

Le fleximadaire qui atteint des sommets – publication du 24 février 2025

"SOUVIENS-TOI, L'ÉTÉ 1984"

- Aux États-Unis, la croissance et l'inflation sont plus fortes que dans le reste du monde
- Malgré cela, le budget de l'Etat est l'un des plus déficitaires
- Les taux d'intérêt sont donc plus élevés, attirant les capitaux étrangers
- Comme à l'époque de R. Reagan et P. Volcker, tout concorde pour que le dollar flambe

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "Dans 97% des cas, le dollar est moins cher qu'aujourd'hui"



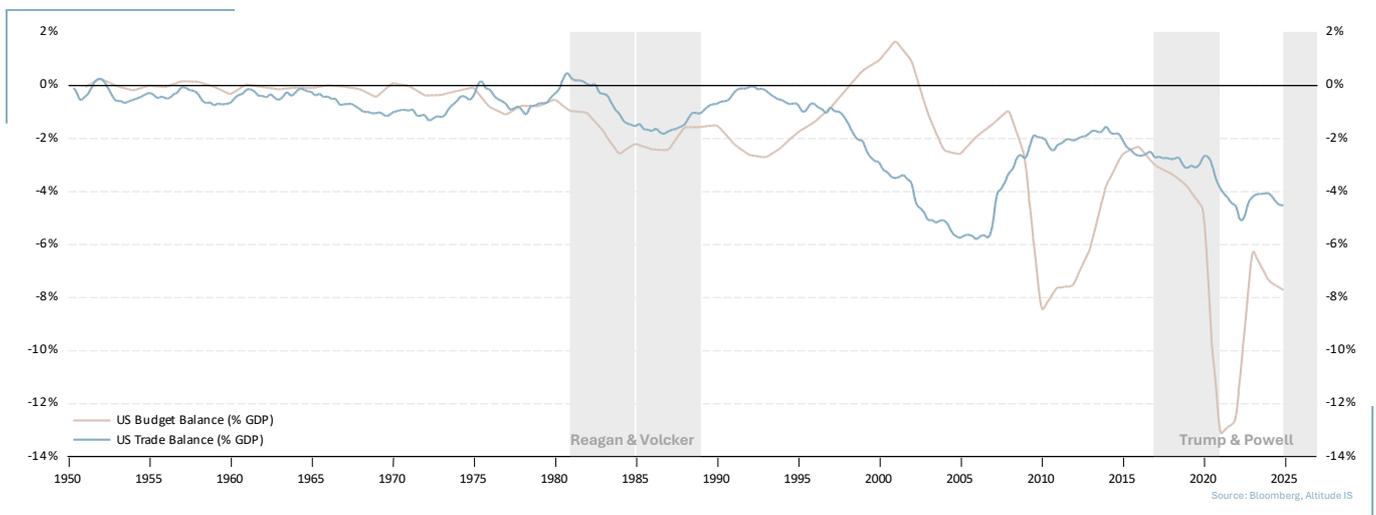
ANALYSE DU MARCHÉ DES DEVICES

Lorsque les investisseurs parlent de bulles financières, ils font généralement référence aux actions, et de préférence américaines, dont les valorisations sont en train de battre des records historiques. Ils sont bien moins nombreux à examiner la bulle spéculative qui est en train de se former autour du dollar, que ce soit pour s'en préoccuper ou pour en tirer profit. Selon les calculs de la Fed, le billet vert est actuellement surévalué de 22% (cf. Graphique de la semaine). Le taux de change effectif réel du dollar, mesuré comme un indice pondéré des taux de change bilatéraux corrigés des écarts d'inflation, est à plus de deux écarts-types de sa valeur théorique d'équilibre. A vrai dire, **la seule et unique fois que le dollar est devenu aussi "cher", c'était au cours de l'été 1984.**



A cette époque, Ronald Reagan, s'apprêtait à être réélu grâce à un véritable raz de marée électoral. Ancien acteur de série B et président le plus âgé de l'histoire du pays, il avait fait campagne **sous le slogan "Let's make America great again"**. Les "Reaganomics", mises en place dès 1981, étaient alors plébiscitées : réduction d'impôts, déréglementation, hausse des dépenses militaires et diminution des autres dépenses publiques. L'objectif de cette politique budgétaire était de stimuler l'investissement privé et d'accélérer la croissance en réduisant la pression fiscale sur les entreprises et les ménages. Les perturbations économiques et financières que les Reaganomics allaient générer n'étaient pas encore visibles : désindustrialisation, creusement des inégalités, et, surtout, création d'importants déficits budgétaires et commerciaux (cf. Fig. 2). Pire encore, les déséquilibres mondiaux qui s'en sont suivis favoriseront successivement : la flambée du dollar, les Accords du Plaza de 1985 pour le faire chuter, le rapatriement des volumineux capitaux japonais, le krach boursier de 1987, puis l'éclatement de la bulle japonaise en 1990.

Fig. 2 – Déficits jumeaux aux États-Unis



Dans le cas précis du dollar, la logique a été la suivante :

- La politique budgétaire expansionniste de l'administration américaine, marquée par une augmentation des dépenses publiques et une réduction des impôts, a contribué à creuser les déficits. Les engagements de l'État, notamment en matière de défense et de programmes sociaux, excédaient largement les recettes fiscales. Pour financer une dette grandissante, l'administration américaine a dû émettre une quantité toujours plus importante de bons du Trésor, inondant ainsi les marchés de titres de dette publique. Ce déséquilibre entre l'offre et la demande incitait les investisseurs à exiger des rendements plus élevés. Cette hausse des taux d'intérêt rendait le coût de l'emprunt plus élevé pour l'État et le secteur privé. Ce phénomène a fini par entretenir une spirale où l'endettement croissant nécessitait des émissions toujours plus importantes, amplifiant encore la hausse des taux et l'appréciation du dollar.
- La politique monétaire restrictive adoptée par la Réserve fédérale a également joué un rôle déterminant. Depuis le début des années 1980, sous la direction de Paul Volcker, la banque centrale américaine s'efforçait de juguler l'inflation héritée des chocs pétroliers de 1973 et 1979. Pour atteindre cet objectif, la Fed avait adopté une stratégie de taux d'intérêt élevés. En 1984, les taux d'intérêt offerts par les bons du Trésor à 10 ans dépassaient les 13%, un niveau particulièrement attractif pour les investisseurs du monde entier (cf. Fig. 3). Pour acheter ces obligations, ces derniers devaient convertir leurs monnaies nationales en dollars, ce qui contribuait à accroître la demande pour la devise américaine et, par conséquent, son appréciation.



- Le dynamisme de la croissance économique des États-Unis contrastait déjà avec la situation plus morose observée dans les autres grandes économies développées, notamment celles de l'Europe (cf. Fig. 3) et du Japon, où la croissance était plus modérée. Face à cette divergence économique, les capitaux internationaux affluaient vers les États-Unis, participant ainsi à l'appréciation du dollar.
- La spéculation a atteint des sommets. Dans les premiers jours de 1985, quelques jours après sa deuxième prestation de serment, le président Reagan déclare que la hausse du dollar reflète simplement "la force de l'économie américaine" (et la confiance en son président). Il ajoute que l'idée d'une intervention des banques centrales est totalement exclue. Ce discours accentue la fièvre spéculative des cambistes. En douze séances de bourse, le dollar s'apprécie de 7.5%, ce qui porte sa progression annuelle à 37%.

Fig. 3 – Surplus/déficit de croissance et de taux d'intérêt, aux États-Unis



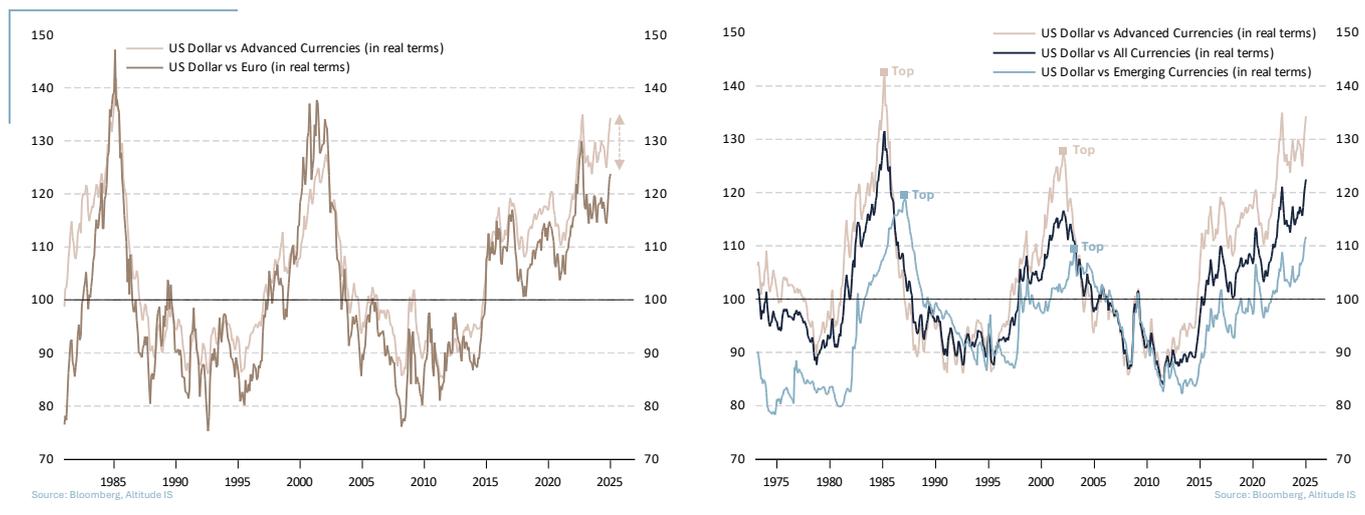
Pour mettre fin à la surévaluation du dollar, il faudra que les cinq pays les plus riches de la planète (États-Unis, Japon, France, Allemagne et Grande-Bretagne) **conviennent d'un accord** de rééquilibrage concerté des parités, en clair, une forte dépréciation du dollar. Pour la petite histoire, les banques centrales n'ont pas attendu la signature des Accords du Plaza, le 22 septembre 1985, pour intervenir et vendre massivement des dollars. Sept mois plus tôt, le 26 février 1985, Paul Volcker justifie la puissante intervention de la banque centrale américaine (que Reagan avait exclue un mois plus tôt) en stipulant que la Fed n'effectue "pas d'interventions... sauf en cas d'évolution désordonnée des marchés". Le point culminant du billet vert a été atteint ce jour-là. Il s'était échangé brièvement contre 1.05 livre sterling, 3.44 deutsche marks, 10.61 francs français et 263 yens. Il ne reviendra plus jamais à ces cours mais il faudra trois semaines pour que les cambistes renoncent à spéculer sur la hausse du dollar et coupent leurs pertes. **Pour reproduire un tel niveau de surévaluation, toutes choses égales par ailleurs, il faudrait que le dollar s'apprécie de 10% supplémentaires par rapport au cours actuel, soit un taux de change entre l'euro et le dollar à 0.93 par exemple.**

Comparaison n'est pas raison mais il arrive que l'histoire se répète. La politique économique que met en place "Donald en 2025" présente des similitudes avec celle menée par "Ronald en 1985", notamment en ce qui concerne les décisions budgétaires et commerciales. Si le président Reagan n'avait pas imposé de tarifs douaniers, il avait en revanche imposé des quotas sur les importations d'automobiles japonaises pour protéger l'industrie américaine. En parallèle, tout comme Paul Volcker, Jerome Powell applique une politique monétaire restrictive, avec des taux d'intérêt élevés, en insistant sur la nécessité de garder l'inflation sous contrôle. **Une fois encore, l'attractivité des actifs américains alimente l'afflux de capitaux étrangers et accentue l'appréciation du dollar, bien au-delà des fondamentaux.**



Les conséquences économiques risquent d'être lourdes aux quatre coins du monde. Les États-Unis pourraient voir leur déficit commercial se creuser davantage, malgré l'instauration de droits de douane, face à des pays bénéficiant de devises plus faibles. L'Europe et le Japon pourraient avoir de plus en plus de difficultés à placer leur dette dont les faibles rendements apparaissent relativement moins attrayants, ce qui viendrait accentuer leur fragilité financière. Les pays émergents ayant emprunté en dollars devront supporter un coût du service de la dette plus élevé. Les plus fragiles d'entre eux pourraient se retrouver en situation critique face à des remboursements devenant insoutenables. **Reste à savoir si, comme en 1985 avec les Accords du Plaza, une intervention internationale sera nécessaire pour inverser la tendance.**

Fig. 4 & 5 – Taux de change du dollar (ajusté de l'inflation)



Pour les investisseurs, plusieurs options sont ouvertes :

- Ceux qui ont un horizon d'investissement court et qui estiment que le sommet du 26 février 1985 peut être atteint choisiront certainement d'acheter des dollars pour tenter de s'approprier les 10% d'appréciation restants. Ils seront accompagnés par ceux qui doutent de la comparaison, car la dépréciation de la livre britannique post-brexit puis la dévaluation structurelle du yen depuis que le Japon monétise sa dette génèrent, il est vrai, un biais d'analyse (cf. Fig. 4).
- Ceux qui se projettent à plus long terme opteront pour une stratégie de retour à la moyenne en vendant leurs dollars pour acquérir d'autres monnaies. S'ils observent qu'en 1985, mais aussi en 2001 lors du dégonflement de la bulle internet, les devises "majeures" se sont appréciées 14 et 23 mois avant les devises émergentes (cf. Fig. 5), ils donneront à nouveau leur faveur aux devises des pays développés. **Celles dont les fondamentaux sont les plus solides s'en sortiront mieux : franc suisse, livre sterling, dollar de Singapour... et l'or.**
- Ceux qui préfèrent les marchés boursiers profiteront de la corrélation historique qui prévaut entre la performance relative des marchés émergents et l'évolution du dollar (cf. Fig. 6). Après plusieurs années de performances décevantes, les marchés émergents, et plus spécifiquement la Chine, semblent amorcer un rebond historique. D'autres facteurs qu'une faiblesse du dollar soutiennent cette inversion de tendance : reprise économique, inflation maîtrisée, valorisations attractives (cf. Fig. 7), indicateurs techniques favorables. Certes, le risque d'un faux départ existe, mais manquer la première vague de surperformance se révèle souvent coûteux, car c'est la plus lucrative.
- Moins sérieusement, pour les mélomanes, le single le plus vendu en 1984 était "When doves cry" de Prince. Il a cédé la place à "Careless whisper" de George Michael en 1985. En 2024, le single le plus



vendu a été "Lose control" de Teddy Swims. En ce début d'année 2025, le haut du classement est occupé par "Die with a smile" de Lady Gaga & Bruno Mars. Aux deux époques, il semble difficile d'échapper à la tragédie du destin. Autant accepter l'inévitable.

Fig. 6 – Perf. relative des émergents vs dollar

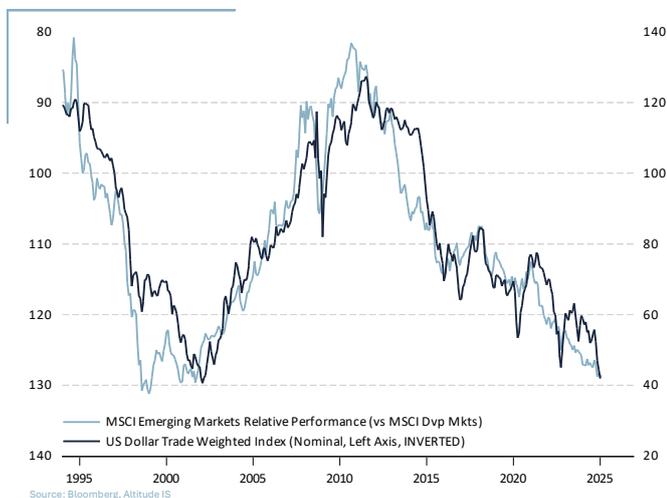
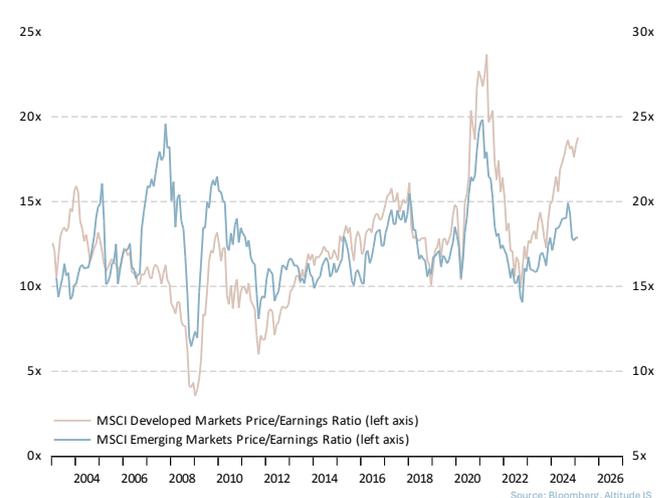


Fig. 7 – Ratios de valorisation : EM vs DM



Conclusion :

Le dollar s'apprécie actuellement pour des raisons très similaires à celles de 1984. Rien n'indique que cet excès soit amené à se résorber immédiatement : il reste 3% de probabilité que le billet vert s'apprécie de 10% supplémentaires. La politique budgétaire et commerciale de Donald Trump, tout comme la politique monétaire de Jerome Powell, continueront d'attirer les flux de capitaux vers les États-Unis.

En revanche, plus les cambistes tireront sur l'élastique, plus sa résistance augmentera et plus le retour à sa position naturelle d'équilibre sera rapide. Les investisseurs doivent bien choisir leur horizon d'investissement, car les perdants de l'été 1984 avaient été les grands gagnants du printemps 1985.



RENDEMENT DES ACTIFS FINANCIERS

Markets Performances (local currencies)	Last Price	Momentum Indicator (RSI)	1-Week (%)	1-Month (%)	2025 Year-to-Date (%)	2024 (%)	2023 (%)
Equities							
World (MSCI)	874.5	52.43	-1.1%	1.3%	4.1%	18.0%	22.8%
USA (S&P 500)	6 013	46.09	-1.6%	-0.5%	2.4%	25.0%	26.3%
USA (Dow Jones)	43 428	39.14	-2.5%	-1.2%	2.3%	15.0%	16.2%
USA (Nasdaq)	19 524	45.46	-2.5%	-1.1%	1.2%	29.6%	44.7%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	558.3	67.84	-0.3%	5.6%	10.8%	10.2%	19.5%
UK (FTSE 100)	8 659	54.19	-0.6%	1.6%	6.3%	9.6%	7.7%
Switzerland (SMI)	12 949	71.87	0.8%	6.9%	11.6%	7.5%	7.1%
Japan (Nikkei)	38 777	45.34	-1.0%	-0.6%	-2.8%	21.3%	31.0%
Emerging (MSCI)	1 147	73.44	2.0%	6.2%	6.9%	8.0%	10.2%
Brasil (IBOVESPA)	127 128	56.19	-0.9%	3.1%	5.7%	-10.4%	22.3%
Mexico (IPC)	53 739	62.51	-0.6%	6.5%	8.6%	-11.0%	22.4%
India (SENSEX)	74 566	34.57	-0.8%	-0.6%	-3.4%	9.6%	20.3%
China (CSI)	3 970	62.90	1.0%	3.9%	1.3%	18.2%	-9.1%
Com. Services (MSCI World)	133.5	51.83	-2.4%	4.3%	6.9%	31.9%	38.1%
Cons. Discretionary (MSCI World)	428.5	43.82	-2.7%	-1.2%	1.6%	20.7%	29.5%
Cons. Staples (MSCI World)	286.1	67.19	0.6%	5.7%	5.0%	4.7%	3.2%
Energy (MSCI World)	251.0	50.49	0.2%	-1.7%	5.1%	2.9%	6.0%
Financials (MSCI World)	190.9	53.81	-1.2%	2.3%	6.4%	25.1%	16.4%
Health Care (MSCI World)	370.5	59.32	1.3%	3.3%	6.3%	1.5%	4.1%
Industrials (MSCI World)	391.5	48.83	-1.0%	-0.6%	4.1%	12.8%	22.5%
Info. Tech. (MSCI World)	779.4	50.07	-1.5%	0.3%	1.4%	31.9%	51.4%
Materials (MSCI World)	326.6	56.06	-1.2%	1.4%	6.8%	-7.7%	12.6%
Real Estate (MSCI World)	983	57.79	0.1%	1.4%	3.3%	-0.4%	5.3%
Utilities (MSCI World)	167.0	62.89	1.3%	0.8%	4.3%	12.9%	1.6%
Bonds (Bloomberg)							
World (Aggregate)	3.65%	60.82	0.1%	1.3%	1.6%	-1.7%	5.7%
USA (Sovereign)	4.36%	61.87	0.3%	1.3%	1.3%	0.6%	4.1%
Euro Area (Sovereign)	2.77%	51.93	-0.3%	0.6%	0.0%	1.9%	7.1%
Germany (Sovereign)	2.30%	51.95	-0.2%	0.6%	-0.4%	0.6%	5.6%
UK (Sovereign)	4.54%	51.34	-0.5%	0.6%	0.7%	-3.0%	5.6%
Switzerland (Sovereign)	0.70%	28.51	-0.8%	-1.3%	-1.8%	5.4%	7.9%
Japan (Sovereign)	1.20%	24.08	-0.4%	-1.5%	-2.0%	-2.1%	0.9%
Emerging (Sovereign)	6.86%	59.91	-0.1%	1.3%	1.9%	7.0%	11.0%
USA (IG Corp.)	5.22%	61.63	0.3%	1.3%	1.5%	2.1%	8.5%
Euro Area (IG Corp.)	3.11%	61.25	0.2%	1.2%	0.8%	4.7%	8.2%
Emerging (IG Corp.)	6.44%	76.28	0.3%	1.4%	1.9%	7.0%	6.7%
USA (HY Corp.)	7.23%	63.80	0.0%	0.5%	1.6%	8.2%	13.4%
Euro Area (HY Corp.)	5.86%	80.74	0.1%	1.3%	1.5%	8.2%	12.1%
Emerging (HY Corp.)	8.28%	62.60	-0.1%	0.9%	2.1%	14.9%	13.1%
World (Convertibles)	455.2	51.73	-1.1%	0.3%	3.4%	9.4%	12.3%
USA (Convertibles)	615.2	47.06	-1.6%	-0.5%	2.8%	10.1%	14.6%
Euro Area (Convertibles)	245.2	62.91	-0.1%	3.7%	5.4%	14.7%	7.3%
Switzerland (Convertibles)	248.7	54.48	-0.1%	2.0%	3.3%	-10.5%	5.8%
Japan (Convertibles)	228.7	65.17	0.7%	2.2%	0.9%	6.4%	7.6%
Hedge Funds (Bloomberg)							
Hedge Funds Industry	1 634	81.98	n.a.	1.5%	1.5%	11.1%	7.8%
Macro	1 360	68.42	n.a.	1.4%	1.4%	7.3%	1.6%
Equity Long Only	2 217	70.35	n.a.	0.0%	0.0%	12.3%	15.9%
Equity Long/Short	1 709	80.41	n.a.	1.9%	1.9%	14.0%	7.7%
Event Driven	1 739	74.50	n.a.	0.9%	0.9%	8.6%	7.3%
Fundamental Equity Mkt Neutral	1 659	95.49	n.a.	0.6%	0.6%	12.2%	6.6%
Quantitative Equity Mkt Neutral	1 705	88.84	n.a.	2.5%	2.5%	9.8%	7.8%
Credit	1 613	96.60	n.a.	1.0%	1.0%	8.5%	8.1%
Credit Long/Short	1 637	100.00	n.a.	0.5%	0.5%	10.1%	11.2%
Commodity	1 831	87.88	n.a.	1.6%	1.6%	15.5%	7.3%
Commodity Trading Advisors	1 358	55.07	n.a.	1.3%	1.3%	7.8%	-3.6%
Volatility							
VIX	18.21	59.42	23.3%	20.9%	5.0%	39.4%	-42.5%
VSTOXX	16.47	50.31	3.8%	6.6%	-3.1%	25.3%	-35.0%
Commodities							
Commodities (CRB)	551.1	n.a.	-0.3%	2.0%	2.7%	5.1%	-8.0%
Gold (Troy Ounce)	2 941	n.a.	1.5%	6.1%	12.0%	27.2%	13.1%
Silver (Troy Ounce)	32.63	n.a.	0.9%	6.7%	12.9%	21.5%	-0.7%
Oil (WTI, Barrel)	70.58	n.a.	-0.2%	-7.0%	-1.6%	0.1%	-10.7%
Oil (Brent, Barrel)	75.03	n.a.	0.0%	-6.6%	1.2%	-4.6%	-4.5%
Currencies (vs USD)							
USD (Dollar Index)	106.31	38.05	-0.4%	-1.1%	-2.0%	7.1%	-2.1%
EUR	1.0506	58.48	0.2%	0.1%	1.5%	-6.2%	3.1%
JPY	149.53	66.58	1.3%	4.3%	5.1%	-10.3%	-7.0%
GBP	1.2657	62.51	0.3%	1.4%	1.1%	-1.7%	5.4%
AUD	0.6375	61.98	0.3%	1.0%	3.0%	-9.2%	0.0%
CAD	1.4188	59.01	0.0%	1.3%	1.4%	-7.9%	2.3%
CHF	0.8969	60.02	0.4%	1.0%	1.2%	-7.3%	9.9%
CNY	7.2449	60.46	0.3%	-0.1%	0.8%	-2.7%	-2.8%
MXN	20.393	52.05	-0.5%	-0.5%	2.1%	-18.5%	14.9%
EM (Emerging Index)	1 754.7	67.26	0.3%	1.0%	1.6%	-0.7%	4.8%
XBT	95 838	n.a.	-0.5%	-8.8%	2.3%	120.5%	157.0%

Source: Bloomberg, Altitude Investment Solutions

Total Return by asset class (Negative \ Positive Performance)



AVERTISSEMENT DE RESPONSABILITÉ

Ce document est émis par Altitude Investment Solutions (ci-après "Altitude IS"). Il n'est pas destiné à être distribué, publié ou utilisé dans une juridiction où une telle distribution, publication ou utilisation serait illégale, et il ne vise pas non plus toute personne ou entité à qui il serait illégal d'adresser un tel document.

Ce document est fourni à titre d'information seulement. Il ne constitue pas une offre ou une recommandation de souscription, d'achat, de vente ou de détention de valeurs mobilières ou d'instruments financiers. Il contient les opinions Altitude IS, à la date d'émission. Ces opinions et l'information contenues dans le présent document ne tiennent pas compte de la situation, des objectifs ou des besoins particuliers d'une personne. Aucune déclaration n'est faite en vue d'indiquer qu'un investissement ou une stratégie est approprié(e) ou adapté(e) aux circonstances individuelles ou qu'un investissement ou une stratégie constitue une recommandation personnelle à quelque investisseur. Chaque investisseur doit prendre ses propres décisions indépendantes concernant les titres ou instruments financiers mentionnés dans le présent document. Le traitement fiscal dépend de la situation particulière de chaque client et peut faire l'objet de modifications à l'avenir. Altitude IS ne fournit pas de conseils fiscaux. Par conséquent, vous devez vérifier les informations ci-dessus et tous les autres renseignements fournis dans le document ou les passer en revue avec vos conseillers fiscaux externes.

Les investissements sont soumis à un nombre varié de risques. Avant de conclure une transaction, l'investisseur devrait consulter son conseiller en placements et, au besoin, obtenir des conseils professionnels indépendants sur les risques, ainsi que sur les conséquences juridiques, réglementaires, de crédit, fiscales et comptables. Les informations et analyses contenues dans le présent document sont basées sur des sources considérées comme fiables. Toutefois, Altitude IS ne garantit ni l'actualité, l'exactitude ou l'exhaustivité de l'information contenue dans ce document, et n'accepte aucune responsabilité pour toute perte ou dommage résultant de son utilisation. Toutes les informations et opinions ainsi que les prix, les évaluations de marché et les calculs indiqués peuvent être modifiés sans préavis. Le rendement passé n'est pas une garantie du rendement actuel ou futur, et l'investisseur peut recevoir un capital inférieur à celui qu'il a investi. Les investissements mentionnés dans le présent document peuvent comporter des risques difficiles à quantifier et à intégrer dans une évaluation d'investissement. En général, les produits tels que les actions, les obligations, les prêts de titres, les devises ou les instruments du marché monétaire comportent des risques, qui sont plus élevés dans le cas des produits dérivés, structurés et de capital-investissement ; ces produits sont destinés uniquement aux investisseurs qui sont capables de comprendre leur nature et leurs caractéristiques et de supporter les risques qui leur sont associés. Sur demande, Altitude IS se fera un plaisir de fournir aux investisseurs des informations plus détaillées sur les risques associés à des instruments donnés.

La valeur de tout investissement dans une devise autre que la devise de base d'un portefeuille est soumise aux taux de change. Ces taux peuvent fluctuer et avoir une incidence négative sur la valeur du placement lorsqu'il est réalisé et reconverti dans la devise de base de l'investisseur. La liquidité d'un placement dépend de l'offre et de la demande. Certains produits peuvent ne pas avoir un marché secondaire bien établi ou, dans des conditions de marché extrêmes, peuvent être difficiles à évaluer, ce qui entraîne une volatilité des prix et rend difficile l'obtention d'un prix de cession de l'actif. Si des opinions d'analystes financiers sont contenues dans le présent document, ces analystes attestent que toutes les opinions exprimées reflètent fidèlement leurs points de vue personnels sur un instrument donné. Afin d'assurer leur indépendance, il est expressément interdit aux analystes financiers de détenir des titres appartenant à l'univers de recherche qu'ils couvrent. Altitude IS peut détenir des positions sur les titres mentionnés dans le présent document pour et au nom de ses clients et/ou ces titres peuvent être inclus dans les portefeuilles des fonds d'investissement gérés par Altitude IS.

