

Focus FX

11 juin 2020



Guy ERTZ

Chief Investment Advisor

En un mot :

En mai, le fort optimisme des investisseurs a continué à soutenir le marché des changes. L'appétit pour le risque a augmenté depuis la mi-mai, et les monnaies du G10 se sont fortement appréciées, en particulier les monnaies liées aux matières premières au détriment du billet vert et des devises refuges. Les récentes données économiques ont surpris à la hausse et les marchés s'attendent à une reprise plus rapide que prévu en Europe et aux États-Unis. Toutefois, nous maintenons notre scénario de base, qui prévoit une période de stabilisation cet été avant une reprise économique mondiale. L'optimisme actuel semble ignorer les nouvelles tensions géopolitiques, notamment entre les États-Unis et la Chine.

Les trois dernières semaines ont été marquées par une forte reprise du marché des changes. L'euro a atteint son plus haut niveau depuis trois mois. Tout d'abord, la remontée de l'euro a été déclenchée par l'espoir croissant d'un accord entre les pays de l'UE sur le fonds de relance suite à la proposition franco-allemande. Depuis lors, alors qu'une réunion cruciale de l'UE se tiendra le 19 juin, le sentiment positif des marchés a continué à alimenter l'euro bien au-delà de sa moyenne mobile de 200 jours. Pendant ce temps, le DXY (indice USD) a chuté de plus de -3,5 % alors que les investisseurs se retiraient des actifs refuges (le CHF a chuté de -3,4 % et le JPY de -2,0 %). Le Brexit est revenu sur le devant de la scène lors du quatrième cycle de négociations qui s'est tenu début juin. Les marchés ne s'attendent pas à une percée significative lors de la réunion de la fin du mois, car des divergences subsistent sur des sujets clés. Dans une

économie encore en grande partie sous confinement, les nouvelles du Brexit devraient rester un moteur de la livre sterling. Les monnaies liées aux matières premières, le dollar australien, le dollar néo-zélandais, la couronne norvégienne et, dans une moindre mesure, le dollar canadien, ont connu une forte hausse. Le dollar australien et le dollar néo-zélandais ont profité des signes, plus rapides que prévus, de reprise de l'économie chinoise. Le NOK a bénéficié du rebond historique des prix du pétrole et de la révision à la hausse de la croissance du PIB. La SEK a surperformé cette année, car la couronne est la seule monnaie à enregistrer une performance positive par rapport à l'euro. Le fait que le taux directeur ne soit pas passé en territoire négatif a été l'un des principaux facteurs de soutien.

Dans l'ensemble, la récente flambée du marché des changes a poussé les devises risquées au-delà de leur objectif à 3 mois, et trois d'entre elles ont même dépassé leur objectif à 12 mois. Nous continuons à penser que les marchés restent trop optimistes, qu'ils ne tiennent pas compte des tensions croissantes entre les États-Unis et la Chine et qu'ils sous-estiment le fort ralentissement économique auquel les économies seront confrontées cette année. Nous maintenons donc notre vision d'une correction au cours des trois prochains mois, tandis que les monnaies refuges devraient se renforcer. Au cours des 12 prochains mois, nous continuons à prévoir une appréciation des monnaies du G10 par rapport à leur niveau de 3 mois (à l'exception du CHF et du JPY), parallèlement à un affaiblissement du dollar.

	Country	Currency	Target three months		Target twelve months	
			Trend	Mid	Trend	Mid
Against euro	United States	EUR/USD	Negative	1,12	Negative	1,16
	United Kingdom	EUR/GBP	Negative	0,90	Neutral	0,88
	Switzerland	EUR/CHF	Negative	1,06	Negative	1,09
	Japan	EUR/JPY	Negative	121	Negative	123
	Norway	EUR/NOK	Positive	11,00	Positive	10,30
	Sweden	EUR/SEK	Negative	10,70	Negative	10,70
	Canada	EUR/CAD	Negative	1,55	Negative	1,55
	Australia	EUR/AUD	Negative	1,72	Negative	1,73
	New Zealand	EUR/NZD	Negative	1,84	Negative	1,84
	Brazil	EUR/BRL	Positive	5,60	Positive	5,22
	Mexico	EUR/MXN	Positive	24,64	Positive	23,20
	China	EUR/CNY	Negative	7,84	Negative	7,89
	Against dollar	Japan	USD/JPY	Neutral	106	Neutral
United Kingdom		GBP/USD	Negative	1,27	Negative	1,32
Canada		USD/CAD	Positive	1,38	Positive	1,34
Australia		AUD/USD	Positive	0,65	Positive	0,67
New Zealand		NZD/USD	Positive	0,61	Positive	0,63
Brazil		USD/BRL	Positive	5,00	Positive	4,50
Mexico		USD/MXN	Positive	22	Positive	20
Russia		USD/RUB	Positive	70	Positive	66
South Africa		USD/ZAR	Positive	17,50	Positive	16,50
Turkey		USD/TRY	Positive	6,80	Negative	7,00
India		USD/INR	Positive	74,00	Positive	72,00
China		USD/CNY	Positive	7,00	Positive	6,80
South Korea		USD/KRW	Positive	1200	Positive	1170
Singapore		USD/SGD	Negative	1,45	Positive	1,40
Malaysia		USD/MYR	Negative	4,35	Positive	4,30
United States		DXY	Negative	97,3	Negative	94,5

Source : BNP Paribas WM

EURUSD

L'euro s'est redressé après l'annonce d'une avancée européenne sur les besoins de financement. La proposition franco-allemande relative à un fonds de relance européen plus important que ce que les marchés attendaient a temporairement apaisé les inquiétudes des investisseurs. De plus, la réouverture des économies européennes et l'absence de résurgence du virus ont alimenté l'optimisme des marchés. Des émeutes généralisées dans plusieurs villes américaines ont également mis le dollar sous pression. Toutefois, le fonds de relance européen pourrait mettre plus de temps à être approuvé, car les divergences persistent au sein des 27. En cas d'absence d'accord lors de la réunion des dirigeants européens à la mi-juin, cela pourrait freiner la remontée de l'euro attendue à court terme. Nous maintenons que le dollar restera soutenu par l'incertitude qui devrait persister cet été. La possible reprise des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine pourrait déclencher une plus grande aversion pour le risque. L'euro est actuellement suracheté. **Nous avons donc ajusté notre objectif à trois mois à 1,12 (au lieu de 1,14).** À moyen terme, nous restons convaincus que le dollar sera plus faible. Les facteurs fondamentaux restent favorables à l'euro. L'écart de rendement s'est fortement contracté depuis le début de l'année suite à l'action sans précédent de la Fed. Une fois que l'aversion au risque se sera atténuée parallèlement à la reprise économique mondiale, ce facteur devrait peser sur le dollar. Combiné à la chute agressive des rendements, le soutien budgétaire du gouvernement aggravera le déficit fiscal et serait négatif pour le dollar. La surévaluation structurelle du billet vert par rapport à sa juste valeur (1,31) laisse également entrevoir une tendance à la hausse durable de l'EURUSD à plus long terme. **Nous maintenons notre objectif sur 12 mois à 1,16.**

EURCHF

L'EURCHF oscillait en dessous de 1,06 en mai, tandis que la proposition franco-allemande a entraîné une forte remontée de l'euro contre le CHF. En outre, l'appétit croissant pour les actifs à risque a pesé sur la monnaie refuge. Les marchés semblent avoir fixé le prix d'un accord des membres de l'UE sur la proposition d'un fonds de relance, probablement au cours du sommet européen de la mi-juin. Le processus d'approbation du fonds de relance pourrait toutefois prendre plus de temps, ce qui devrait peser sur l'euro. En outre, les tensions entre les États-Unis et la Chine ont récemment augmenté et de nouvelles tensions pourraient conduire à un regain d'aversion au risque. Comme le franc est actuellement suracheté, nous maintenons notre EURCHF autour de 1,06 au cours des trois prochains mois. À court terme, nous pensons que le resserrement des spreads périphériques sera l'un des principaux facteurs de la faiblesse du franc suisse. Nous pensons que les spreads continueront à se réduire au cours des prochains mois. Toutefois, nous voyons une hausse plus limitée pour l'euro. Un accord final de l'UE sur le fonds de relance ne devrait pas suffire à faire remonter l'euro de 5% par rapport à son objectif à 3 mois. En outre, l'intervention de la banque centrale suisse pour endiguer l'appréciation du franc a récemment atteint des niveaux records sans produire d'impact significatif sur le franc. **Nous avons donc revu à la baisse notre objectif à 12 mois à 1,09 au lieu de 1,12**

USDJPY

Le yen japonais s'est légèrement affaibli en mai avant de chuter de 1,6 % la première semaine de juin, parallèlement au regain d'appétit pour le risque. Les marchés actions continuent de progresser, le MSCI a franchi la barre des 200-DMA grâce à la réouverture de l'économie, aux signes d'une reprise plus rapide suggérés par les dernières données économiques et aux attentes de nouvelles mesures de relance. La forte amélioration du sentiment des marchés mondiaux a entraîné la baisse du yen, l'intérêt des investisseurs s'étant déplacé vers les actifs plus risqués plutôt au détriment des monnaies refuges. Sur le plan intérieur, le Premier ministre a dévoilé un deuxième plan d'aide fiscale qui vient s'ajouter au plus grand plan de relance au

monde (40% du PIB). La levée de l'état d'urgence national devrait profiter au marché boursier japonais, qui est procyclique. Toutefois, l'optimisme des marchés mondiaux pourrait être exagéré. Les risques de baisse persistent et devraient soutenir le yen à court terme. Le regain de tensions entre les États-Unis et la Chine à la suite des récentes manifestations, le risque d'une seconde vague du virus et les révisions à la baisse des prévisions économiques ne peuvent être exclus. Nous maintenons notre vision d'un yen plus fort au cours des 3 prochains mois (objectif de 106 USDJPY). À moyen terme, nous voyons l'affaiblissement du billet vert compenser l'appétit croissant pour les actifs risqués, parallèlement à la reprise économique mondiale d'ici la fin de l'année. **L'appétit pour le risque devrait peser sur la demande de yen, mais l'affaiblissement du dollar maintiendrait la paire USDJPY stable au cours des 12 prochains mois autour de 106.**

EURGBP

La **livre britannique** a chuté en mai et a perdu 3,5 %. Le Brexit est de nouveau sur le devant de la scène. Le quatrième cycle de négociations entre le Royaume-Uni et l'UE s'est tenu la première semaine de juin. Jusqu'à présent, plusieurs sujets clés restent dans l'impasse. La date limite pour prolonger la période de transition se rapproche, alors que les attentes d'une avancée restent faibles. La sensibilité du marché aux flux d'informations sur le Brexit ayant augmenté, cela devrait alimenter la volatilité de la livre sterling au cours des prochaines semaines. **Nous maintenons notre objectif à 3 mois à 0,90 (valeur pour 1 euro).** À moyen terme, la reprise économique mondiale attendue soutiendra l'appétit pour le risque qui devrait être bénéfique à la livre. Toutefois, la hausse devrait être limitée. Le Royaume-Uni vient tout juste d'annoncer des mesures de sortie du confinement alors que les principaux pays européens l'ont déjà levé. Cela pourrait peser sur la rapidité de la reprise économique britannique par rapport à ses voisins. De plus, la forte intervention de la BoE a fait baisser la courbe des taux britanniques. Les écarts de taux avec les taux d'intérêt allemands se sont réduits depuis le début de l'année. **Pour ces raisons, nous maintenons notre objectif à 12 mois inchangé à 0,88.**

AUDUSD

La remontée du **dollar australien** s'est accélérée en mai, la monnaie ayant surperformé ses pairs et gagné plus de 7% à ce jour. L'Aussie a profité de l'amélioration de la confiance des marchés qui a alimenté la reprise des marchés actions depuis 2 mois. Le dernier PMI chinois a montré une forte amélioration du sentiment, au-delà des attentes. Ces facteurs ont été des moteurs positifs pour l'AUD. Lors de la dernière réunion de la banque centrale, les taux d'intérêt sont restés inchangés, juste au-dessus de zéro et devraient rester stables dans notre horizon de projection. La banque centrale a réitéré que l'Australie entrera dans une profonde récession mais qu'il est "possible que l'ampleur du ralentissement soit moindre que prévu". Toutefois, nous pensons que l'optimisme actuel des marchés pourrait occulter les risques persistants. Le récent regain de tension entre les États-Unis et la Chine pourrait déclencher une vague d'aversion pour le risque. Une deuxième vague du virus ne peut pas encore être exclue et le niveau actuel de l'AUDUSD ne semble pas refléter le fort ralentissement économique attendu. Le dollar australien est actuellement suracheté. **Nous voyons donc l'AUDUSD revenir en dessous de sa moyenne mobile de 200 jours, autour de 0,65 au cours des 3 prochains mois car l'incertitude persiste.** À moyen terme, la reprise économique mondiale, et en particulier la reprise de l'activité chinoise associée à une tendance à la hausse des prix du minerai de fer, devrait être la clé pour l'Australie. **Nous maintenons notre vision d'un AUDUSD s'échangeant autour de 0,67 au cours des 12 prochains mois.**

NZDUSD

Le **dollar néo-zélandais** s'est également renforcé avec la remontée des marchés, tandis que le billet vert a perdu de sa vigueur. Le kiwi a bondi de près de 10% au cours des trois dernières semaines et a cassé sa moyenne mobile 200 jours. Outre le regain d'appétit pour les devises liées aux matières premières, les dernières nouvelles sur la situation sanitaire en Nouvelle-Zélande ont été très encourageantes. Le pays n'a pas enregistré de nouveaux cas de covid au cours des deux dernières semaines. Toutefois, alors que la banque centrale prévoit une forte contraction du PIB de près de 10% cette année, l'autorité monétaire a doublé son assouplissement quantitatif lors de sa dernière réunion en mai et n'a pas exclu de nouvelles réductions de taux si nécessaire. Cela pourrait faire baisser le taux directeur en territoire négatif alors que jusqu'à présent, l'écart de rendement avec les États-Unis était en faveur du NZD. Une augmentation des tensions entre les États-Unis et la Chine pourrait sérieusement affaiblir le sentiment positif envers les actifs risqués. À court terme, l'optimisme des marchés devrait s'estomper quelque peu, parallèlement aux risques persistants. En outre, le NZD est suracheté aujourd'hui. **Nous prévoyons un renversement de la tendance à la hausse observée actuellement vers notre objectif à 3 mois à 0,61. Nous pensons que la reprise mondiale et l'affaiblissement de l'USD pousseront le NZDUSD vers 0,63 au cours des 12 prochains mois.**

USDCAD

Le **dollar canadien** s'est apprécié au cours des quatre dernières semaines, même s'il n'a pas progressé autant que l'aussie et le kiwi, qui ont été soutenus par des données économiques chinoises positives. La hausse de l'appétit pour le risque combinée à la flambée des prix du pétrole brut américain de plus de 60% en un mois a permis au CAD de se remettre rapidement de ses niveaux très déprimés. Lors de la dernière réunion monétaire, le gouverneur nouvellement nommé a laissé les taux d'intérêts inchangés à 0,25 % et a souligné qu'une baisse supplémentaire des taux n'était pas envisagée. Il a également réduit les opérations d'achat d'actifs tout en s'attendant à une contraction au deuxième trimestre qui serait moins importante que prévu. Nous pensons que les risques à la baisse devraient éclipser l'optimisme des marchés dans les semaines à venir. **Dans ce contexte, nous voyons l'USDCAD retomber à 1,38 (valeur pour 1 dollar US) à court terme. Au cours des 12 prochains mois, grâce à la reprise économique attendue au cours de la dernière partie de l'année, à la hausse des prix du pétrole et à notre conviction d'un affaiblissement du dollar américain, nous pensons que le CAD a un potentiel de hausse plus important à 1,34.**

EURSEK

La **couronne suédoise** a continué de se renforcer depuis qu'elle a atteint son plus bas niveau à la mi-mars. La couronne suédoise enregistre aujourd'hui une légère avance sur l'euro depuis le début de l'année. Alors que la forte hausse de la confiance des investisseurs a entraîné une reprise globale, la couronne suédoise a été soutenue par une résistance inattendue du taux directeur. En effet, le gouverneur a maintenu le taux directeur inchangé alors que les marchés s'attendaient à ce que la banque centrale ramène les taux d'intérêt en territoire négatif. Les marchés semblent se désintéresser de la profonde récession économique (-10%) annoncée par la banque centrale, ce qui laisse penser que la Suède n'aurait pas récolté les gains attendus après l'adoption d'une stratégie sans confinement face à la crise sanitaire. Le pays a enregistré un nombre de décès beaucoup plus élevé que ses voisins nordiques et a l'un des taux de mortalité par habitant les plus hauts. Alors que les pays voisins sont censés lever les mesures de restriction aux frontières avec les pays européens, ils gardent leurs frontières fermées avec la Suède. La petite économie nordique est restée largement dépendante de son secteur extérieur et dépend fortement de la demande européenne. Nous sommes convaincus que les marchés ont ignoré les risques persistants au niveau domestique. **Dans ce contexte et compte tenu du fait**

que la couronne est très proche des niveaux de surachat, nous continuons à penser que l'EURSEK tournera autour de 10,70, au cours des 3 et 12 prochains mois.

EURNOK

La **couronne norvégienne** a continué de se renforcer en mai et en particulier au cours de la première semaine de juin. Le regain d'appétit des investisseurs pour les actifs à risque, alimenté par l'optimisme des marchés, a été un puissant catalyseur. En outre, la flambée historique des prix du pétrole a soutenu la couronne norvégienne. La situation sanitaire reste sous contrôle dans le pays, qui a été l'un des premiers à lever les mesures de restriction. Les Statistiques Nationales ont récemment publié des projections plus optimistes. Alors qu'elles prévoyaient une contraction du PIB (hors secteur pétrolier) de -5,5 % cette année, elles ont révisé à la hausse, prévoyant une contraction moins importante de -3,9 %. La forte action coordonnée de la banque centrale et du gouvernement contribuera à réduire l'amplitude du ralentissement. Le creux économique aurait dû être atteint en avril. Cependant, tout comme pour les monnaies liées aux matières premières, nous pensons que la hausse du NOK pourrait être surévaluée. Le sentiment actuel du marché semble être décorrélié des dommages économiques et sociaux auxquels les économies devront faire face. **La couronne est actuellement surachetée. Dans un contexte de risques persistants, nous prévoyons que le NOK se stabilisera entre sa moyenne mobile de 50 et 200 jours, autour de 11,0 au cours des 3 prochains mois. À moyen terme, nous restons convaincus que l'amélioration du sentiment du marché ainsi que notre opinion positive sur les perspectives des prix du pétrole soutiendra la hausse de la couronne norvégienne. Nous maintenons notre objectif à 12 mois à 10,30.**



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

