'intérêt favorable contre euro, franc suisse et yen...**

Nous n'attendons pas de changement de politique monétaire avant le 4<sup>ème</sup> trimestre 2014, à moins que le « trou d'air » actuel ne soit suivi rapidement d'une nouvelle accélération conjoncturelle aux Etats-Unis et d'une hausse des perspectives inflationnistes. Les dernières statistiques publiées en la matière font état d'une reprise de l'inflation hors alimentation et énergie à un rythme annuel de +1.8%. Sur trois mois, la hausse annualisée s'établissait même à +2.3%. La hausse des prix touchait de nombreux secteurs, alors que l'indicateur de confiance des consommateurs de l'Université du Michigan enregistrait en avril son meilleur résultat préliminaire depuis 8 ans. La Réserve fédérale peut ainsi considérer que l'inflation sous-jacente est effectivement en train de se raffermir et de s'approcher de son objectif de 2%. Pour l'instant, la chute des cours du brut a encore un effet négatif sur l'inflation annuelle, mais le rebond de +33% depuis la mi-mars – de 42\$ à 56\$ le baril – pourrait bientôt contribuer au renforcement du CPI sur une base mensuelle. La Fed a récemment publié ses commentaires sur les conditions économiques actuelles (Beige Book) en indiquant une amélioration de son appréciation de la situation, malgré un marché de l'emploi un peu plus faible en mars.

Sur le plan domestique, la croissance devrait ainsi retrouver un peu de mordant au cours des prochains mois et favoriser le dollar.

**Toutefois, après une telle progression du dollar, nous anticipons plutôt une phase de stabilisation contre la plupart des monnaies principales. Le yen devrait rester centré autour de 120 yens pour 1 dollar.**

Mais la situation en Europe et au Japon notamment pourraient bouleverser les anticipations haussières pour le dollar contre ces devises en particulier. Après 25% de correction de l'euro, une phase de stabilisation devrait se mettre en place.

### Les perspectives s'améliorent en Europe, mais l'incertitude du Grexit pèse sur l'euro

**Le cas grec focalise l'attention et empêche la prise en considération de l'amélioration des fondamentaux européens.**

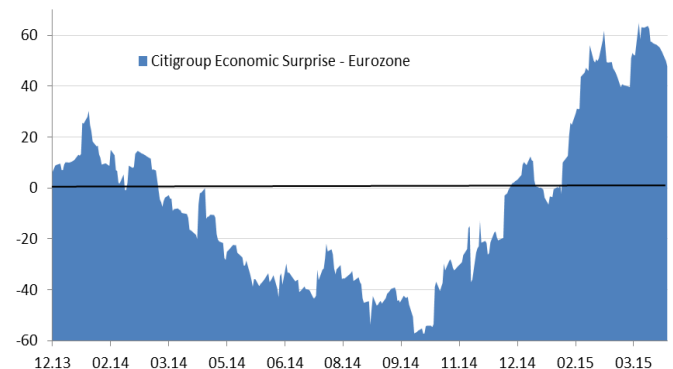
La Grèce a en effet promis de rembourser les 450 millions dus au FMI ces jours, mais elle fait en même temps monter la pression dans ses négociations avec la Troïka en se rapprochant du Kremlin et en multipliant les déclarations politiques en faveur de la Russie. Depuis 70 ans, aucun pays n'a défié le FMI en n'honorant pas une dette. Cela dit, il y a tout de même eu quelques cas de report de remboursement, une situation qui pourrait également s'appliquer aux 9.7 milliards d'euros que la Grèce doit rembourser au FMI. D'un point de vue technique ou sémantique, la Grèce ne ferait ainsi pas défaut si elle obtenait un report de paiement de ses prêts au FMI ou à la BCE par exemple. Le défaut serait toutefois prononcé si la Grèce ne remboursait pas ses obligations et ses prêts commerciaux. La menace du gouvernement grec de ne pas rembourser en mai et juin les 2.5 milliards d'euros au FMI n'est peut-être qu'un argument de négociation qui pèse peu en regard des 240 milliards d'euros déjà consentis par l'Union européenne et le FMI pour soutenir la Grèce, mais qui en dit cependant long sur le climat politique actuel. L'agacement est de plus en plus perceptible du côté de l'Allemagne notamment, qui considère désormais peu raisonnable d'accorder à la Grèce une nouvelle tranche d'aide avant la fin du mois. La Grèce doit-elle sortir de l'euro ? Le président de la BCE ne semble pas vouloir courir ce risque et laisse la responsabilité au gouvernement grec de rapidement travailler à des solutions. Pour l'heure, le gouvernement Tsipras refuse de mettre en œuvre des réformes du marché du travail et des retraites ou de s'engager dans des privatisations.

**Ce climat conflictuel et cette incertitude continuent de peser sur l'euro.**

**La résolution du conflit politique grec serait clairement favorable à la monnaie unique, qui profiterait enfin de l'amélioration des fondamentaux en cours.**

Car en effet, l'Europe se porte moins mal qu'estimé. Lors de sa dernière conférence de presse, le président de la BCE relevait ainsi que les conditions de financement du crédit et la consommation s'amélioraient, renforçant par là même les espoirs de relance économique en Europe. La croissance annuelle du crédit aux ménages reste négative (-0.8%), mais elle s'inscrit en nette amélioration depuis 2014.

### Citigroup economic surprise index - Eurozone



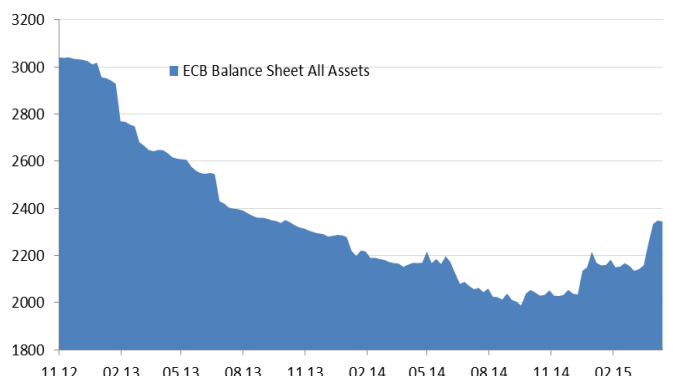
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Les indicateurs avancés pointent vers une reprise qui semble s'accélérer en Allemagne. La confiance s'améliore en Europe grâce à trois facteurs principaux : l'amélioration de la compétitivité de l'Europe grâce à la chute de l'euro de 25%, la baisse du pétrole et ses effets sur les coûts de production, les comptes courants et le pouvoir d'achat et finalement, le stimulus monétaire organisé par la BCE.

**Depuis le début de son intervention, la BCE a acquis en 4 semaines près de 200 milliards d'actifs, faisant ainsi progresser son bilan de +9.7%.**

**Le rythme de ses interventions s'avère plus élevé que les 60 milliards par mois annoncés en janvier.**

### Bilan de la BCE - QE en mode « action »



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Dans ce contexte, le taux de change euro/dollar s'est stabilisé depuis la mi-mars et le début de la mise en œuvre du QE par la BCE. La mise en œuvre du QE ne devrait donc plus avoir d'effet majeur à la baisse sur l'euro. L'amélioration des fondamentaux constitue un facteur positif pour la monnaie unique, mais les effets dilutifs possibles du QE sur la devise et l'incertitude du Grexit compensent pour l'instant ces développements positifs.

### Taux de change euro/dollar en stabilisation



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Après une correction de 25%, l'euro devrait se stabiliser entre 1.05 et 1.10 dollar dans les prochains mois. Les effets négatifs du QE sur la monnaie unique ont, selon nous, été en grande partie anticipés, comme le suggère l'absence de réaction aux injections de 200 milliards d'euros de ces dernières semaines. Nous ne pensons pas que le cas grec continuera de peser sur l'euro à moyen terme. Une solution politique permettra de conserver la Grèce dans l'UE et évitera les risques de contagion.

**L'euro devrait ensuite profiter d'une dynamique économique plus favorable et remonter vers le niveau de 1.15 - 1.20 à 12 mois contre dollar.**

### **Désintérêt progressif pour le franc suisse**

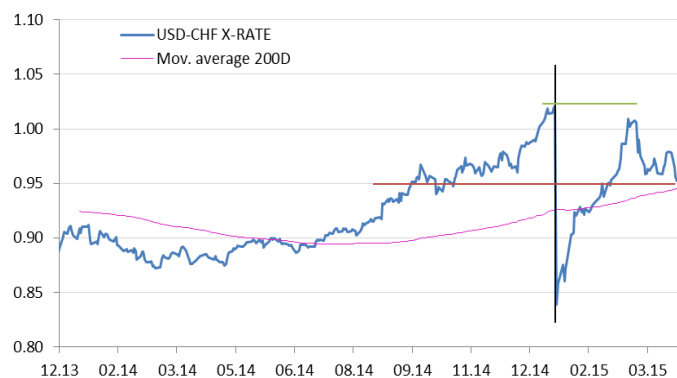
**Le franc suisse a été affecté jusqu'à ce jour par l'absence de résultats politiques et économiques en Europe. Mais désormais, l'Europe peut compter sur une conjonction exceptionnelle de facteurs positifs dont les effets sont déjà perceptibles.**

**Ceux-ci ne sauraient être occultés longtemps par la question du Grexit. Une normalisation en Europe sera la clé d'une diminution de la demande de francs suisses. Elle pourra développer encore plus intensément ses effets sur le taux de change grâce au soutien de la politique de taux négatifs adoptée par la BNS.**

**L'affaiblissement du franc suisse sera à notre avis soutenu par l'accélération de la croissance mondiale. Le franc devrait ainsi perdre du terrain contre le dollar et l'euro, mais plus largement contre le dollar canadien, australien et certaines devises émergentes en particulier.**

**Nos perspectives à court terme pour le dollar/franc suisse favorisent une stabilisation du taux de change entre 0.95 et 1.02.**

### Taux de change dollar/chf en stabilisation



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

En ce qui concerne l'euro, les prochaines semaines seront sans doute cruciales et apporteront certainement plus de visibilité sur la problématique grecque. Une solution négociée avec le gouvernement grec devrait reléguer au second plan la question du Grexit et remettre en lumière l'amélioration des fondamentaux en cours en Europe.

**Dans un tel contexte, nous estimons que le taux de change euro/franc suisse devrait reprendre une tendance haussière qui le poussera vers le niveau de 1.10 dans un premier temps.**

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