

Focus FX

20 Avril 2020



Guy ERTZ
Chief Investment Advisor

En un mot :

La propagation de l'épidémie de covid-19 s'est soldé par un effondrement des marchés jamais observé depuis la Grande Dépression et les mesures de confinement ont mis un point d'arrêt à l'économie mondiale. Sur le marché des changes, les devises dites sensibles au comportement des marchés ont subi de très fortes fluctuations et certaines ont touché des points bas historiques, tandis que les devises refuges ont tiré profit de la panique des investisseurs.

Rapidement, d'importantes politiques économiques de relance ont été mises en place au sein des pays du G10 de sorte que tous les outils de politiques monétaires et budgétaires sont utilisés. Le regain de confiance des investisseurs a permis un fort et rapide rebond des marchés. Depuis leurs points bas, les marchés action ont retracé plus de 20% de leurs pertes antérieures. Cet apaisement s'est aussi ressenti sur le marché des devises. L'AUD, le NZD ainsi que la NOK ont retracé plus de la moitié du déclin du mois de mars. Le rebond du prix du pétrole a également alimenté cette reprise. Malgré que la volatilité de l'EURUSD ait diminué, la paire reste soumise à d'importantes fluctuations. En effet, bien que l'on pourrait avoir atteint un pic de l'épidémie en Europe et aux Etats-Unis, l'incertitude va persister à court-terme et le risque de deuxième vague concernant le virus reste élevé. Les premiers chiffres économiques montrent une

récession profonde et globale et la reprise de la croissance n'est pas attendue avant le second semestre. Dans de telles conditions, bien que nous continuons à voir une appréciation progressive des devises à 3 et 12 mois, nous abaissons nos cibles pour l'ensemble des devises excepté pour l'EURUSD où les facteurs de court et moyen terme restent en faveur de l'euro. A court terme, nous révisons à la hausse nos cibles pour le CHF et le JPY. Nous pensons que le sentiment de risque va rester globalement déprimé au cours des 3 prochains mois.

	Country	Spot		Target three months		Target twelve months	
			4/6/2020	Trend	Mid	Trend	Mid
Against euro	United States	EUR / USD	1.08	Negative	1.14	Negative	1.16
	United Kingdom	EUR / GBP	0.88	Negative	0.90	Neutral	0.88
	Switzerland	EUR / CHF	1.06	Neutral	1.06	Negative	1.12
	Japan	EUR / JPY	118	Neutral	121	Negative	123
	Norway	EUR / NOK	11.27	Positive	11.00	Positive	10.30
Against dollar	Japan	USD / JPY	109	Positive	106	Positive	106
	Canada	USD / CAD	1.41	Positive	1.38	Positive	1.34
	Australia	AJD / USD	0.61	Positive	0.65	Positive	0.67
	New Zealand	NZD / USD	0.59	Positive	0.61	Positive	0.63
	Brazil	USD / BRL	5.24	Positive	5.00	Positive	4.50
	Russia	USD / RUB	76.2	Positive	70.0	Positive	66.0
	India	USD / INR	76.0	Positive	74.0	Positive	72.0
	China	USD / CNY	7.09	Neutral	7.00	Positive	6.80

Source : BNP Paribas - Bloomberg

EURUSD

En mars, la volatilité de l'euro a atteint des niveaux élevés et la paire a subi des fluctuations extrêmes. La valeur d'un euro a bondi aux alentours de 1,15 avant de passer sous 1,07 en moins de 15 jours. Les mesures sans précédent prises par la Fed ont fait baisser les taux américains à des niveaux historiquement bas et ont réduit les écarts de rendement avec les taux allemands. Ainsi, étant donné l'exposition élevée des investisseurs au dollar américain après plusieurs années de rendements relativement attrayants, l'effondrement des écarts de rendement et un niveau élevé de volatilité sur le marché des changes ont atténué l'attrait du dollar pour la stratégie carry trade. En outre, les actions coordonnées entre les principales banques centrales du G10 pour préserver la liquidité du dollar devraient réduire l'attractivité de ce dernier. **Nous maintenons notre dernier objectif à 1,14 au cours des trois prochains mois.** Au cours du second semestre, nous devrions assister à un rebond des activités de la zone euro

et des États-Unis. Toutefois, la politique monétaire devrait rester accommodante pendant un certain temps pour soutenir la reprise économique. La faiblesse des rendements américains relativement aux taux allemands devrait entraîner une baisse durable des flux d'investissement européens vers les actifs à revenu fixe américains et profiter à l'euro. En ce qui concerne les facteurs fondamentaux, ils sont favorables à un euro plus fort à court terme. La surévaluation structurelle du billet vert par rapport à sa valeur d'équilibre long-terme (1,31) laisse présager une tendance à la hausse durable de la paire EURUSD à plus long terme. Les facteurs à moyen terme continuent de tendre vers une appréciation de l'euro. **Nous maintenons notre objectif à 12 mois à 1,16.**

EURCHF

Le **franc suisse** a continué à se renforcer en février avant de se stabiliser globalement en mars, tandis que la BCE a annoncé un soutien total pour maintenir les taux à des niveaux bas. Toutefois, les mesures de confinement devraient durer jusqu'en mai dans les principaux pays européens et les prévisions du FMI ont fait état d'une profonde récession au cours du premier semestre, jamais vue depuis la Grande Dépression. Le sentiment de risque devrait persister dans les semaines à venir et maintenir l'EURCHF proche des niveaux actuels. **Nous avons donc revu à la baisse notre objectif de 1,08 à 1,06 pour les trois prochains mois.** La banque centrale suisse a augmenté ses achats de devises étrangères en mars. Cela a souligné la volonté de la banque centrale d'éviter une forte appréciation de la monnaie suisse. Les spreads périphériques, un facteur historique de l'EURCHF, se sont fortement élargis au début du mois de mars, parallèlement à la propagation de l'épidémie en Europe. Le vaste programme d'achat d'actifs de la BCE, annoncé à la mi-mars, a apaisé les tensions sur le marché de la dette souveraine. Les spreads périphériques ont réagi positivement, et nous prévoyons un nouveau resserrement au cours des mois à venir, alors que l'espoir d'une action commune de la zone euro se matérialiserait. Le CHF reste la monnaie de financement la plus attrayante. Nous continuons de voir la possibilité pour les investisseurs d'utiliser de plus en plus le franc suisse comme monnaie de financement. En outre, la surévaluation structurelle du franc par rapport à sa juste valeur laisse présager une dépréciation du franc. **Ces facteurs et la reprise attendue de l'activité européenne au cours de la deuxième partie de l'année devraient porter l'EURCHF à 1,12 au cours des 12 prochains mois.**

USDJPY

La volatilité du **yen** a atteint un sommet en mars et est revenue à des niveaux similaires à 2016. La monnaie refuge a été vulnérable à la ruée vers les liquidités en dollars au début du mois. Cependant, le yen s'est redressé parallèlement au rebond des marchés boursiers. Le rétrécissement de l'écart de rendement suite aux actions historiques de la Fed devrait être bénéfique pour le yen à court terme. En outre, la forte exposition des investisseurs japonais au dollar rend ce dernier vulnérable. En fin de compte, nous nous attendons à ce que la demande des investisseurs institutionnels japonais pour le yen augmente car le coût de la couverture de l'exposition au dollar diminue en même temps

que les rendements de la partie courte de la courbe des taux. En raison de ces facteurs, **le yen devrait se renforcer à court terme pour atteindre 106 au lieu de 108 (prévision précédente). Puis la persistance des faibles rendements et des incertitudes devrait maintenir le yen autour de 106 au cours des 12 prochains mois.**

EURGBP

La **livre sterling** s'est effondrée cette année. En cause, les divergences croissantes entre le gouvernement britannique et l'UE concernant les négociations du Brexit, puis l'épidémie de coronavirus en Europe. Comme la plupart des devises, la volatilité de la livre a atteint un pic en mars et a dépassé les niveaux observés en 2016. En effet, il a fallu beaucoup de temps pour que le gouvernement réagisse avec fermeté. Début mars, le gouvernement britannique a d'abord adopté une stratégie d'immunité collective contre les coronavirus alors que l'épidémie se propageait en Europe. Simultanément, la Banque d'Angleterre a procédé à deux baisses de taux non programmées, portant le taux directeur à un niveau historiquement bas (0,1 %). Les taux souverains britanniques ont baissé et ont atteint temporairement des niveaux record. Plus tard, les tensions sur la livre sterling se sont atténuées, le gouvernement ayant fait un virage remarquable et imposé un confinement. Les responsables ont annoncé des actions coordonnées, dont un plan budgétaire, éclipsant le plan de sauvetage financier déployé pendant la crise de 2008. La réponse tardive du gouvernement risque de maintenir le Royaume-Uni plus longtemps dans la crise sanitaire et les mesures de confinement pourraient s'éterniser davantage que dans le reste de l'Europe. En outre, la livre sterling pourrait être très volatile au cours des prochaines semaines avec le retour des négociations du Brexit. Alors que le Premier Ministre Johnson s'était engagé à quitter l'UE à la fin de 2020, avec ou sans accord, la date limite pour demander une prolongation de la période de transition se rapproche. **Dans ce contexte, nous ne voyons pas la livre sterling s'apprécier à court terme et nous avons révisé notre objectif à trois mois de 0,85 à 0,90.** Les négociations commerciales auraient dû reprendre en mars, mais elles sont au point mort en raison de la crise du coronavirus. Ceci laisserait moins de 9 mois aux négociateurs britanniques et européens pour trouver un accord alors même que les deux parties ont montré de fortes divergences. La volatilité de la livre sterling devrait persister et empêcher une forte appréciation du câble. **Nous maintenons notre objectif sur 12 mois à 0,88.**

AUDUSD

Le **dollar australien** a chuté en mars et a atteint des niveaux jamais vus depuis 17 ans avant de retracer près de deux tiers de ses pertes. Bien que le nombre de décès liés au covid-19 soit relativement faible, la situation pourrait rapidement s'aggraver à mesure que les services de santé deviennent plus sollicités. Le gouvernement vient de prolonger le confinement pour 4 semaines après avoir fermé les frontières ainsi que certaines frontières entre états australiens. Les réponses budgétaires et monétaires ont été bien accueillies par les marchés et ont permis un rebond du dollar australien. Le gouvernement a dévoilé un plan de relance historique équivalent à 10% du PIB. Un soutien sera apporté aux entreprises afin d'éviter un chômage massif, aux ménages ainsi qu'aux compagnies aériennes. Le gouvernement et la banque centrale se sont engagés à maintenir la stabilité du marché financier australien afin de continuer à financer les

entreprises. La banque centrale a baissé deux fois les taux d'intérêt, portant le taux de référence à 0,25 %. Parallèlement aux mesures de financement et aux opérations de repo, elle a lancé pour la première fois un programme d'achat d'actifs afin d'atteindre son objectif de ramener le rendement des obligations étatiques à 3 ans à 0,25 %. Bien que les rendements obligataires australiens et américains ont simultanément baissé au cours des trois derniers mois, l'écart de taux s'est creusé et devrait soutenir l'AUD. **À court terme, l'économie australienne devrait profiter du rebond rapide attendu de la demande chinoise dans un contexte de rendements bas, de faiblesse du dollar australien et d'un plan de dépenses en infrastructure. Nous voyons un potentiel d'appréciation à court terme à 0.65 et révisons notre cible à 12 mois à 0.67.**

NZDUSD

Le **dollar neo-zélandais** a chuté d'environ 10% depuis le début de l'année. Tout comme son voisin australien, le kiwi a souffert tout particulièrement de l'effondrement de la demande chinoise alors que la Chine demeure le plus gros importateur de produits néo-zélandais. La chute du prix des matières premières suite au fort déclin de la demande mondiale a pesé sur le NZD. Le FMI anticipe que la Nouvelle-Zélande devrait connaître la plus importante contraction du PIB parmi les pays de la zone Asie-Pacifique. Cependant, la Nouvelle-Zélande fait partie des bons élèves quant à la gestion de la crise sanitaire. En effet, le pays fait état de moins de 10 morts et un peu plus de 1000 cas infectés au covid-19. Le gouvernement s'est engagé à débloquent un important soutien financier de plus de 4% du PIB dédiés aux entreprises et aux ménages. De son côté, la banque centrale a abaissé les taux directeurs de 75 pb à 0,25%, annoncé un programme d'achat d'actifs de 30 mds NZD et lancé un plan de soutien à la liquidité auprès des banques. **Au cours des 3 prochains mois, nous pensons que le NZD a peu de potentiel d'appréciation étant donné le fort retour opéré depuis mi-mars (+8,5%). Nous révisons notre cible à 0,61 (valeur pour 1 NZD). A moyen terme, certains facteurs soutiendraient le kiwi. La reprise attendue de la Chine, le retour progressif de l'appétit pour le risque ainsi qu'un différentiel de taux favorable devraient entraîner le NZD vers sa moyenne mobile 200 jours, 0.63.**

USDCAD

Le **dollar canadien** s'est fortement affaibli face au dollar américain et a perdu plus de 8% cette année. Sa chute est restée néanmoins plus modérée comparativement à d'autres devises fortement exposées au cours des matières premières. Comme la plupart des pays occidentaux, le Canada a imposé des mesures de confinement pour tenter de freiner la propagation du covid-19. L'arrêt de l'économie a déjà provoqué de lourdes conséquences notamment sur l'emploi. En mars, 1 million de canadiens ont perdu leur emploi tandis que l'indice reflétant le sentiment du secteur manufacturier a atteint un point bas historique. La banque centrale du Canada a été l'une des premières à réagir. A trois reprises, elle a abaissé le taux directeur de 50 pb. Tout comme la Fed, les taux d'intérêt ont été coupés de 150 pb en un mois, atteignant 0,25%. Un programme d'achat d'actifs de 200 mds CAD a été lancé, visant les obligations étatiques et provinciales ainsi que les obligations « investment grade ». En parallèle, le gouvernement a annoncé la mise en place de plan massif de soutien aux ménages et entreprises, avoisinant les 9% du PIB. A court terme, nous voyons le CAD rebondir.

Depuis que le dollar canadien a touché un point bas mi-mars, la devise n'a que peu corrigé, déprimée par le cours du WTI qui peine à remonter. L'accord conclu entre les membres de l'OPEC et plusieurs producteurs de pétrole notamment le Canada, devrait permettre un rebond du prix du pétrole sous condition d'une reprise de la demande mondiale. **Même si nous attendons une faible reprise du CAD au cours des 3 prochains mois (1,38 valeur pour un dollar US), nous prévoyons un retour vers la moyenne mobile 200 jours (1.34) à 12 mois.**

EURSEK

La **couronne suédoise** a suivi le même chemin que la plupart des devises du G10 le mois dernier, mais dans une moindre mesure. En effet, la couronne suédoise a touché un point bas le 18 mars et s'est rapprochée de son niveau historiquement bas (atteint en 2009) mais s'est rapidement redressée pour ensuite regagner 4% par rapport à l'euro. Dans l'ensemble, la monnaie suédoise a perdu 3,6 % depuis le début de l'année, tandis que la NOK s'est effondrée de 15 %. Cette relative résilience s'est produite bien que la Suède reste le seul pays d'Europe occidentale à avoir adopté une stratégie d'immunité collective jusqu'à présent, alors que la plupart de ses voisins ont imposé un confinement. Le bilan des décès liés au covid-19 est bien plus important que la moyenne en Scandinavie. En raison des risques élevés d'augmentation des cas de décès au cours des prochaines semaines, **les chances que l'EURSEK reste autour des niveaux actuels sont fortes au cours des trois prochains mois.** Pour sa part, le gouvernement a annoncé une série de mesures de relance, dont une garantie de 70 % sur les nouveaux prêts aux entreprises en difficulté extrême en raison de la crise du covid-19. Il a également proposé des conditions plus souples pour le versement des allocations chômage. Sur le plan monétaire, la banque centrale a étendu son programme d'achat d'obligations à 300 milliards de couronnes suédoises. Elle a mis en œuvre de nouvelles mesures de liquidité, notamment un taux de prêt au jour le jour plus bas. Toutefois, la Riksbank a exclu toute baisse du taux à un niveau négatif jusqu'à présent, alors que les marchés s'y attendaient. Une telle capitulation de la part de la banque centrale pourrait être négative pour la couronne suédoise. Pour l'instant, nous pensons que la forte position de la banque centrale devrait profiter à l'écart de rendement. Sur le plan économique, la crise sanitaire va aggraver la décélération en cours de l'économie suédoise. Le ministère des finances prévoit une contraction de 4 % de la croissance économique en 2020. Toutefois, cela est conforme à nos attentes pour la zone euro (-4,3 %). **Nous voyons la devise suédoise revenir à sa moyenne mobile 200 jours au cours des 12 prochains mois (10,7), parallèlement à la reprise de l'appétit pour le risque.**

EURNOK

La **couronne norvégienne** s'est écroulée, reculant de près de 15% depuis le début de l'année, la plus mauvaise performance parmi les pays G10. La devise a atteint un point bas historique mi-mars, concomitamment à l'effondrement des marchés actions et du prix du pétrole. Depuis, la NOK a regagné un peu de terrain face à l'euro, alors que l'on observe une baisse de la volatilité et une reprise des marchés actions. Néanmoins, la NOK reste aujourd'hui à des niveaux très faibles. L'économie norvégienne ne sera pas épargnée par la crise du covid-19. Bien qu'un accord historique entre les membres de

l'OPEC et ses alliés ait été conclu, les prix du pétrole restent à des niveaux historiquement bas. La remontée des prix sera lente et la chute des exportations norvégiennes de pétrole vont peser fortement sur le PIB. Le gouvernement et la banque centrale ont réagi de concert comme la majorité des pays impactés. Le gouvernement prévoit des garanties de prêts bancaires pour les entreprises les plus touchées ainsi qu'un plan d'aide aux entreprises. L'autorité monétaire a d'une part abaissé le taux d'intérêt de référence à deux reprises (-150 pb) portant ce dernier à 0,25%, un point bas historique. D'autres parts, elle a apporté une facilité de liquidité aux banques commerciales. Même si l'économie norvégienne présentait quelques signes de ralentissement avant la crise sanitaire, les fondamentaux restaient solides. Le pays détenait l'une des plus fortes prévisions de croissance de la zone euro, le taux de chômage fluctuait à un faible niveau et les taux directeurs figuraient parmi les plus hauts de la zone G10. Cette situation avantageuse, couplée à un nombre de décès liés au covid-19 parmi les plus bas en Europe occidentale devraient permettre à l'économie norvégienne de rebondir. Par ailleurs, le gouvernement envisage un déconfinement progressif dès le 20 avril, faisant de la Norvège l'un des premiers pays européens à enclencher une reprise de son économie. **Nous prévoyons toujours une appréciation de la NOK mais dans une moindre mesure que précédemment. Bien qu'à court-terme nous voyons la NOK s'apprécier faiblement à 11.0 dans un environnement où l'aversion pour le risque va persister, la NOK devrait davantage se renforcer à 10.30 au cours des 12 prochains mois.**



NOTRE ÉQUIPE DE STRATÉGISTES

France

Florent BRONES
Chief Investment Officer

Asie

Prashant BHAYANI
Chief Investment Officer, Asia

Grace TAM
Chief Investment Advisor, Asia

Belgique

Philippe GIJSELS
Chief Investment Advisor

Xavier TIMMERMANS
Senior Investment Strategy, PRB

Alain GERARD
Senior Investment Advisor, Equities

Pol TANSENS
Head of Real Estate Strategy

Luxembourg

Guy ERTZ
Chief Investment Advisor

Edouard DESBONNETS
Investment Advisor, Fixed Income

Suisse

Roger KELLER
Chief Investment Officer

AVERTISSEMENT

Le présent document marketing est communiqué par le Métier Wealth Management de BNP Paribas, Société Anonyme française au capital de 2.499.597.122 Euros, Siège Social 16 bd des Italiens 75009 Paris – France, immatriculée au RCS Paris sous le numéro 662 042 449, agréée en France en tant que banque auprès de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). En tant que document marketing, il n'a pas été produit conformément aux contraintes réglementaires visant à assurer l'indépendance de la recherche en investissement et n'est pas soumis à l'interdiction de transaction préalable à sa diffusion. Il n'a pas été soumis à l'AMF ou à une autre autorité de marché. Ce document est confidentiel et destiné uniquement à une utilisation par BNP Paribas SA, BNP Paribas Wealth Management SA et les sociétés de leur groupe (« BNP Paribas ») et les personnes à qui ce document est délivré. Il ne peut pas être distribué, publié, reproduit ou révélé par leurs destinataires à d'autres personnes ou faire l'objet de référence dans un autre document sans le consentement préalable de BNP Paribas.

Ce document est fourni uniquement à titre d'information et ne constitue en aucun cas une offre ou une sollicitation dans un Etat ou une juridiction dans lequel une telle offre ou sollicitation n'est pas autorisée, ou auprès de personnes envers lesquelles une telle offre, sollicitation ou vente, est illégale. Il n'est pas, et ne doit en aucune circonstance être considéré comme un prospectus. Bien que les informations fournies aient été obtenues de sources publiques ou non publiques pouvant être considérées comme fiables, et bien que toutes les précautions raisonnables aient été prises pour préparer ce document, BNP Paribas n'atteste et ne garantit explicitement ou implicitement ni son exactitude ni son exhaustivité et n'accepte aucune responsabilité en cas d'inexactitude, d'erreur ou omission. BNP Paribas n'atteste pas et ne garantit aucun succès prévu ou attendu, profit, retour, performance, effet, conséquence ou bénéfice (que ce soit d'un point de vue juridique, réglementaire, fiscal, financier, comptable ou autre) quelque soit le produit ou l'investissement. Les investisseurs ne doivent pas accorder une confiance excessive à l'égard des informations historiques théoriques se rapportant aux performances historiques théoriques. Ce document peut faire référence à des performances historiques ; les performances passées ne présagent pas des performances futures. L'information contenue

dans ce document a été rédigée sans prendre en considération votre situation personnelle et notamment votre situation financière, votre profil de risque et vos objectifs d'investissement. Avant d'investir dans un produit, l'investisseur doit comprendre entièrement les risques, notamment tout risque de marché lié à l'émetteur, les mérites financiers et l'adéquation de ces produits et consulter ses propres conseillers juridiques, fiscaux, financiers et comptables avant de prendre une décision d'investissement. Tout investisseur doit entièrement comprendre les caractéristiques de la transaction et, en absence de disposition contraire, être financièrement capable de supporter la perte de son investissement et vouloir accepter un tel risque. L'investisseur doit se rappeler que la valeur d'un investissement ainsi que les revenus qui en découlent peuvent varier à la baisse comme à la hausse et que les performances passées ne sauraient préfigurer les performances futures. Tout investissement dans un produit décrit est soumis à la lecture préalable et à la compréhension de la documentation constitutive du produit, en particulier celle qui décrit en détail les droits et devoirs des investisseurs ainsi que les risques inhérents à un investissement dans ce produit. En absence de disposition écrite contraire, BNP Paribas n'agit pas comme conseiller financier de l'investisseur pour ses transactions.

Les informations, opinions ou estimations figurant dans ce document reflètent le jugement de leur auteur au jour de sa rédaction ; elles ne doivent ni être considérées comme faisant autorité ni être substituées par quiconque à l'exercice de son propre jugement, et sont susceptibles de modifications sans préavis. Ni BNP Paribas ni toute entité du Groupe BNP Paribas ne pourra être tenue pour responsable des conséquences pouvant résulter de l'utilisation des informations, opinions ou estimations contenues dans le présent document.

En tant que distributeur des produits présentés dans ce document, BNP Paribas peut recevoir des commissions de distribution sur lesquelles vous pouvez obtenir de plus amples informations sur demande spécifique. BNP Paribas, ses employés ou administrateurs peuvent détenir des positions sur des produits ou être en relation avec leurs émetteurs.

En recevant ce document, vous acceptez d'être lié par les limitations ci-dessus.

© BNP Paribas (2020). Tous droits réservés

