

10 ARGUMENTS EN FAVEUR D'UNE DÉPRÉCIATION DU DOLLAR EN 2018



Adrien Pichoud
Chief Economist
Portfolio Manager



Fabrizio Quirighetti
CIO
Co-Head of Multi-Asset



Michalis Ditsas
Investment Specialist
Fixed Income

«Le dollar américain poursuivra sa tendance baissière en 2018, et nous prévoyons un cours cible de 1,30 par rapport à l'euro.»

SYNTHÈSE

Le dollar américain, qui traditionnellement fait figure de monnaie refuge durant les périodes volatiles, se négocie à ses cours les plus bas depuis plusieurs années. Selon nous, le billet vert pourrait continuer à se déprécier cette année; ci-dessous, nous exposons les principaux arguments en faveur d'un tel scénario.

Le dollar devrait céder du terrain au second semestre, avec un cours cible de 1,30 par rapport à l'euro à la fin de l'année 2018. Voici les raisons qui étayent notre opinion:

Le durcissement des conditions financières amorcé par la Réserve fédérale américaine (Fed) est maintenant bien intégré par les marchés, tandis que, à l'inverse, la normalisation de la politique monétaire de la Banque centrale européenne (BCE), de la Banque d'Angleterre (BoE) et de la Banque du Japon (BoJ) n'a pas ou a à peine commencé (la BCE et la BoJ maintiennent l'assouplissement quantitatif!).

La transition vers un cycle de hausses graduelles des taux d'intérêt par les autres grandes banques centrales aura une influence déterminante sur le marché des changes, ce qui, en termes relatifs, fera perdre de son attractivité au billet vert.

De plus, dans un contexte où les économies européenne et japonaise en sont à un stade moins avancé de leur cycle d'expansion qu'aux Etats-Unis, et où la zone euro et le Japon affichent un excédent de leur balance courante d'environ 3% de leur PIB, les fondamentaux économiques annoncent une phase de raffermissement de l'euro, puis du yen, par rapport au dollar et au double déficit américain (extérieur et budgétaire).

L'euro et le yen progressent par rapport au dollar



Sources : Bloomberg, SYZ Asset Management
Données au 15 mars 2018

A supposer que la croissance mondiale synchronisée se maintienne et que l'on assiste à une normalisation progressive des politiques monétaires européenne et japonaise, les flux financiers qui ont soutenu le dollar ces dernières années devraient s'inverser. Compte tenu des taux négatifs des Bunds à 10 ans ou des emprunts d'Etat japonais (JGB) à 10 ans, les investisseurs obligataires européens et japonais avaient dû se tourner vers les bons du Trésor américain pour générer des rendements. Désormais, le coût de couverture des paires de devises EUR/USD et JPY/USD rend cette diversification bien moins intéressante, a fortiori lorsque les taux des Bunds (et peut-être, un jour, des JGB) sont positifs.

Les valorisations des actions européennes et japonaises sont moins élevées que celles de leurs homologues

américaines, tandis que leur potentiel de croissance semble supérieur vu le stade de leur cycle économique.

L'annonce de Donald Trump concernant l'instauration de droits de douane sur l'aluminium et l'acier est un autre facteur contribuant à cette tendance. Implicitement, cette mesure semble destinée à déprécier le dollar, accentuant de fait cette dynamique. La réforme fiscale aux Etats-Unis laisse de plus présager une hausse des déficits budgétaires, ce qui entraîne généralement une baisse du dollar.

La Chine ne laisse pas chuter le cours du renminbi de peur d'être accusée de manipuler sa monnaie. Parallèlement, la Banque populaire de Chine n'achète pas autant d'emprunts d'Etat américains qu'en temps normal.

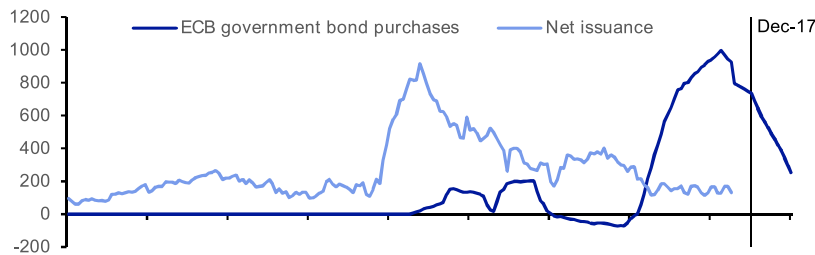
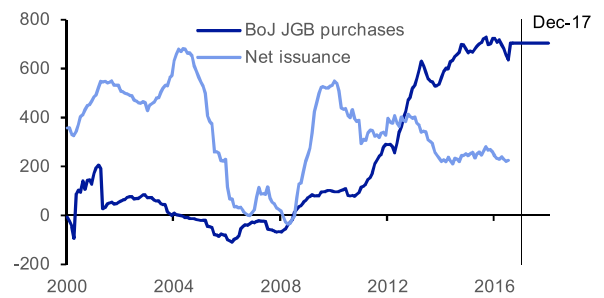
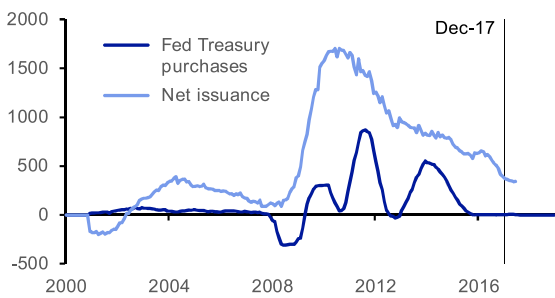
Les programmes d'achats d'emprunts d'Etat de la BCE et de la BoJ étaient supérieurs aux émissions nettes, contrairement à celui de la Fed, qui n'a jamais excédé ce niveau. Dans ces pays, cette situation a contraint les acheteurs d'emprunts d'Etat, tels que les assureurs et les fonds de pension, à accroître leur exposition aux obligations étrangères, essentiellement aux emprunts d'Etat américains. En conséquence, une normalisation de la politique de la BCE pourrait exercer une pression haussière sur les taux européens et renforcer la monnaie.

Le renminbi s'apprécie face au dollar



Sources : Bloomberg, SYZ Asset Management
Données au 5 avril 2018

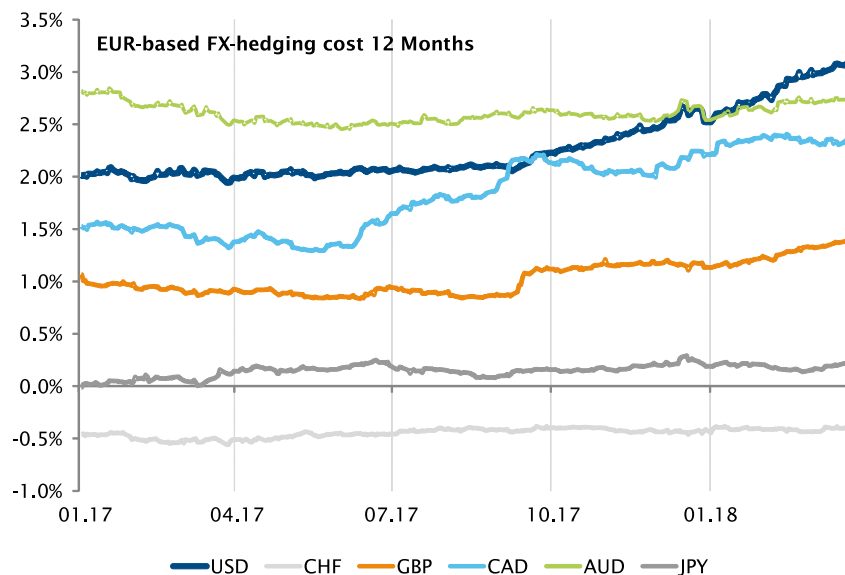
Les émissions de bons du Trésor américain ont toujours été supérieures à l'assouplissement quantitatif, mais avec une évolution en tandem. L'assouplissement quantitatif de la BCE était colossal par rapport aux émissions, mais cet écart se resserra considérablement en 2018...



Sources : Deutsche Bank, Haver, Global Financial Data, Bloomberg, SYZ Asset Management
Données au 31 décembre 2017

Enfin, le coût de couverture du risque lié au dollar a augmenté de manière significative depuis le quatrième trimestre 2017, ce qui rend coûteux les investissements dans les emprunts d'Etat américains pour les investisseurs européens ou japonais.

Le coût de couverture est en hausse



Sources : Bloomberg, SYZ Asset Management
Données au 12 mars 2018

Il convient de noter que ce genre de tendance évolue rarement «en ligne droite», et que des phases de correction, intervenant après des fluctuations rapides et/ou au gré des projets économiques/politiques/des banques centrales, peuvent parfois alimenter des rebonds considérables. Néanmoins, les éléments présentés ci-dessus étayent notre conviction selon laquelle le dollar poursuivra sa tendance baissière.