

Le dollar, notre problème

A l'image des précédentes administrations américaines, Donald Trump a enclenché un cycle baissier sur le dollar

« Le dollar est notre monnaie, mais c'est votre problème ». La réplique restée célèbre de John Bowden Connally, secrétaire au Trésor de Richard Nixon, prononcée en 1971 devant une délégation européenne, revient régulièrement dans les esprits. Il est vrai que les présidents républicains ont souvent eu tendance à combiner détente fiscale et relance des dépenses, avec pour corollaire une baisse massive du dollar : R. Nixon (-24% entre 1969 et 1974), R. Reagan (-47% entre 1985 et 1987), G. W. Bush (-33% entre 2002 et 2004). Donald Trump confirme la règle. Le dollar s'était apprécié de 45% entre 2008 et fin 2016, le pic intervenant deux semaines avant son entrée en fonction. Il est évident que dans le cas de Trump, les Etats-Unis combinent à la fois relance budgétaire inappropriée car en situation de plein emploi et menace protectionniste, susceptible de fragiliser la reprise globale synchronisée. A cet égard, les épisodes de guerre commerciale (1993-1995 dans l'automobile face au Japon, 2001-2003 dans l'acier face à l'Europe) sont systématiquement associés à une baisse significative du dollar. La volonté de procéder à une dévaluation implicite du dollar ne semble faire aujourd'hui aucun doute, au moment où les leviers de soutien à l'économie s'épuisent.

Le dernier rapport trimestriel de la Banque des Règlements Internationaux rappelle à bon escient qu'une dépréciation du dollar en phase de resserrement monétaire n'est pas si inhabituelle. Une relation inverse entre le dollar et les taux d'intérêt à court terme est observable lors des cycles de resserrement monétaire de la Fed de 1994, 2004 et 2016. La présence de *twin deficits* (déficits jumeaux, c'est-à-dire déficit commercial et déficit public) est un facteur aggravant, tout comme la rhétorique protectionniste. La baisse du dollar est une arme puissante et asymétrique, qui permet aux Etats-Unis d'exporter leurs problèmes au reste du monde. Jacques Rueff, le conseiller économique de Charles de Gaulle, mettait déjà en garde dans les années 60 contre le privilège accordé par les accords de Bretton Woods aux Etats-Unis, unique pays au monde dispensé de défendre la parité de sa monnaie parce que seul pays pouvant assurer la convertibilité en or de sa monnaie à l'extérieur. L'effondrement du système de Bretton Woods et la fin de la libre convertibilité du dollar en or en 1971 ne mirent pas fin à la domination du dollar, bien au contraire. J. Rueff parlait de « déficit sans pleurs » des Etats-Unis, quand au même moment V. Giscard d'Estaing dénonçait le « privilège exorbitant » du dollar. On estime le déficit courant cumulé des Etats-Unis entre 1972 et 2008 à près de USD 8.5 trillions. Entre ces deux dates, le dollar en change effectif réel a perdu 35% de sa valeur, érodant d'autant la valeur des créances du reste du monde vis-à-vis des Etats-Unis. L'enjeu pour les investisseurs internationaux est de taille : d'une part, les actifs libellés en dollar représentent plus de 60% des actifs financiers disponibles dans le monde, d'autre part, pour un investisseur européen, le risque de change en dollar généralement non couvert dans un portefeuille diversifié peut représenter près de 20%. Au moment où les valorisations des actifs financiers sont sur des points hauts historiques, le risque de dépréciation monétaire vient ainsi s'ajouter au risque de perte en capital.

Si prévoir le dollar est un exercice relativement aléatoire, l'investisseur doit toutefois être en mesure de s'appuyer sur une feuille de route, combinant nature du cycle à long terme et comportement par rapport au prix des actifs financiers. Un épisode baissier du dollar semble compatible avec un cycle économique mature des Etats-Unis. Le dollar doit baisser pour compenser le resserrement monétaire et le creusement des déficits internes et externes. Seule la domination américaine en matière de technologie (son poids dans la capitalisation boursière américaine dépasse 25% contre près de 15% en 2008) est susceptible d'atténuer la glissade du dollar, sauf si l'administration décide de réglementer les GAFAM. Pour l'investisseur, le défi est double : diversifier le risque Actions et diversifier le risque dollar. L'or semble être un candidat idéal.

Emmanuel Ferry
Banque Pâris Bertrand Sturdza
Directeur des Investissements
+41/22/316.02.16
emmanuel.ferry@bkpbs.com



**BANQUE
PÂRIS BERTRAND STURDZA**

Suisse

Banque Pâris Bertrand Sturdza S.A.

19, rue de Candolle

PO-Box 340

CH-1211 Genève 12

Tél.: +41 (0) 22 316 02 00

Luxembourg

Pâris Bertrand Sturdza (Europe) S.A.

41, Avenue de la Liberté

L-1931 Luxembourg

Tél.: +352 20 60 01 42

www.bkpbs.com

Disclaimer

This material has been prepared by Banque Pâris Bertrand Sturdza S.A., Geneva, Switzerland, hereafter referred to as PBS. This material is for distribution only under such circumstances as may be permitted by applicable law. It has no regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any recipient. It is published solely for information purposes and is not to be construed as a solicitation or related financial instruments or an offer to buy or sell any securities.

This document is not intended for persons who are citizens of, domiciled or resident in, or entities registered in a country or a jurisdiction in which its distribution, publication, provision or use would violate current laws and regulations.

These materials contain confidential information and should not be circulated or disclosed to any person other than the original recipient. Any unauthorized copying, disclosures or distribution of these materials is strictly prohibited.

No representation or warranty, either express or implied, is provided in relation to the accuracy, completeness or reliability of the information contained herein, nor is intended to be a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the materials. It should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgment. Any opinions expressed in this material are subject to change without notice or be contrary to opinions expressed by other business areas or entities then, as a result of using different assumptions and criteria, PBS, is under no obligation to update or keep current the information contained herein. PBS, its directors, officers and employees' or clients may have or have had interests or long or short positions in the securities or other financial instruments referred to herein and may at any time make purchases and /or sales in them as principal agent. PBS, may act or have acted as a market-maker in the securities or other financial instruments discussed in this material.

Neither PBS, nor any of its directors, employees, or agents accepts any liability for any loss or damage arising out of the use of all or part of this material.

The potential investments described in this material are not suitable for all investors and their purchase and holding involves substantial risks. Potential investors should be familiar with instruments having the characteristics of such investments and should fully understand the terms and conditions set out in this documentation relating to them and the nature and extent of their exposure to risk of loss. Prior to entering into a transaction you should consult with your legal, regulatory, tax financial and accounting advisers to the extent you deem necessary to make your own investment, hedging and trading decisions.

Any transaction between you and PBS, will be subject to the detailed provisions of the term sheet, confirmation or electronic matching systems relating to that transaction. In addition, potential investors must determine, based on their own independent review and such legal, business, tax and other advice as they deem appropriate under the circumstances, that the acquisition of such investments (i) is fully consistent with their financial needs, objectives and conditions, (ii) complies and is fully consistent with all constituents documents, investments policies, guidelines, authorizations and restrictions (including as to its capacity) applicable to them, (iii) has been duly approved in accordance with all applicable laws and procedures and (IV) is a fit, proper and suitable instrument for them.

Past performance is not necessarily indicative of future results. Foreign currency rates of exchange may adversely affect the value, price or income of any security or related instrument mentioned in this presentation.