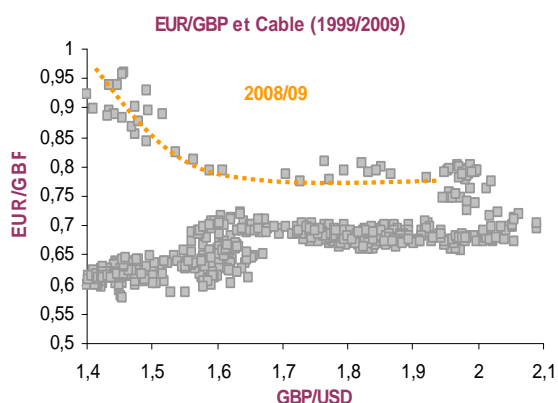


## LIVRE STERLING : RETOUR À L'ANCIEN RÉGIME ?

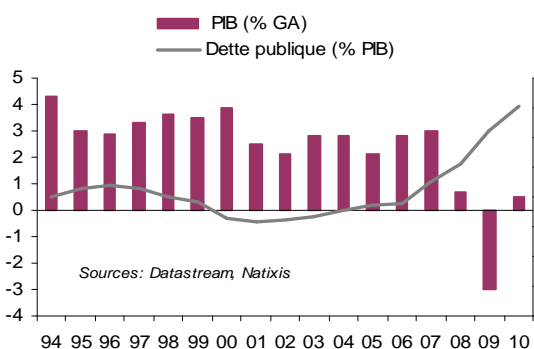
Les ruptures de tendances sont soit passagères (on attend alors un retour à la moyenne), soit définitives. La lecture du graphique ci-dessous montre bien le changement de régime des évolutions comparées de l'EUR/GBP et du GBP/USD depuis plusieurs trimestres.



La période de stabilité des années 1999/2009 a été caractérisée par une corrélation très faible mais modestement positive entre l'EUR/GBP et le GBP/USD – le lien entre ces paires passant, comme le montre notre modèle macroéconomique de détermination des changes, par la politique monétaire de la FED<sup>1</sup>. Depuis 2008 toutefois, la corrélation est significative et négative entre les deux paires : la baisse du câble (GBP/USD) est allée de pair avec une hausse de l'EUR/GBP : le moteur des évolutions récentes est donc avant tout la perception négative du Sterling. Cette dernière peut être analysée comme la conséquence :

➤ de la détérioration de l'activité économique : le PIB est attendu en baisse de 3% en 2009, le déficit public à 10% avec une dette publique attendue à plus de 70% du PIB en 2010.

### Royaume-Uni: croissance et dette publique



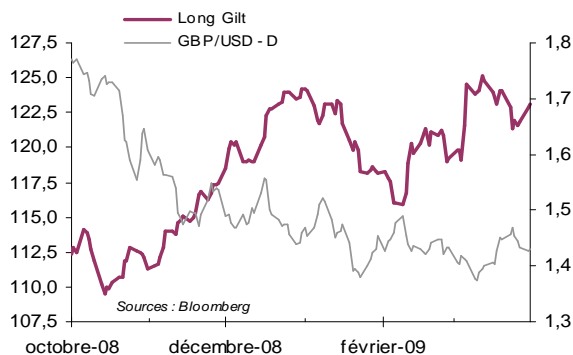
➤ d'un *benign neglect* de la Banque Centrale et de l'Administration sur la Livre Sterling depuis le début de

la crise ; Mervyn King a soutenu devant le Parlement qu'à court terme l'urgence n'est pas d'épargner mais de relancer la dépense.

Ces deux points ne distinguent pas particulièrement l'Angleterre des autres pays avancés qui se lancent dans de vastes programmes de dépenses et ont, certes à des degrés moindres, notamment en Europe continentale, une problématique de baisse de l'endettement des agents privés (220% du PIB au Royaume-Uni).

Le point discriminant, notamment vis-à-vis de l'euro est la mise en place d'une politique monétaire quantitative. Elle vise à maintenir les taux longs durablement bas pour faciliter le désendettement des agents privés. Elle pourrait toutefois être contrariée par l'importation d'inflation (hausse de 0,9% sur le mois en février) imputable à la dépréciation des mois passés et qui pourrait décourager l'achat de papiers souverains longs. Ce conflit d'intérêt devrait à terme pénaliser le GBP.

### Contrat Long Gilt et GBP/USD

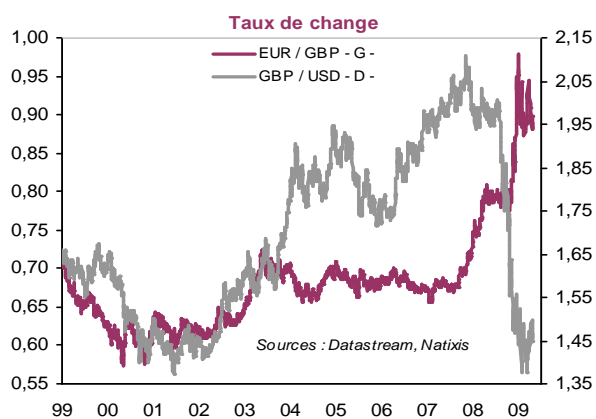


Nous attendons à horizon de 6/12 mois un affaiblissement du dollar, comme reflet de la baisse de la volatilité (la corrélation VIX/Dollar est toujours proche de 1) et le modeste rebond attendu des matières premières.

1- Si le **changement de régime est confirmé**, cela impliquerait une hausse du GBP/USD et un repli de l'EUR/GBP, ce qui est peu conforme à notre vue très pessimiste sur le *policy mix* anglais.

2- Le retour de la **problématique dollar** (malgré le renouveau du peg chinois) impliquerait très probablement un rebond – bien que modeste – du GBP/USD. Une telle hausse, bien que très modeste, serait compatible avec un EUR/GBP toujours fort.

<sup>1</sup> Cf. Natixis Mensuel Change n°4, avril 2009.



## RÉSUMÉ ET RECOMMANDATIONS :

Le changement de régime récent entre EUR et GBP vis-à-vis du dollar ne devrait pas être confirmé dans les prochains mois. Le dollar, attaqué déjà dans son statut de monnaie de réserves internationale, présentera des signaux de faiblesse qui nous font tabler sur un modeste rebond du GBP à 12 mois et un EUR/GBP toujours robuste (au-dessus de 0,90).

	Taux de change			
	23-avr	à 3 mois	à 6 mois	à 1 an
<b>EUR/GBP</b>	0,90	0,92	0,94	0,97
<b>EUR/USD</b>	1,30	1,29	1,35	1,45
<b>GBP/USD</b>	1,45	1,40	1,43	1,50

*Nathalie Dezeure et Evariste Lefevre*