



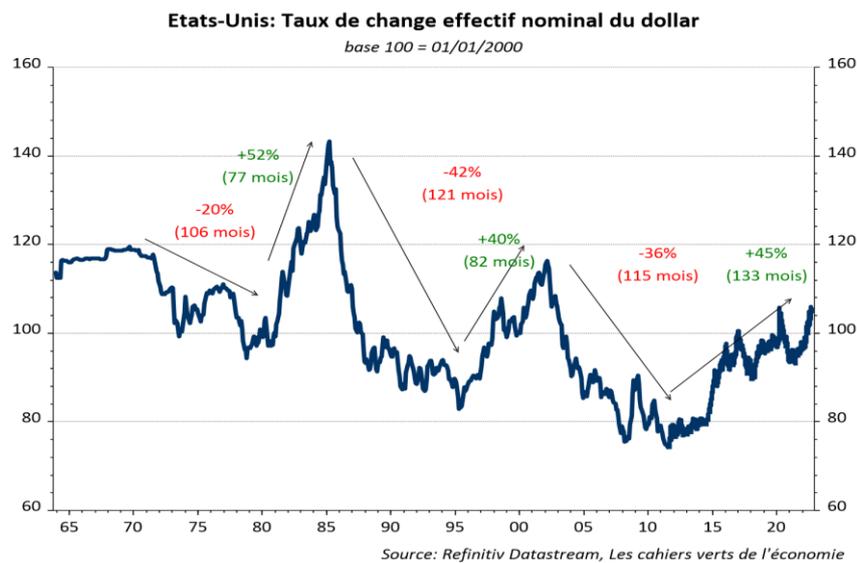
LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

Chronique hebdomadaire
19 septembre 2022

Fin de la pression baissière de l'euro ? Et quelles implications ?

Avant toute chose, rappelons dans quel contexte long se situe le dollar au cœur du système monétaire international.

On sait que la devise américaine, depuis le flottement généralisé des monnaies au début des années 70, obéit à de longs cycles baissiers puis haussiers : 3 cycles baissiers (-20% de 1970 à 1978, -42% de 1985 à 1995 et -36% de 2002 à 2011) et 3 cycles haussiers (+ 52% de 1978 à 1985, + 40% de 1995 à 2002, + 45% d'août 2011 à septembre 2022). Sachant par ailleurs que la trame de très long terme (depuis plus de 50 ans) est celle d'un dollar plutôt légèrement baissier¹ (voir graphique ci-dessous).

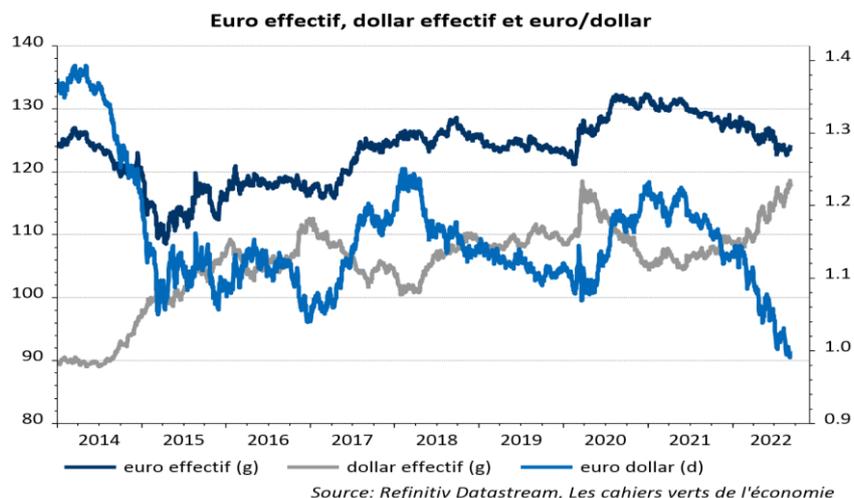


Quid de l'euro ?

Après les derniers soubresauts de la crise de dette souveraine en 2015, il s'était plutôt apprécié en termes effectifs jusqu'à mi 2021. Quant à l'euro-dollar, il était resté tendanciellement assez stable (autour de 1,15) avec une certaine volatilité.

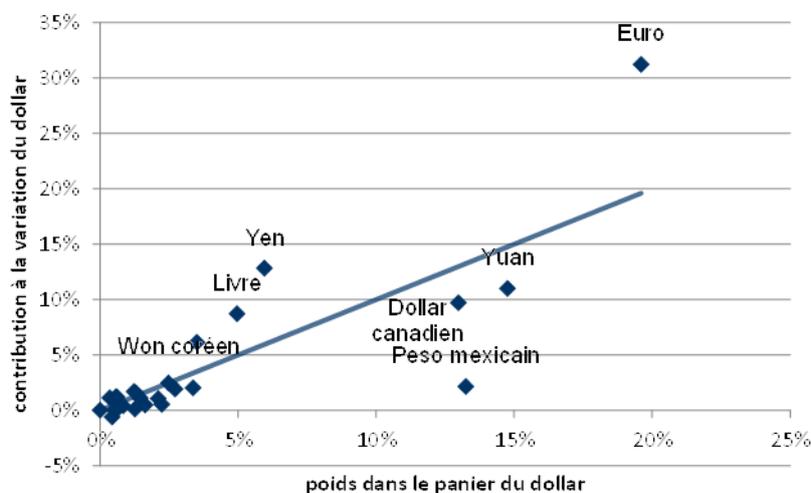
¹ Conséquence d'un déficit quasi permanent de la balance courante.

Depuis un peu plus d'un an, l'euro effectif a subi un ajustement baissier qui s'est intensifié avec la guerre d'Ukraine (voir graphique ci-dessous). Mais cette baisse s'est concentrée sur le dollar (ainsi que sur quelques autres devises comme le franc suisse ou le dollar canadien).



Si l'on regarde les choses du côté de la devise américaine, l'appréciation du dollar en change effectif s'est faite principalement au détriment de l'euro depuis plus d'un an. La monnaie unique européenne a en effet contribué à hauteur de 30% à la hausse du dollar (pour un poids de 20% dans le panier effectif, voir graphique ci-dessous) vs. 13% par exemple pour le yen (poids de 6%).

Contribution à la hausse du dollar depuis mi-2021



Source : Datastream, Les Cahiers Verts

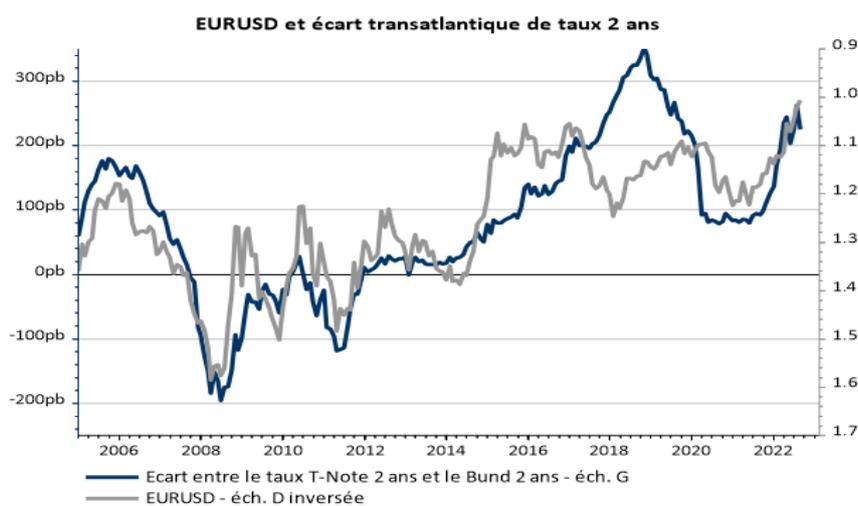
Quid de la suite ?

Nous considérons qu'à horizon 6 mois, il y a 7 variables-clé qui peuvent jouer sur la parité euro-dollar :

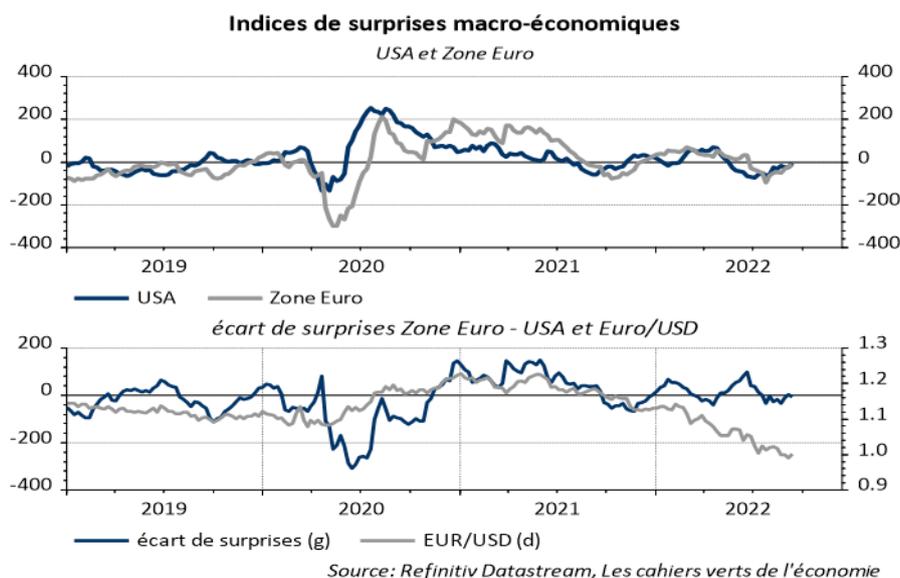
- L'écart de taux à 2 ans (directement impacté par les décisions de politique monétaire)
- Le momentum de surprises macro relatives
- L'incertitude politique relative
- L'évolution relative des balances courantes

- Le positionnement des gérants de fonds sur le Forex et les positions spéculatives sur les 2 devises
- Les modèles de taux de change d'équilibre (qui jouent comme force de rappel à horizon 6 mois)
- Le niveau de l'appétit pour le risque (le dollar est une devise défensive et l'euro une devise à bêta élevé)

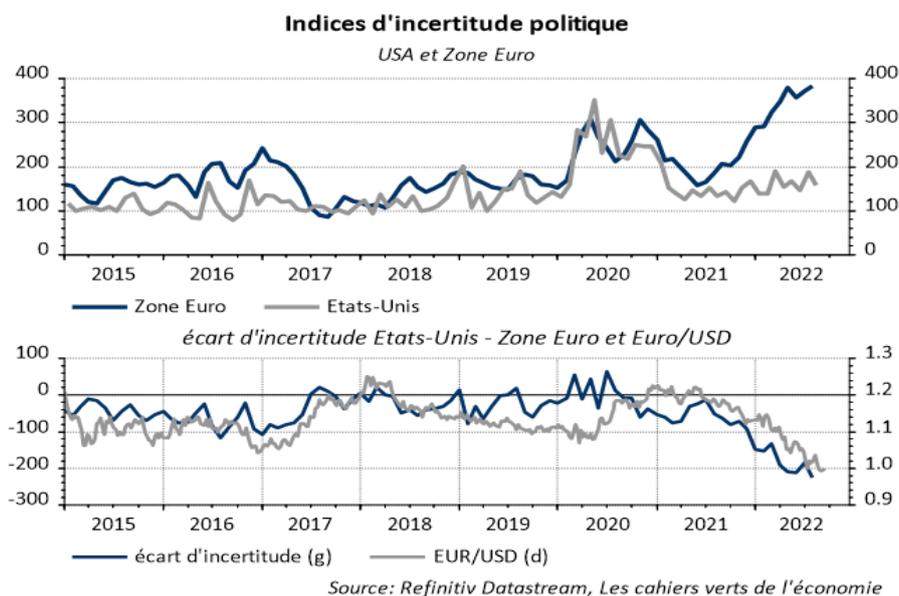
a) S'agissant de l'écart de taux courts (voir graphique ci-dessous), nous considérons que le pricing des taux directeurs futurs (avec un taux directeur maximal supérieur à 4% en 2023) est correct pour les USA, alors qu'il est un peu élevé pour la Zone euro, en particulier parce que notre scénario intègre l'entrée en récession européenne dès le T4 2022. C'est donc un argument légèrement haussier dollar.



b) Le momentum de surprises macro relatives n'a pas joué de rôle notable sur la parité depuis la fin 2021. Il est resté relativement stable et il n'a pas empêché la glissade de l'euro (voir graphique ci-dessous). Nous considérons donc que c'est un argument neutre.



c) L'incertitude politique relative a évidemment joué à l'encontre de l'euro du fait de la guerre d'Ukraine (voir graphique ci-dessous).

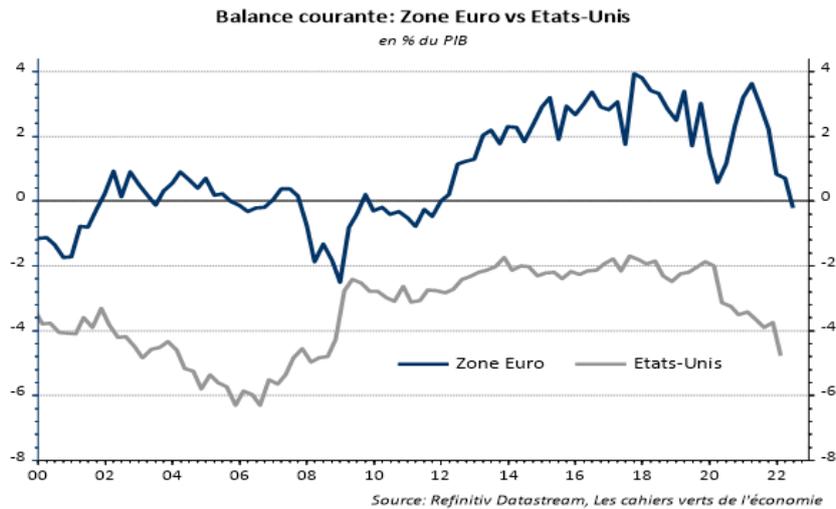


Notre scénario sur l'Ukraine n'a pas changé² (guerre longue sans véritable amélioration ni dégradation). A ceux qui se réjouissent de la récente « réussite » de la contre-offensive ukrainienne, nous dirons ceci. C'est sans doute un évènement heureux du point de vue du droit international et de la démocratie. Mais il faut reconnaître que cela peut aboutir à une fuite en avant poutinienne, sachant que le dirigeant russe ne restera pas les bras croisés et qu'après le gaz, il n'a plus de cartouche économique disponible. Compte tenu des incertitudes et des risques potentiels, ce ne peut être au mieux qu'un facteur assez négatif.

d) L'évolution des balances courantes montre une dégradation dans les 2 zones.

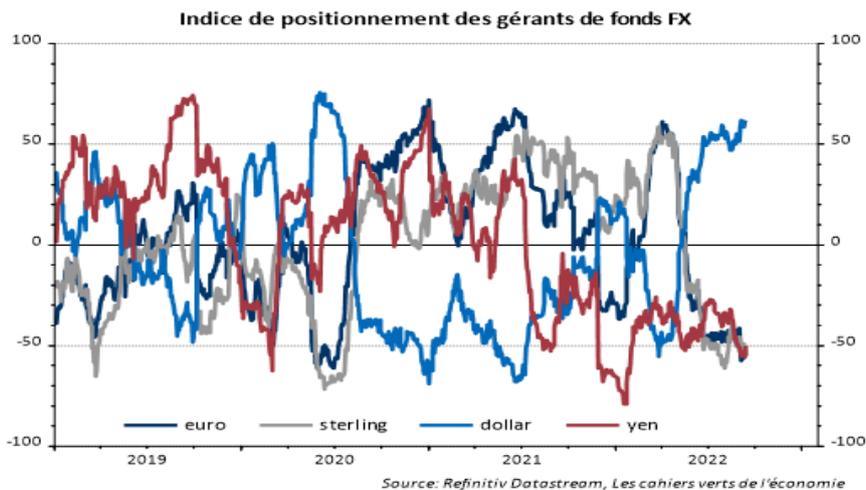
Mais la détérioration de la balance courante européenne est plus brutale : elle passe en territoire négatif pour la 1^{ère} fois depuis 11 ans (voir graphique ci-dessous). Cela reflète notamment la hausse plus significative des prix de l'énergie en Europe en lien avec la guerre d'Ukraine.

² Voir notre Editorial du 29 août 2022 : « Ukraine : à l'Est, rien de nouveau ? »

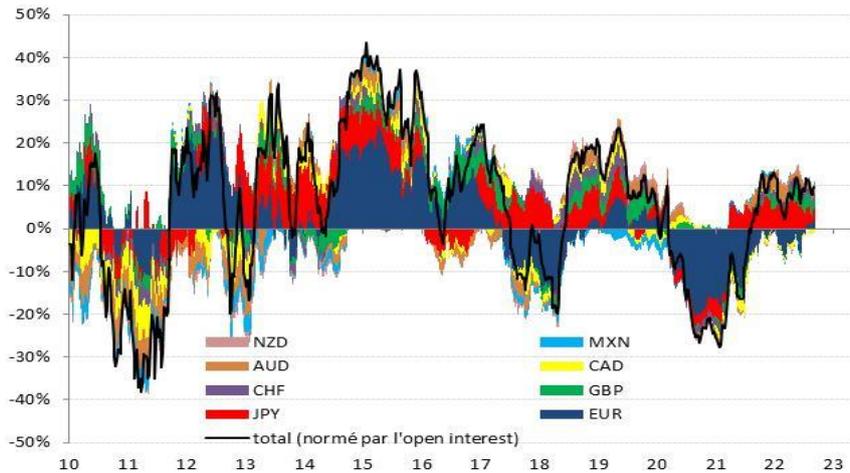


Cela suggère un taux d'équilibre plus faible pour le moment en Zone euro. C'est donc un argument assez négatif pour l'euro.

e) Le positionnement des gérants de fonds sur le Forex ainsi que les positions spéculatives nettes sont très négatifs sur l'euro et très agressifs sur le dollar (voir graphiques ci-dessous).



Positions spéculatives nettes pour le dollar (en % de l'open interest)

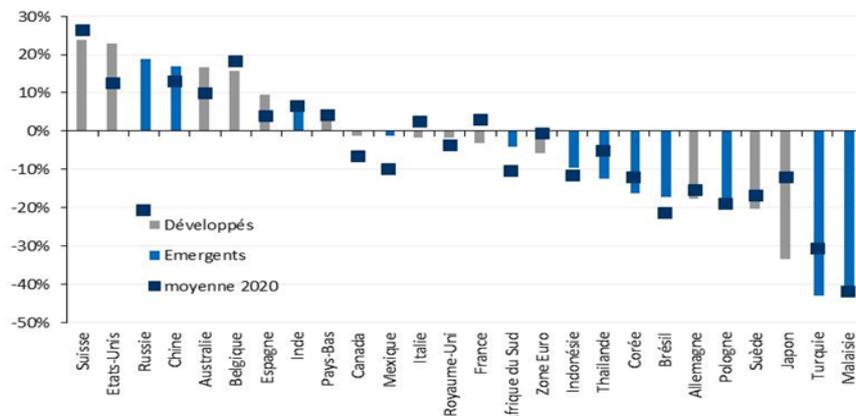


Source : Datastream, Les Cahiers Verts

Dans l'ensemble, cela suggère désormais des pressions baissières plus modérées sur l'euro.

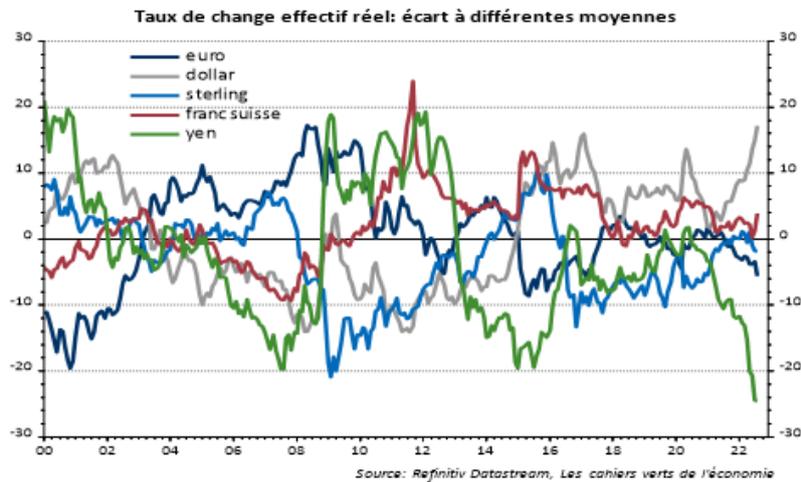
f) Les modèles de taux de change d'équilibre ou, plus simplement, les écarts à la moyenne longue (pour le taux de change effectif) suggèrent plutôt un dollar quelque peu surévalué et un euro modérément sous-évalué. Ce sont des forces de rappel qui, à un horizon de 6 mois, peuvent jouer un (petit) rôle de freinage de la pression baissière sur l'euro (voir graphiques ci-dessous).

Monde : taux de change d'équilibre comportemental*

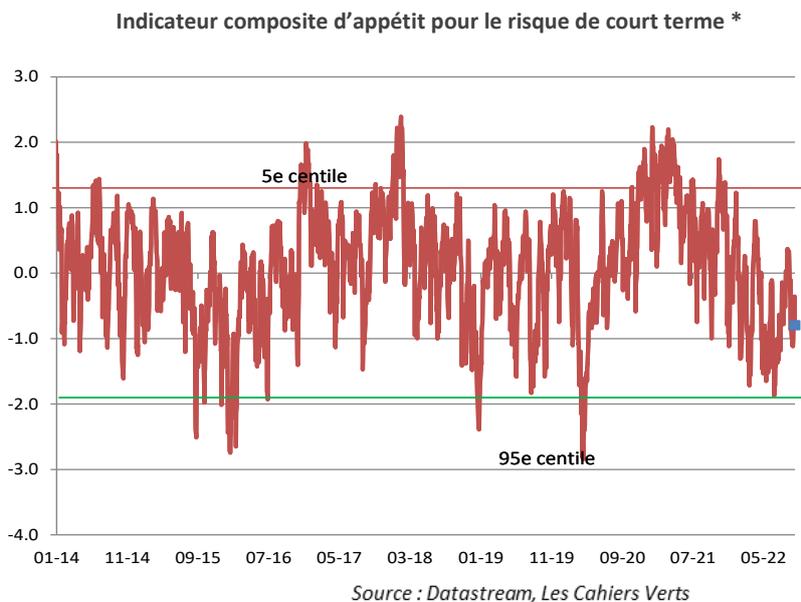


Source : FMI, Datastream, Les Cahiers Verts

*basé sur les variables expliquant le mieux le change : PPA ajustée de la richesse, termes de l'échange, position extérieure nette



g) Quant à l'appétit pour le risque, il nous semble déjà assez bas et nous ne pensons que cela constituera une variable déterminante (au-delà de la volatilité) pour les semaines à venir.



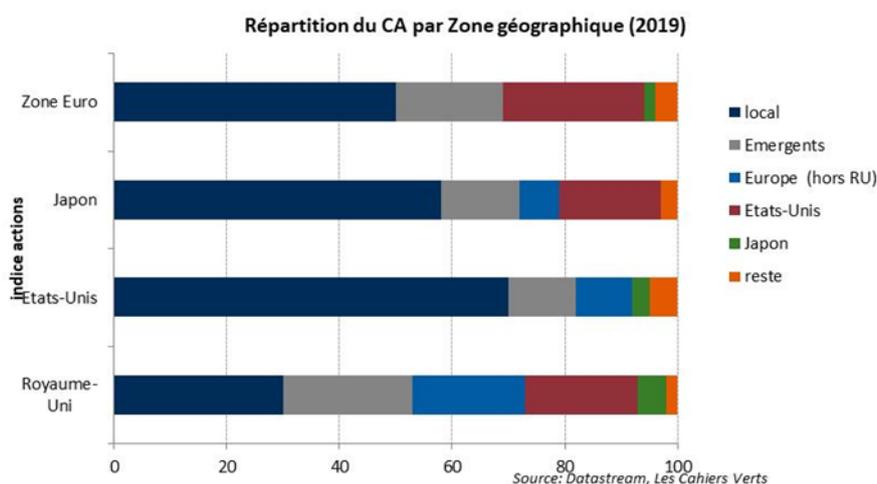
*basé sur des données de marché (Bollinger, RSI, VIX, ratio put/call) et de sentiment des investisseurs

Au total, sur la base des déterminants-clé (différentiel de taux courts, balance courante, incertitude politique), la pression haussière sur le dollar devrait se poursuivre. Mais elle sera considérablement réduite par les facteurs fondamentaux longs et de positionnement. Le risque sur le dollar reste asymétrique à la hausse, mais de façon nettement moins importante qu'au cours des 9 derniers mois. Dès lors, un objectif de 0,95 pour les 3 prochains mois nous semble plausible.

Pour le marché actions européen, on dit souvent qu'un euro faible joue souvent (mais pas toujours) un rôle positif sur la performance (en monnaie locale) relative aux USA, pour différentes raisons.

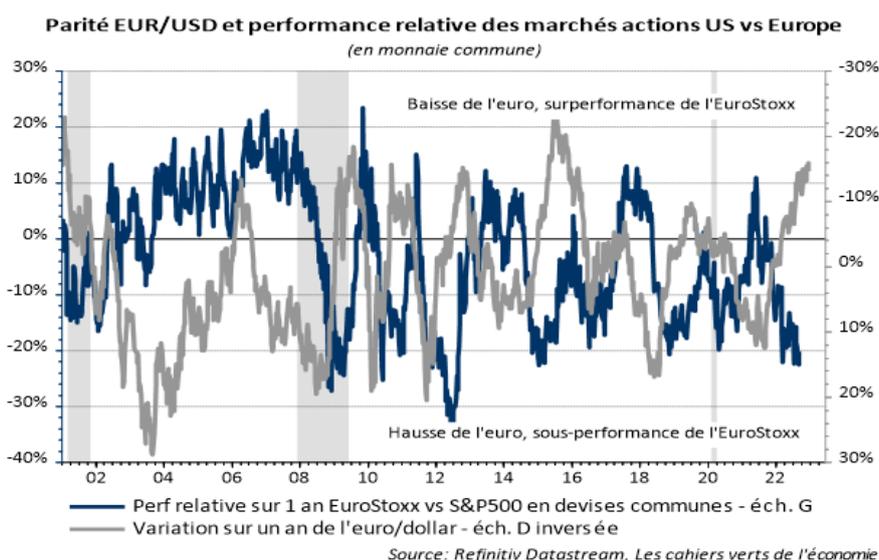
L'une est importante (conversion en euros des bénéfices réalisés en dollars), les autres accessoires (effet de transaction positif pour les entreprises dont les coûts sont libellés en euros et les recettes en dollars, meilleure compétitivité, croissance nominale domestique plus forte).

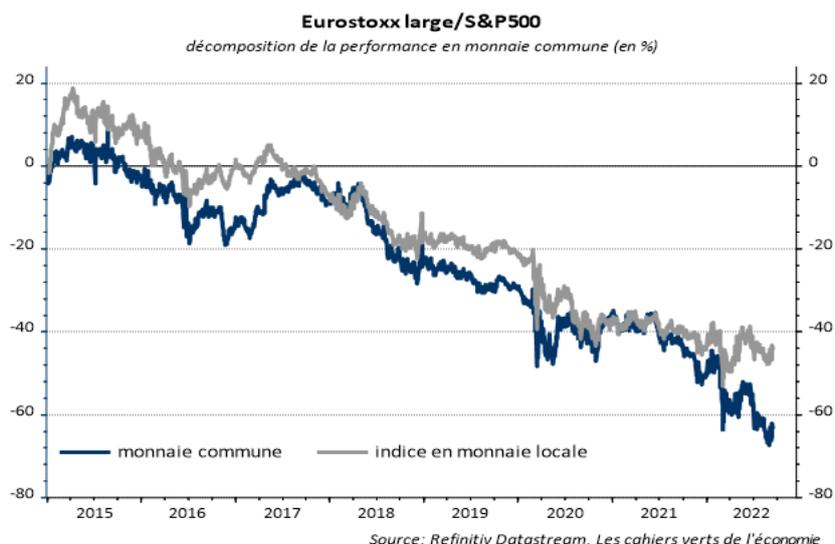
Cette hypothèse est basée sur la part internationale du chiffre d'affaires des firmes de l'Eurostoxx, plus importante que sur le SP 500 (voir graphique ci-dessous).



Le problème est que si l'on raisonne en monnaie commune (en dollars), ces effets favorables sont souvent compensés par la dévalorisation du change.

Depuis sa création, les phases d'euro faible n'ont guère été en faveur d'une surperformance du marché européen en monnaie commune (voir graphiques ci-dessous).

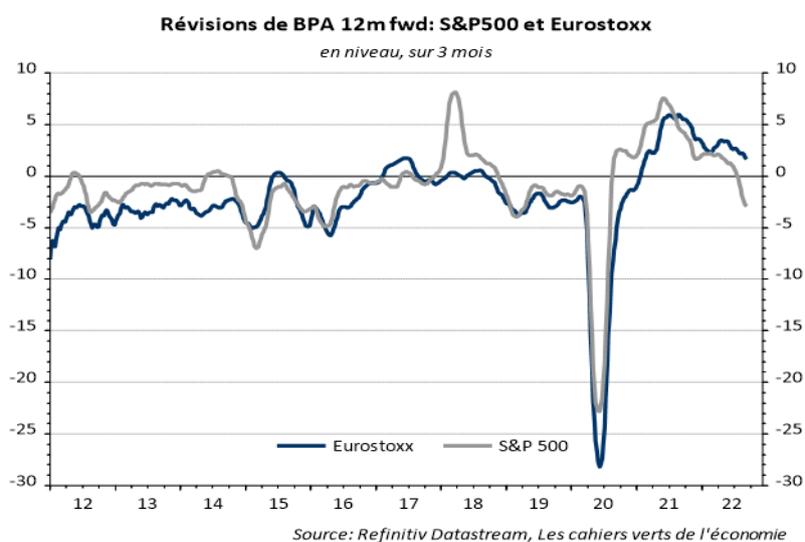




Durant le marché haussier de 2002-07, la hausse de l'euro s'est accompagnée d'une surperformance (en monnaie commune) du marché européen. Entre 2011 et 2016, la baisse de l'euro, alimentée par la crise de la dette souveraine et la politique monétaire très accommodante de M. Draghi, est concomitante dans l'ensemble d'une sous performance de l'Eurostoxx. En 2017, l'appréciation de l'euro (hausse de la croissance européenne et réduction du risque politique avec l'élection de Macron) se traduit par une sur performance du marché européen. Et depuis la fin de 2021, baisse de l'euro rime avec sous performance européenne.

En réalité, l'euro faible reflète le plus souvent une détérioration de la situation économique du continent et/ou des risques politiques européens, ce qui se traduit par des sorties nettes de capitaux. Ce qui est évidemment le cas depuis la fin 2021. Si l'on prend la performance des marchés depuis le début de l'année, la baisse a été similaire en monnaie locale (-18% pour S&P 500 et Eurostoxx). Mais la baisse n'a été que de 7% pour le S&P 500 en euros.

Et ceci, en dépit d'un momentum de révisions des perspectives de BPA plus favorable en Europe qu'aux USA, grâce en partie à la baisse de l'euro (voir graphique ci-dessous) et aussi grâce à une meilleure tenue de la croissance nominale européenne relativement aux Etats-Unis.



Que déduire de tout cela en termes de stratégie d'investissement au cours des prochaines semaines?

- Continuer d'être long sur le SP 500 vs Eurostoxx (en euros)
- Continuer d'être long sur le dollar (légèrement face à l'euro, plus nettement face au renminbi et au sterling)
- Continuer d'être modérément long sur le Franc suisse vs euro
- Quid des secteurs / valeurs européennes sensibles à l'euro ?

Les secteurs européens dont le chiffre d'affaires est sensible à l'euro en raison de l'importance des exportations sont connus : loisirs ; automobiles ; industrielles ; pharmacie ; agro-alimentaire.

A priori ces secteurs devraient être avantagés par rapport aux secteurs domestiques. Or, on ne trouve pas de corrélation significative entre les performances sectorielles de l'EuroStoxx et l'importance du chiffre d'affaires réalisé par le secteur hors Europe (cf. premier graphique ci-dessous)³. C'est frustrant mais cela s'explique par le fait que l'effet change est souvent secondaire par rapport à l'évolution du cycle dans les chiffres d'affaires et les BPA.

Le message ici n'est donc pas de jouer tel ou tel secteur par rapport à un autre en fonction de l'exposition de son chiffre d'affaires au dollar, mais plutôt, au sein de chaque secteur, d'identifier les valeurs les plus exposées au dollar. Ainsi, si on s'intéresse au secteur des valeurs industrielles / biens d'équipement de l'EuroStoxx, on observe une corrélation positive plus marquée entre les performances depuis le début de l'année et la part du chiffre d'affaires réalisée hors Europe (cf. second graphique ci-dessous). Mais avant de surpondérer ces valeurs exposées dollar, il faut aussi tenir compte de facteurs subsidiaires (politique de couverture du change de l'entreprise, politique de marge etc...).

³ Nous travaillons ici à partir des données Bloomberg. Or, la ventilation des chiffres d'affaires sur la zone dollar et les Etats-Unis en particulier n'est pas fiable pour les valeurs européennes. Nous considérons donc les chiffres d'affaires réalisés en Europe : on s'attend logiquement à une relation décroissante entre la performance et l'importance du chiffre d'affaires réalisé en Europe dans un contexte d'euro baissier.

