



Les Instantanés d'Unigrains

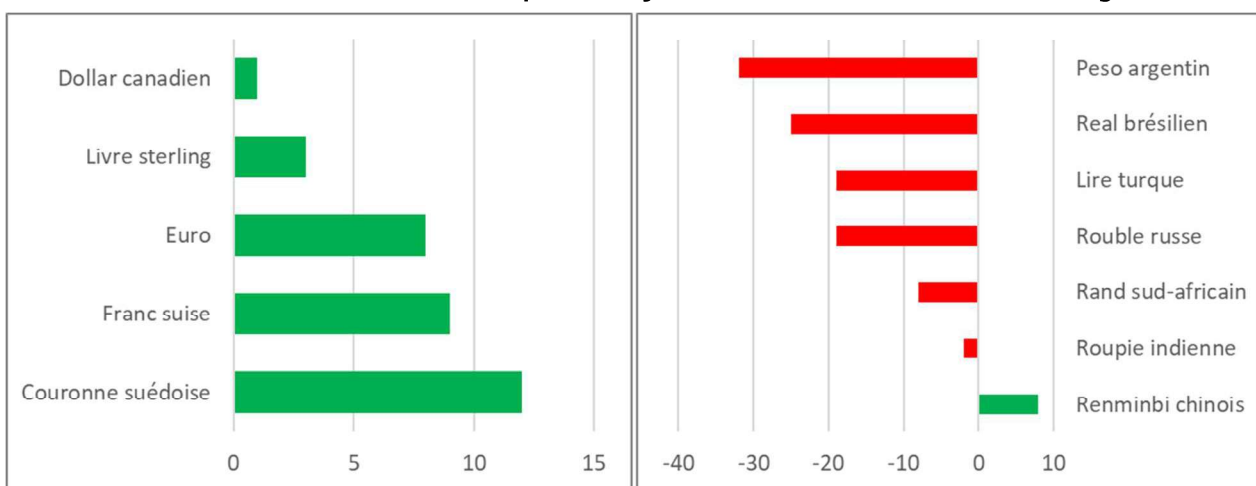
Le dollar entre valeur refuge et fondamentaux fébriles

Depuis le début de la crise sanitaire et économique mondiale il y a tout juste un an, le marché des changes est celui ayant affiché les mouvements les plus limités. La crise frappant toutes les zones économiques avec plus ou moins de vigueur, l'impact sur les devises est global et aucune d'entre elles ne parvient à se démarquer nettement, maintenant ainsi les principales parités de change - qui comparent les devises entre elles - dans des intervalles assez étroits.

➤ Un repli généralisé du dollar depuis un an ...

Dans ce contexte global, **le mouvement le plus marqué a concerné le dollar qui domine tout le marché et laissant les autres devises sans mouvement propre**. Après le choc initial du déclenchement de la crise ravivant le statut de valeur refuge du dollar, ce dernier a entamé un repli continu et généralisé qui s'est poursuivi jusqu'à ce début 2021. **Depuis un an, le dollar a perdu 12% contre la couronne suédoise (la devise la plus ferme sur fond d'absence de confinement fort durant la crise permettant une croissance plus solide), 10% contre le franc suisse (dont le statut de valeur refuge a été plus marqué que pour le dollar grâce à des fondamentaux moins dégradés), 8% contre l'euro, 3% contre la livre sterling (elle-même affectée par l'épisode sans fin du Brexit), et seulement 1% contre le dollar canadien** (devise voisine toujours très liée au sort du dollar US, traditionnellement corrélée aux cours des matières premières et ayant donc souffert des forts soubresauts ayant affecté ces derniers durant l'année). Dans le même temps, **la baisse du dollar depuis un an atteint 8% contre le renminbi chinois** qui bénéficie d'une sortie de crise spectaculaire en Chine sur le plan domestique.

Performances contre dollar depuis le 1^{er} janvier 2020 (en % - source Bloomberg)



➤ ... alimenté par des fondamentaux de plus en plus fragilisés

Paradoxalement, alors que la croissance économique des Etats-Unis depuis l'été dernier s'avère être plus robuste qu'ailleurs, le dollar n'en a pas profité, au contraire. **Ce rebond de la croissance a en effet été accompagné, voire stimulé, par le creusement de déséquilibres majeurs**. Pour doper la reprise économique, les autorités américaines ont en effet décidé d'ouvrir très grand les vannes budgétaires, encore davantage qu'ailleurs, avec à la clé une envolée du déficit et par ricochet de la dette publique pour le financer. Dans le même temps, la Fed a eu recours à une création monétaire massive pour racheter une part importante de cette dette détenue, conduisant à une explosion de la taille



Auteur : Philippe MEYER – tél. : 01 44 31 16 89 – pmeyer@unigrains.fr – Date de Publication : 28 janvier 2021

Avertissement : La présente note a été réalisée par la Direction des Études Économiques d'UNIGRAINS à partir de données publiques. La société UNIGRAINS ne saurait être en aucun cas tenue responsable d'éventuelles erreurs, inexactitudes, et de toutes leurs conséquences directes et indirectes.

Copyright : Aucune partie de cette publication ne peut être reproduite par quelque moyen que ce soit sans la permission écrite d'UNIGRAINS.

© UNIGRAINS – 23 AVENUE DE NEUILLY, 75116 PARIS – WWW.UNIGRAINS.FR

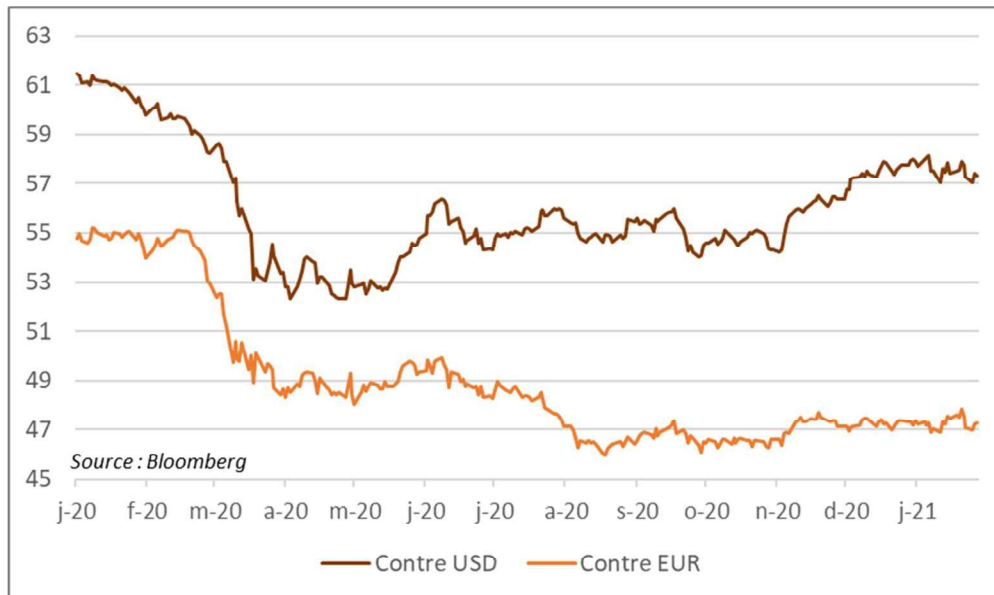


du bilan de la Banque centrale américaine, bien plus fortement que ce que l'on a pu observer du côté de la BCE (respectivement +82% et +49% depuis le 1^{er} janvier 2020), et l'annonce du maintien pendant une durée très longue des taux zéro a annulé pour longtemps toute rémunération à la détention de dollars. **Ce cocktail magique pour la croissance, déficit - dette - création monétaire, est en revanche très négatif pour la confiance des investisseurs dans la valeur de la monnaie.** Et les annonces faites par la nouvelle administration Biden de renforcer encore les plans de relance (1900 Mds de dollars supplémentaires prévus prochainement) n'ont que renforcé ce sentiment. Dans le même temps, une croissance économique plus forte qu'ailleurs se traduit par un **creusement du déficit commercial**, les Etats-Unis important davantage pour répondre à la demande intérieure en reprise qu'ils n'exportent à des zones économiques encore convalescentes. **Ce retour des « twin deficits » (budgétaire et commercial), qui avaient marqué les années 80 et 90, affecte le dollar.**

➤ Les devises émergentes ont stoppé leur chute et se redressent face au dollar depuis six mois

Seules les devises dites émergentes affichent depuis un an des performances plus négatives que le billet vert (-3% face au dollar pour la roupie indienne, -9% pour le rand sud-africain, -20% pour le rouble russe et la lire turque, -25% pour le real brésilien). Ce bilan annuel cache toutefois deux tendances distinctes. Sur les six premiers mois de l'année, les devises émergentes se sont effondrées (pendant que le dollar bénéficiait de son rôle de valeur refuge) alors que la crise sanitaire y a souvent été moins bien maîtrisée qu'ailleurs et que les investisseurs ont délaissé tous les actifs considérés comme risqués dont ces devises font partie aux côtés des marchés actions et des matières premières. **Depuis six mois en revanche, le contexte de baisse globale du dollar leur a également bénéficié (+10% en moyenne),** un impact amplifié par un moindre climat global de risque, une reprise des cours des matières premières et une plus grande attractivité face au creusement des déséquilibres américains combiné à la confirmation d'une rémunération nulle de la devise américaine. **Contre l'euro, la situation diffère. La chute des devises émergentes au premier semestre 2020 a également été également massive, mais depuis, elles demeurent stables à de bas niveaux** alors que l'euro a comme elles progressé face au dollar.

Indice JP Morgan des cours des devises émergentes



➤ Et maintenant ?

Les deux principales forces ayant influencé le dollar depuis début 2020 devraient rester en place dans les mois à venir. D'une part, les déséquilibres budgétaires, monétaires et commerciaux resteront des facteurs incontestablement baissiers, indépendamment du rythme de reprise économique américaine.

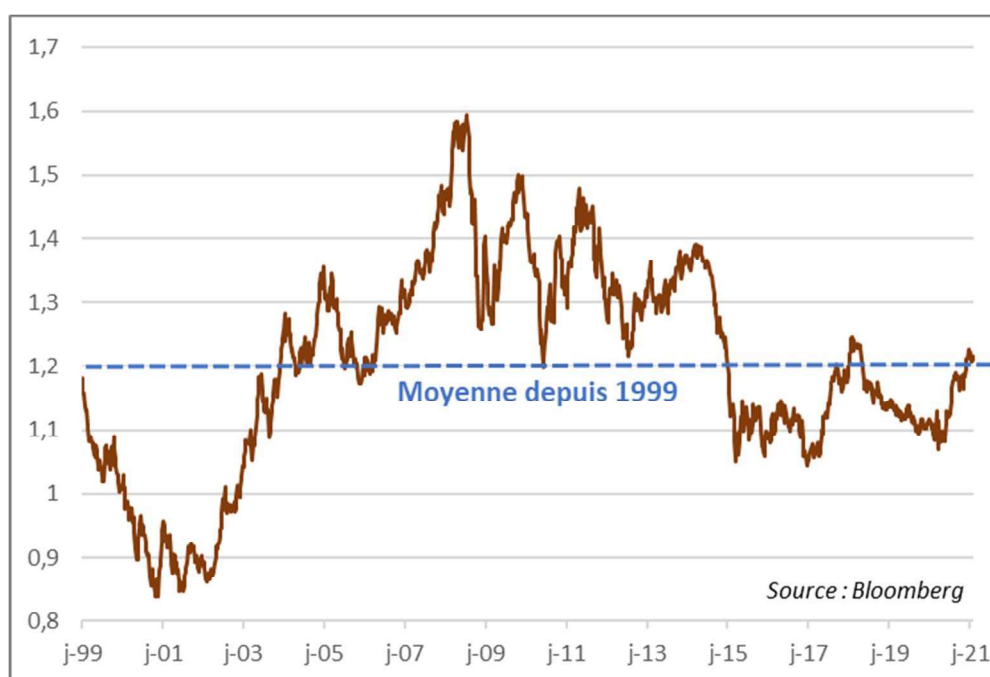
D'autre part, ce scénario fondamentalement baissier pourrait toutefois être atténué, voire ponctuellement remis en cause, par une évolution toujours très incertaine de la crise sanitaire qui restera à court terme le déterminant majeur de l'activité économique et de l'ensemble des marchés financiers. **Tant que les inquiétudes sanitaires resteront**



présentes, l'effet négatif sur le dollar de ses fondamentaux économiques sera freiné par son statut de valeur refuge et ce d'autant que les autres devises resteront peu attractives dans le climat actuel. Que la crise s'intensifie et ce statut de valeur refuge jouera à nouveau plus nettement lui permettant ponctuellement de se redresser.

Contre les principales devises du G10, les pressions baissières sur le dollar alimentées par des fondamentaux négatifs devraient ainsi rester contenues jusqu'à ce que la crise sanitaire s'éloigne réellement. **Alors que la parité Euro-Dollar a rebondi depuis un an de 1,08 à 1,22, revenant ainsi vers sa moyenne de long terme (située à 1,20 depuis 1999), son potentiel de hausse d'ici l'été devrait rester limité avec la zone symbolique de 1,25 en ligne de mire. Le trend haussier pourra se poursuivre au second semestre sous couvert d'une situation sanitaire stabilisée.** Ce serait alors une mauvaise nouvelle pour les entreprises exportatrices européennes déjà fragilisées par une demande domestique affectée par la crise. Dans le même temps, **les devises du G10 très dépendantes des cours des matières premières, comme les dollars canadien ou australien, pourraient se redresser davantage contre la devise américaine** si les principaux cours de l'énergie, des métaux ou des matières premières agricoles confirment leur redressement actuel sur fond d'une croissance mondiale plus solide et d'achats massifs de la Chine.

Parité Euro-Dollar



Une solidité retrouvée des cours des matières premières serait aussi de nature à continuer de porter les devises émergentes, ce d'autant que la reprise attendue de la croissance mondiale et le maintien des taux d'intérêt américains durablement à zéro resteront des facteurs de soutien. Pour peu bien sûr que le climat global de risque liée à l'évolution de la pandémie ne se dégrade pas. **Leur capacité de rebond demeurera toutefois limitée par des fondamentaux économiques fortement affectés par la crise et la chute du commerce mondial** à laquelle elles sont très sensibles et qui mettra du temps à se rétablir.

Alors que le marché des changes devrait rester dominé par les mouvements intrinsèques du dollar, **l'évolution face à l'euro des devises du G10 et des devises émergentes devrait rester plus stable**, à de bas niveaux pour ces dernières avant que l'atténuation des craintes liées à la crise de la covid et un redressement de leurs économies très affectées par la crise ne leur permettent de reprendre davantage de couleurs. On n'en est pas là !

