

Volatilité des devises sur fond d'agitation des marchés au Royaume-Uni



Sergio BERTONCINI
Stratège Gestion
obligataire senior – Amundi
Institute



Federico CESARINI
Responsable Devises MD,
Stratège Cross Asset –
Amundi Institute



Laurent CROSNIER
Responsable Devises
Monde



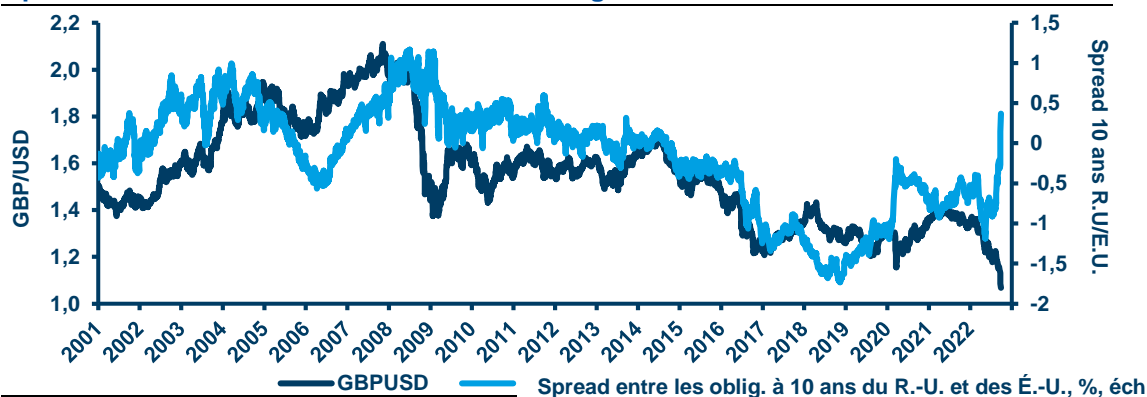
Annalisa USARDI
Stratège macro senior,
Recherche Cross Asset –
Amundi Institute

- **Point de vue sur l'économie britannique** : nous continuons d'anticiper une légère récession au Royaume-Uni et pensons même que l'économie est déjà en récession. Le train de mesures budgétaires stimulera la demande dans ce pays où l'offre est limitée, il devrait assurer un plancher pour la croissance, mais favorisera les pressions inflationnistes liées à la demande, ce qui entraînera vraisemblablement une hausse de l'inflation à moyen terme.
- **La Banque d'Angleterre (BoE) pourrait être contrainte à beaucoup plus de fermeté** : la correction des obligations d'Etat anglaises (Gilts) est logique compte tenu de la réévaluation de la trajectoire anticipée de la BoE et du fait que le train de mesures budgétaires change la donne en matière d'offre, puisqu'il intervient au moment où la BoE est sur le point d'entamer un resserrement quantitatif, ce qui accroît la pression sur les facteurs techniques des Gilts.
- **Réaction du marché** : la réaction du marché après l'annonce des nouvelles réductions d'impôts non financées a été brutale, indiquant que l'orientation politique du Royaume-Uni est de plus en plus surveillée. Il est en effet très probable que les nouvelles mesures budgétaires stimulent trop peu la croissance et bien plus l'inflation, avec à la clé des rendements réels peu attractifs pour la plupart des acteurs étrangers. La difficulté est qu'à leur niveau actuel les rendements réels et la livre sterling ne semblent pas en mesure d'aiguiser l'appétit des investisseurs.
- **Point de vue sur la livre sterling** : en quelques séances spectaculaires, la livre sterling est tombée en dessous de notre objectif à court terme de 1,10 et le risque nous semble toujours orienté à la baisse. En effet, vu ce qui est déjà intégré dans les cours, nous estimons qu'un discours moins offensif de la BoE accélérera le mouvement en dessous de la parité. Ainsi, malgré la correction importante, nous pensons qu'il ne faut pas essayer de rattraper les « couteaux qui tombent » et qu'il faut résister à la tentation de se jeter sur la livre sterling : nous ne voyons toujours pas la lumière au bout du tunnel pour ce qui est de la chute de la devise.
- **Point de vue sur les marchés des devises** : le processus de normalisation monétaire mis en œuvre par les banques centrales du monde entier suit des calendriers et des rythmes différents, ce qui implique une augmentation de la volatilité sur le marché des changes. D'autres facteurs sont également en jeu, comme la conjoncture géopolitique, le ralentissement du commerce mondial et, potentiellement, le rééquilibrage des réserves de change.

Qu'en est-il des actifs financiers britanniques ?

L'attention des investisseurs se détourne du faible rapport croissance/inflation pour se concentrer sur le solde extérieur extrêmement négatif du Royaume-Uni. Vendredi dernier (23 septembre), le gouvernement a annoncé une enveloppe non financée de 0,5 % du PIB en réductions d'impôts qui a entraîné une réaction des actifs britanniques semblable à ce que nous avons l'habitude de voir sur les marchés émergents. Le marché indique clairement qu'il n'est plus disposé à fournir des capitaux pour financer le déficit extérieur du Royaume-Uni. La corrélation entre les taux d'intérêt (qui ont corrigé en réaction à l'annonce) et la monnaie (qui s'est fortement dépréciée) indique que le marché s'interroge quant à la crédibilité de l'action des responsables politiques britanniques.

Spread Gilt-bons du Trésor américain vs divergence GBP/USD



« Le Royaume-Uni ne pourra éviter la récession et l'inflation sous-jacente pourrait augmenter l'impact du nouveau budget étant inflationniste »

Que pensez-vous des nouvelles mesures budgétaires et de la trajectoire de l'économie britannique ?

Les différentes pressions qui s'exercent sur l'économie britannique font qu'il est de plus en plus difficile de faire des projections sur les perspectives économiques. L'actualité budgétaire pourrait contribuer à contrebalancer certaines pressions à la hausse sur l'inflation déjà présentes dans le système et rendues plus persistantes par la hausse prolongée des prix de l'énergie, comme le prévoient nos projections mises à jour. Bien que les prix de l'énergie ne devraient pas augmenter, ils resteront élevés et continueront de peser sur les budgets des ménages et des entreprises. Toutefois, le train de mesures budgétaires stimulera la demande dans ce pays où l'offre est limitée, tout en freinant la baisse de la croissance, mais il devrait également soutenir les pressions inflationnistes liées à la demande, de sorte que le taux d'inflation sera probablement plus élevé à moyen terme. Ceci, conjugué à la vigueur du marché du travail et aux risques d'effets de second tour, pourrait obliger la BoE à durcir davantage sa politique.

- **Croissance.** Nous anticipons toujours une légère récession au Royaume-Uni et pensons même que l'économie est déjà en récession. Nous nous attendons à ce que l'économie se contracte d'environ 0,5 % en 2023, puis qu'elle se redresse de 1,3 % en 2024.
- **Inflation.** Nous avons revu à la baisse nos projections du pic d'inflation pour 2022 et 2023, mais avons relevé nos prévisions pour l'inflation sous-jacente en 2024, car nous nous attendons à ce que le budget entraîne des pressions inflationnistes plus persistantes à moyen terme. La garantie des prix de l'énergie devrait permettre à l'inflation de culminer plus tôt et à un niveau moins élevé que ce qui aurait été le cas autrement et par rapport à ce que nous prévoyions initialement. Elle devrait néanmoins rester plus élevée pendant plus longtemps (voir les projections pour 2024).

Que va faire la Banque d'Angleterre et quelles sont les implications pour le marché obligataire ?

La dernière réunion de la BoE n'a pas apporté de durcissement surprise, puisque la hausse de 50 points de base (pb) est en phase avec les attentes de la plupart des économistes, mais les marchés avaient envisagé la possibilité d'une hausse plus importante, de 75 pb. La décision de la BoE n'a d'ailleurs pas été unanime, puisque cinq membres du Comité de politique monétaire ont voté pour 50 pb, trois pour 75 pb et un pour seulement 25 pb.

En parallèle, le Comité de politique monétaire a soutenu à l'unanimité le lancement de son programme de vente de Gilts à partir du 3 octobre, en dépit des spéculations anticipant son report ou sa réduction en raison des mesures de relance budgétaire à venir.

Le terme « énergiquement » utilisé dans la déclaration laissait déjà entrevoir la possibilité d'une hausse de 75 pb lors de la prochaine réunion, d'autant que la BoE a déclaré qu'elle n'avait pas intégré les mesures de relance budgétaire dans la fixation de son taux directeur.

Or, avec l'annonce vendredi d'un paquet fiscal plus ambitieux (et plus inflationniste) que prévu, c'est à la politique monétaire que revient la responsabilité de juguler l'inflation, ce qui place la BoE dans une position plus complexe : elle devra réagir par des hausses plus fortes que prévu, ce qui conduira à terme à un taux final plus élevé.

La correction des Gilts est logique compte tenu de la réévaluation de la trajectoire anticipée de la BoE et du fait que le train de mesures budgétaires change la donne en matière d'offre, puisqu'il intervient au moment où la BoE est sur le point d'entamer un resserrement quantitatif, ce qui accroît la pression sur les facteurs techniques des Gilts.

« La BoE sera contrainte de réagir en recourant à des hausses plus fortes que prévu, ce qui conduira à terme à un taux final plus élevé »

Que pensez-vous de la livre sterling ?

Notre point de vue sur la livre sterling est que, depuis plusieurs trimestres déjà, nous nous dirigeons vers une grave tempête. Les nuages étaient déjà là (Brexit, déficit des comptes courants, problèmes de leadership politique intérieur, crédibilité de la BoE, situation géopolitique) et ils convergent à présent provoquant la forte réaction des prix observée ces derniers jours. L'élément déclencheur a été l'annonce vendredi dernier par le nouveau chancelier Kwasi Kwarteng du mini budget. Celui-ci constitue l'un des plus importants dispositifs de relance budgétaire en termes de réductions d'impôts depuis les années 70 et intervient au moment où le nouveau Premier ministre va mettre en œuvre une nouvelle politique énergétique. En conséquence, le marché s'attend désormais à une augmentation significative des besoins de financement du gouvernement britannique et à de nouvelles pressions haussières sur l'inflation.

Le marché des Gilts a donc fait l'objet d'une réévaluation spectaculaire, le taux à 2 ans passant de 3,45 % le 22 septembre à près de 4,40 % le 26 septembre (il était inférieur à 1 % à la fin de 2021). La devise a connu une réaction de violence similaire, tombant sous notre objectif à court terme de 1,10 pour 1 dollar, les dernières séances de marché comptant parmi les plus spectaculaires des 40 dernières années, à l'instar de celles enregistrées en 1992, lorsque la livre quitta le MCE et bien entendu lors du référendum sur le Brexit. Pourtant, le risque nous semble toujours orienté à la baisse. En effet, vu ce qui est déjà intégré dans les cours (le Royaume-Uni est le seul pays développé où les taux directeurs devraient dépasser 6 % d'ici 12 mois) nous estimons qu'un discours moins offensif de la BoE accélérera le mouvement en dessous de la parité. Par conséquent, malgré cette correction importante, nous pensons

« Concernant la livre sterling, nous pensons que les risques sont toujours orientés à la baisse. Il faut donc résister à la tentation de se jeter sur la livre sterling, car nous ne voyons toujours pas la lumière au bout du tunnel »

qu'il ne faut pas essayer de rattraper les « couteaux qui tombent » et donc résister à la tentation de se jeter sur la livre sterling, car nous ne voyons toujours pas de lumière au bout du tunnel.

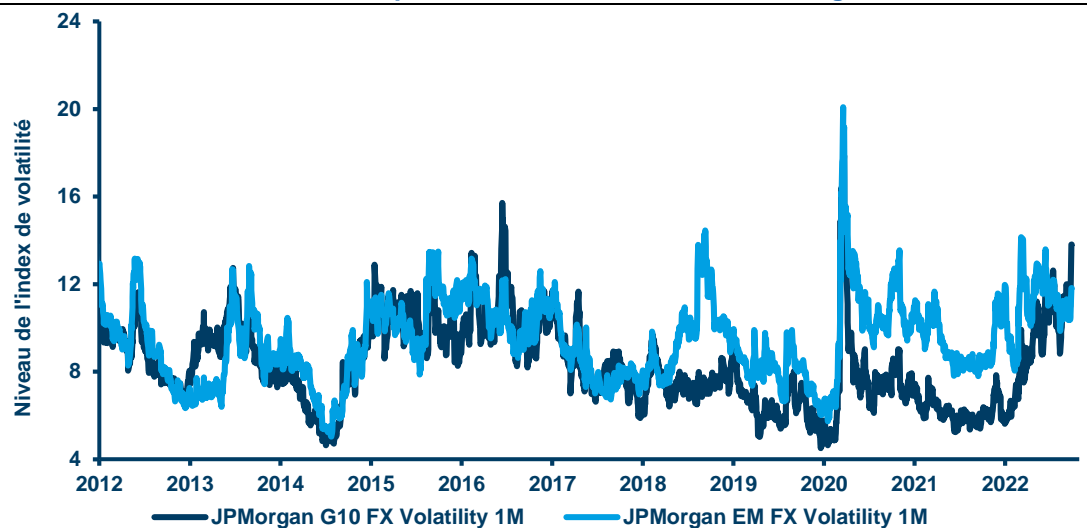
« Nous entrons dans un régime de volatilité accrue des devises des marchés développés dans un contexte de normalisation de la politique des banques centrales selon des calendriers et des rythmes différents, de risques géopolitiques croissants et de rééquilibrage des réserves de devises »

Pensez-vous que nous nous dirigeons vers une crise généralisée des changes ?

Nous y sommes déjà. Nous sommes actuellement à des niveaux qui n'ont pas été vus depuis plusieurs décennies. La normalisation monétaire mise en œuvre par les banques centrales du monde entier suit des calendriers et des rythmes différents, ce qui implique une augmentation de la volatilité sur le marché des changes. Or, le marché des changes est un univers relatif : d'autres facteurs sont également en jeu, comme la conjoncture géopolitique, le ralentissement du commerce mondial et, potentiellement, le rééquilibrage des réserves de change.

Il faut à présent garder à l'esprit les propos de JP Morgan en 1912 : « L'or c'est de la monnaie, tout le reste c'est du crédit ». Depuis la fin des accords de Bretton Woods, le montant de la dette a augmenté à des niveaux jamais atteints en temps de paix. Par conséquent, la position de monnaie de réserve de valeur semble aujourd'hui occupée par le dollar, du moins à court et moyen terme. La question à long terme porte donc surtout sur l'avenir des monnaies fiduciaires, compte tenu des ratios dette/PIB mondiaux qui atteignent 350 % et de la hausse considérable des rendements.

Volatilité des devises du G10 supérieure à celle des marchés émergents



Source : Amundi Institute, Bloomberg. Données au 27 septembre 2022.

AMUNDI INSTITUTE

Dans un monde en mutation, les investisseurs expriment un besoin essentiel d'une meilleure compréhension de leur environnement et de l'évolution des pratiques d'investissement pour définir leur allocation d'actifs et construire leurs portefeuilles. Positionné au cœur du processus d'investissement mondial, Amundi Institute a pour ambition de proposer une réflexion éclairée, un conseil renforcé, des formations et un dialogue continu sur ces sujets, pour l'ensemble des actifs et pour tous ses clients – distributeurs, institutionnels et entreprises. Amundi Institute est un carrefour au cœur de la recherche, de la stratégie de marché, de l'analyse des investissements et du conseil en allocation d'actifs d'Amundi. Son objectif est de porter les opinions et les recommandations d'investissement d'Amundi.

Venez découvrir Amundi Investment Insights



Définitions

- **Points de base** : un point de base est une unité de mesure qui équivaut à 1 centième de point de pourcentage, soit 0,01 %.
- **Devises** : désignent les marchés des changes sur lesquels les participants peuvent acheter et vendre des devises.
- **Diversification** : la diversification est une stratégie qui consiste à réunir différents types d'investissements au sein d'un même portefeuille, afin de limiter l'exposition à un seul actif ou risque.
- **QT (Resserrement quantitatif)** : à l'inverse du QE, le QT est une politique monétaire restrictive visant à diminuer les liquidités dans l'économie. Cela signifie que les banques centrales réduisent le rythme de réinvestissement du produit des obligations d'État arrivant à échéance. Cela signifie également qu'elles peuvent augmenter les taux d'intérêt afin de réduire la disponibilité monétaire.
- **Spread** : écart entre deux prix ou deux taux d'intérêt

Informations importantes

Le présent document est fourni à titre purement informatif. Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'offre d'achat, ni une recommandation d'un quelconque titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services cités en référence peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et sont susceptibles de ne pas être agréés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction. Les informations contenues dans le présent document sont réservées à votre usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante d'un quelconque instrument ou produit financier ou indice. En outre, aucun élément du présent document n'est destiné à fournir un conseil fiscal, juridique ou d'investissement. Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management S.A.S. et sont datées du **mardi 27 septembre 2022**. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Les informations contenues dans le présent document sont indiquées « en l'état » et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, prévision ou prédiction. Les opinions exprimées au sujet des tendances du marché et de l'économie sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management S.A.S. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres, et aucune assurance ne peut être donnée quant au fait que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces opinions ne doivent pas être utilisées comme un conseil d'investissement, une recommandation à l'égard d'un titre ou une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent des risques, notamment politiques, de marché, de liquidité et de change. De plus, Amundi ne saurait en aucun cas être tenue responsable de tout dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif ou consécutif (y compris, à titre non exhaustif, en cas de manque à gagner) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation : **27 septembre 2022**.

Document publié par Amundi Asset Management, société par actions simplifiée (SAS) au capital de 1 143 615 555 € - Société de gestion de portefeuille régie par l'AMF sous le numéro GP04000036 – Siège social : 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com.

Directeurs de la publication

Pascal BLANQUÉ

Chairman d'Amundi Institute

Vincent MORTIER

Directeur des Gestions
