

# RAPPORT HEBDOMADAIRE

22 - 28 septembre 2014

**RAPPORT HEBDOMADAIRE - Survol**

p3	<b>Economie</b>	La Chine débute un cycle d'assouplissement - Peter Rosenstreich
p4	<b>Marchés FX</b>	Un taux négatif : le joker de la SNB - Ipek Ozkardeskaya
p5	<b>Marchés FX</b>	L'Ecosse dit "non" à l'indépendance - Ipek Ozkardeskaya
p6	<b>Marchés FX</b>	Le dollar USD devrait se renforcer - Luc Luyet
p7	<b>Marchés FX</b>	Déceptions à court terme pour les baissiers sur l'EUR/USD - Luc Luyet
p8	<b>Marchés FX</b>	Le positionnement net sur la GBP reste long - Luc Luyet
p9	<b>Disclaimer</b>	

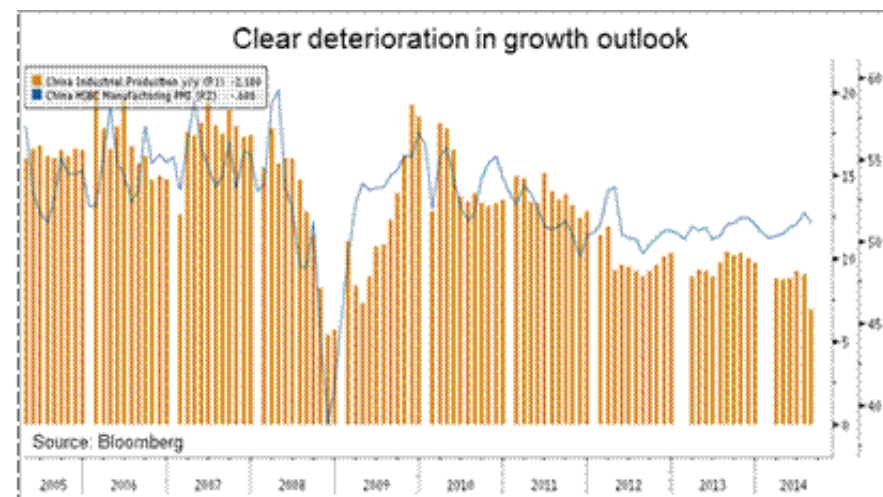
## Economie

## La Chine débute un cycle d'assouplissement

Les banques centrales chinoises ont surpris les marchés en réduisant le taux d'intérêt sur les mises en pension à 14 jours de 20 points de base à 3.50%, soit un plus bas sur 3 ans. La décision de réduire les coûts d'emprunt à court terme des prêteurs commerciaux doit être perçue comme un signal clair : Pékin tente par tous les moyens de compenser une croissance plus lente que prévue en orientant plus bas les taux d'intérêt. Des mouvements similaires de la part de la Banque centrale de Chine laissent habituellement présager des ajustements vers des taux d'intérêt plus larges (dans ce cas des réductions). De plus, la banque centrale a puisé 500 milliards de yuan (81 milliards de \$) dans les 5 principales banques d'état. Ces mouvements inattendus suivent les signes d'une nouvelle détérioration des perspectives économiques de la Chine et de sa demande domestique.

### Une croissance faible pour les ménages

Depuis juillet, une tendance claire de faiblesse économique s'est développée en Chine. La semaine dernière, la légère reprise des ventes de détail s'est évanouie alors que les ventes en glissement annuel s'élèvent à 11.9% contre 12.2% en juillet et que la production industrielle a ralenti à 6.9% contre 9.0% en juillet. Cette semaine, le PMI manufacturier de la Chine sera important en termes de perspectives de croissance et de prévisions de nouveau stimulus. Face à une croissance mondiale encore affaiblie et afin que le gouvernement atteigne son objectif de croissance de 2014 avec un PIB à 7.5%, un nouvel assouplissement sera nécessaire. Nous anticipons des réductions de 50 points de base du taux d'intérêt de l'indice de référence d'ici la fin de l'année. Des baisses directes aideront à détendre les inquiets sur le risque financier, à soutenir la demande via les prêts et à abaisser les craintes grandissantes liées au fardeau de la dette. Etant donné que la Chine joue dorénavant l'assouplissement monétaire au même titre que la BCE et la Banque du Japon, les perspectives sur les actifs risqués restent positifs.



## Marchés FX

## Un taux négatif : le joker de la SNB

### La SNB se prépare à une action immédiate

Lors de sa réunion du 18 septembre, la Banque nationale suisse a laissé son objectif libor à 3 mois inchangé à 0.00-0.25% et renouvelé son engagement à défendre l'EUR/CHF à 1.20, affirmant qu'elle était prête à acheter des quantités illimitées de change si nécessaire. La SNB a souligné la détérioration de l'environnement international des derniers mois et mis en garde contre les risques croissants de déflation suisse. Considérant le stimulus lourd de la BCE et les risques géopolitiques favorisant le renforcement du franc, la SNB s'est déclarée prête à prendre des actions immédiates si cela s'avère nécessaire.

A ce stade, nous restons confiants sur la politique de la SNB. Le "plancher" n'ayant pas été malmené, nous ne pensons pas que la SNB lance l'offensive. L'organisme comprend que l'efficacité des outils de sa politique peut être réduite à néant si elle doit se retrouver face à un "mur" ou à un catalyseur tel que les conditions de la BCE ou des flux des capitaux cherchant refuge, alimentés par des conditions géopolitiques extrêmes. En conséquence, la SNB n'interviendra que si cela est absolument nécessaire et, d'après nous, en premier lieu, directement sur le marché des changes.

### Un taux négatif, le joker de la SNB face au TLTRO qui ne répond pas aux attentes

La décision de la SNB de conserver le joker du taux négatif sous la main, alors que la BCE n'a pas encore abattu toutes ses cartes nous semble être une décision prudente. La BCE a accordé 82.6 milliards d'euros aux banques de l'Euro-zone via le premier tour de TLTRO le 18 septembre. Ce montant n'a pas du tout répondu aux attentes déjà faibles (environ 100 milliards). La déception qui a suivi le TLTRO de septembre laisse penser que le prêt total ne représentera qu'une petite partie des 400 milliards d'euros maximum prévus pour les deux premières opérations (la seconde aura lieu en décembre). Si cela se confirme, la BCE pourrait être amenée à reconsidérer un nouveau QE. La perspective de voir la SNB sortir son joker taux négatif dans ce contexte nous satisferait pleinement.

### Correction de l'USD/CHF en cours

L'USD/CHF a atteint un plus haut récent à 0.9433 alors que les commentaires "hawkish" prononcés par la Fed le 18 septembre ont poussé l'USD plus haut. Face aux conditions de survente, nous tablons sur une correction baissière à court terme si 0.9284/0.9301 sont atteints (remontée rapide après l'annonce, le 4 septembre, d'un nouveau stimulus de la part de la BCE). La zone de résistance critique reste solide à 0.9456/0.9500 (plus haut du 6 septembre 2013 / niveau psychologique).

**Marchés FX****L'Ecosse dit "non" à l'indépendance****Les traders de la livre ajustent leur stratégie après la victoire du "Non"**

Les écossais ont dit "non" à l'indépendance, l'union vieille de 307 ans est donc saine et sauve. C'est une bonne nouvelle pour l'économie britannique : les lourdes conséquences d'une sortie de l'Écosse ont été évitées, du moins pour l'instant. Cela étant, l'écart "Oui-Non" a été plus serré que prévu, avec seulement 55% des votants en faveur du "Non" défendu par David Cameron. Les autres 45% (chiffre non négligeable) souhaitent l'indépendance malgré des questions laissées sans réponses : la viabilité d'une économie écossaise indépendante, une éventuelle nouvelle devise (alors que la Banque d'Angleterre s'était clairement opposée à toute union monétaire similaire à la zone euro), la conservation des services de santé et autres dépenses sociales, la répartition des revenus du pétrole de la Mer du Nord. Face à une victoire étroite du "non", le risque d'un autre référendum écossais devrait resurgir dans les années à venir et limiter le potentiel de hausse de la livre Sterling à long terme.

Dans l'immédiat, le Royaume-Uni et l'Europe reprennent leur souffle, la présence écossaise dans le Royaume-Uni modérant clairement les risques d'une résurgence nationaliste lors de l'Élection générale prévue en 2015. Les résultats du référendum modèrent les craintes d'une poussée des Conservateurs (Tories). Si la victoire des conservateurs implique la tenue d'un référendum en 2017 sur l'adhésion à l'Europe, les écossais traditionnellement pro-européens devraient continuer à équilibrer le paysage politique.

**La livre peut finalement se recentrer sur les fondamentaux**

La livre Sterling a connu une embellie suite aux dissipations des incertitudes politiques le 19 septembre. Les risques ayant disparu, les traders du GBP peuvent se concentrer à nouveau sur les fondamentaux et les perspectives concernant la politique de la Banque d'Angleterre, en particulier alors que les spéculations sur la normalisation de la Fed gagnent du terrain.

Le GBP/USD s'est repris au-dessus du niveau Fibonacci à 38.2% de la chute de juillet-septembre (1.6487), mais ne réussit pas à consolider les gains alors que les négociations autour du "Non" ont entraîné des prises de bénéfices rapides.

Les renversements du risque à 3-mois (delta 25) ont clairement explosé vers les niveaux du début du mois de septembre. Les indicateurs techniques sont devenus positifs et au vu du fort dénouement de positions qui a suivi les craintes écossaises sur les semaines passées, le Câble a davantage de marge pour se reprendre. La prochaine zone cible est placée à 1.6644/90 (plus haut du 1er septembre & 200-dma). En ce qui concerne le moyen terme, les attentes "hawkish" de la Fed devraient restreindre la tendance à la hausse. La base du taux croisé à 3 mois continue à favoriser un USD vs. GBP supérieur, malgré l'issue politique favorable de la question sur l'Écosse.

Face à l'EUR et au JPY, les perspectives sont favorables. L'EUR/GBP s'est effondré vers un nouveau plus bas sur 2 ans à 0.78102, et devrait encore se replier. La BCE a étendu son bilan hier via le premier prêt TLTRO. Malgré des intérêts faibles pour des prêts à long terme à des sociétés non financières, les rachats d'ABS et d'obligations sécurisées qui devraient débuter en novembre ainsi que le deuxième tour de TLTRO prévu en décembre, devraient peser sur l'euro vers la fin de l'année et, par conséquent, favoriser la tendance à la vente sur les marchés de l'EUR/GBP. Face au Yen, la remontée impressionnante de la livre GBP a propulsé la paire au-dessus des 180.00 pour la première fois depuis octobre 2008. Si le dénouement rapide sur le yen va nécessiter une pause à court terme aux niveaux actuels, la divergence entre la Banque d'Angleterre et la Banque du Japon devrait maintenir le biais à la hausse au premier trimestre 2015.

## Marchés FX

## Le dollar USD devrait se renforcer

### La reprise récente de l'USD s'inscrit dans une tendance plus structurelle

La récente appréciation du dollar USD a été impressionnante. Cependant, une large part de celle-ci est provoquée par l'affaiblissement d'autres devises (l'EUR a été plombé par les actions de la BCE, la GBP par les incertitudes liées au référendum écossais et le yen par les mesures de M. Abe, les "Abenomics"). Pourtant, de nombreux initiés interprètent cette évolution comme la première d'une tendance structurelle en faveur du billet vert.

Les États-Unis représentent l'une des rares économies dont la santé s'appuie sur la demande du secteur privé. Les perspectives d'inflation devraient donc s'écarter encore davantage des autres économies développées. Le pays étant considéré comme le mieux positionné pour gérer l'effet dés-inflationniste d'une population vieillissante comparativement à d'autres pays développés, les taux d'intérêt à long terme sont prêts à soutenir un renforcement du dollar USD.

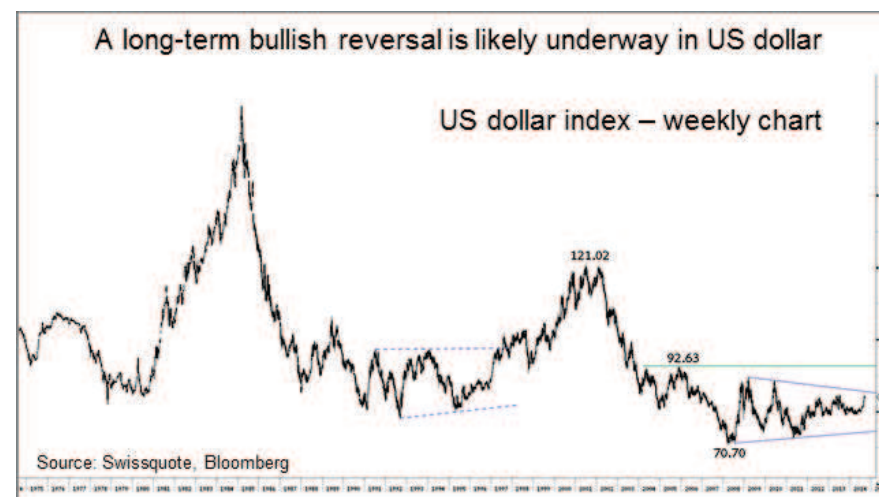
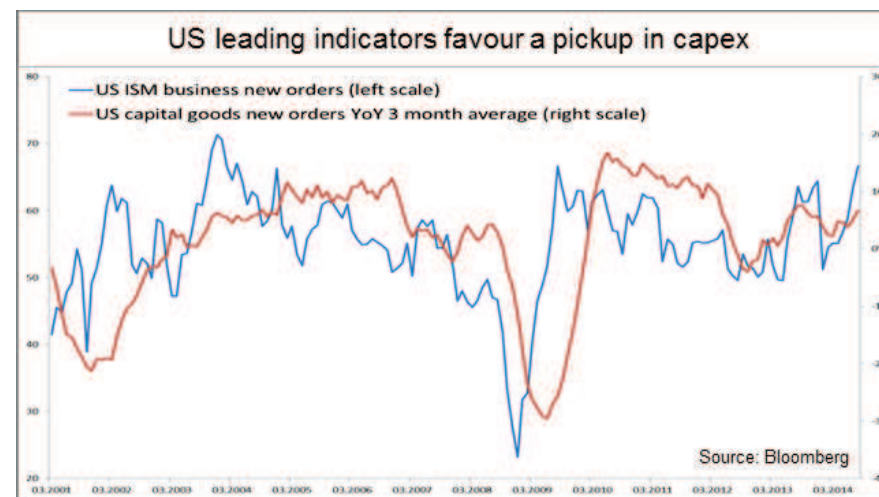
Les perspectives d'inflation américaine soutiendront également le cycle de resserrement de politique monétaire de la Fed. Alors que les taux d'intérêt à court terme augmentent, l'intérêt à l'achat du dollar USD devrait largement s'accroître.

Les perspectives d'indépendance énergétique des États-Unis suscitées par l'extraction de gaz de schiste ont fortement amélioré la balance commerciale du pays, entraînant dans son sillage la balance des comptes courants. De tels avantages devraient raffermir la devise nationale.

Le dollar USD ne souffre pas d'autres problèmes de surévaluation comme le montre l'indice pondéré négocié quasiment à son plus bas sur 40 ans. De plus, la parité de pouvoir d'achat indique que l'USD est sous-évalué par rapport aux principales devises, à l'exception du yen.

### Une possible formation de base à long terme dans l'indice US dollar

Si l'on étudie le graphique de l'US dollar index, la consolidation observée depuis 2008 ressemble à celle observée entre 1991 et 1997. Même si l'appréciation de l'USD pourrait être moins spectaculaire que celle postérieure à 1997, une augmentation vers 92.63 (plus haut de 2004-2005) constitue probablement un objectif très conservateur.



## Marchés FX

## Déceptions à court terme pour les baissiers sur l'EUR/USD

### La Fed maintient son "forward guidance" mais envisage un cycle de taux plus rapide

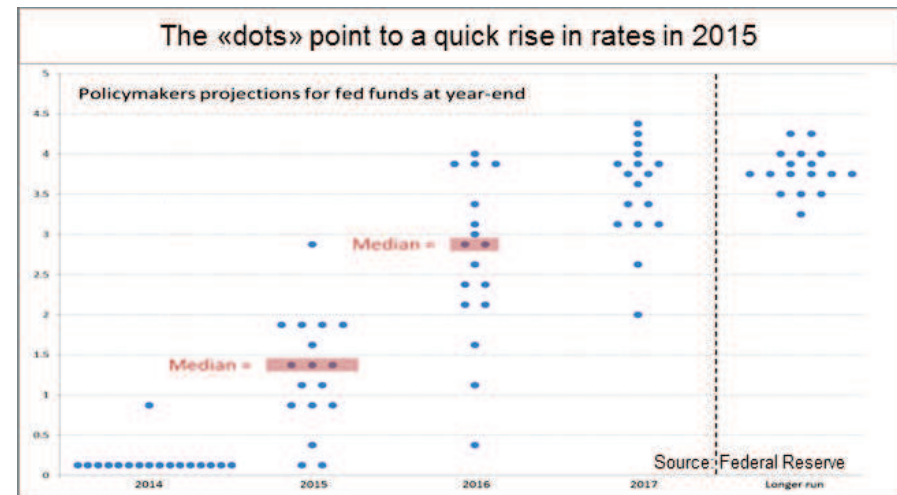
Suite à la réunion de septembre du FOMC, la Fed n'a pas modifié son "forward guidance" qui laissait présager un "temps considérable" entre la fin des achats d'actifs (octobre) et la première hausse de taux. Toutefois, le timing du cycle de resserrement de politique monétaire reste principalement dépendant de la publication des chiffres comme le souligne le document "Policy Normalization Principles and Plans". Combiné à une légère révision à la baisse de l'inflation, il n'y a pas eu de modification claire "hawkish" dans les déclarations de la Fed. D'un autre côté, les prévisions concernant les fonds de la Fed ont été légèrement revus à la hausse pour la fin de l'année 2015 (médiane à 1.375%) et pour la fin de l'année 2016 (médiane à 2.875%). Si la Fed débute donc son cycle de resserrement en juin, les projections envisagent un rythme des taux assez pentu.

### Le premier TLTRO déçoit

Sur les 400 milliards d'euros mis à disposition par la BCE au travers des deux TLTRO, seuls 83 milliards ont été empruntés le 18 septembre, ce qui est bien en-deçà des attentes. Cependant, la BCE a eu beau préciser que les taux ne descendraient pas plus bas et donc que le taux de TLTRO ne pouvait être plus attractif (défini par le taux refi plus 10 points de base), l'offre prévue le 11 décembre pourrait se révéler synonyme d'opportunités. De fait, les banques peuvent emprunter à des taux plus intéressants (au taux refi) via des programmes de LTRO à 3 mois déjà existants. Ces mêmes LTRO expirant le 29 janvier et le 26 février, l'offre du 11 décembre deviendra bien plus intéressante. De plus, la révision de la qualité des actifs de la BCE sera terminée, levant les réticences des banques à augmenter leur emprunt.

### Un rebond sur l'EUR/USD devient probable

Les évolutions mentionnées précédemment, combinées à des positions courtes nettes significatives de l'EUR à 1.2755, augmentent les chances d'observer un rebond de l'EUR/USD, offrant ainsi une opportunité de le céder à de meilleurs niveaux.



## Marchés FX

## Le positionnement net sur la GBP reste long

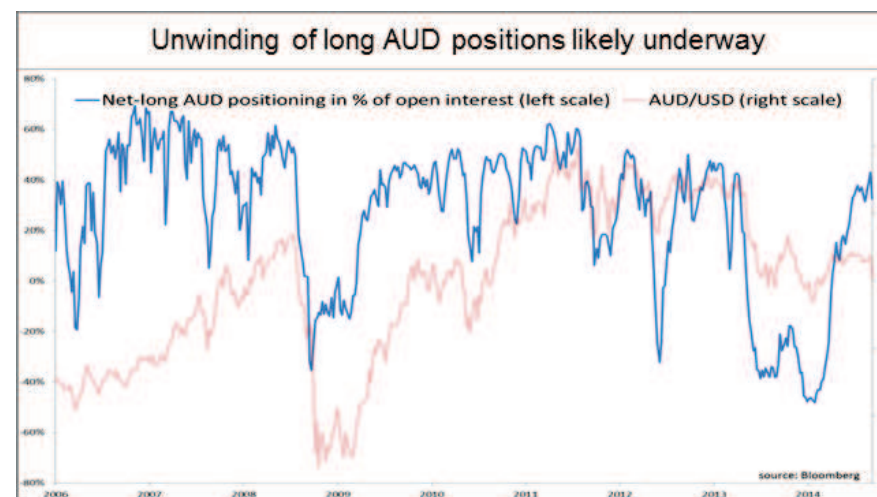
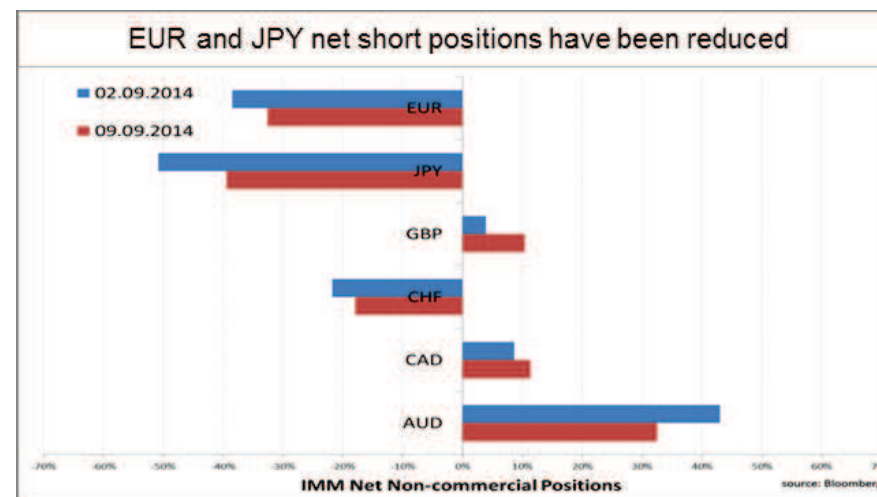
Le positionnement non-commercial du Marché Monétaire International (IMM) est utilisé pour observer les flux de fonds d'une devise à l'autre. Il est généralement considéré comme un indicateur contrariant quand un positionnement extrême est atteint.

Les données de l'IMM couvrent les positions des investisseurs pour la semaine clôturée le 9 septembre 2014.

Les positions courtes nettes majeures sur l'Euro et le yen ont été réduites. Même si cela suscite des contre-tendances temporaires sur l'EUR/USD et l'USD/JPY, la tendance sous-jacente (baissière sur l'EUR/USD, haussière sur l'USD/JPY) ne devrait pas se renverser.

La livre sterling a fait l'objet d'achats malgré les fortes incertitudes liées au référendum écossais, ce qui s'est traduit par une augmentation des positions longues nettes sur la GBP suggérant que la faiblesse du GBP/USD était déjà considérée comme achevée par les investisseurs 9 jours avant le référendum. Cela signifie également que toute remontée favorable potentielle suite à la victoire des pro-unionistes ne pourra pas être alimentée par un dénouement des positions courtes sur le GBP.

Le repli des positions longues nettes sur l'AUD a probablement alimenté le recul sur l'AUD/USD. Si l'on tient compte des récents niveaux élevés des positions longues nettes, ce dénouement de positions longues devrait peser encore davantage sur l'AUD/USD.





## DISCLAIMER

Bien que toutes les précautions aient été prises pour assurer la fiabilité des données mentionnées dans ce document et utilisées pour la recherche des sujets qui y sont traités, Swissquote Bank et ses filiales ne peuvent en garantir l'exactitude et déclinent toute responsabilité pour toute erreur ou omission, ou quant à l'exactitude, l'exhaustivité ou la fiabilité des informations qu'il contient. Ce document ne constitue pas une recommandation de vendre et/ou d'acheter des produits financiers et ne peut être interprété comme une sollicitation et/ou une offre d'effectuer des transactions. Ce document est un document de recherche et ne constitue en aucun cas un conseil d'investissement ou une sollicitation au trading de valeurs mobilières ou d'autres types d'investissements.

Bien que tout investissement implique un certain degré de risque, le risque du trading en devises étrangères hors échange peut être considérable. En conséquence, si vous envisagez de participer à ce marché, vous devez être conscients des risques inhérents à ce type de produit pour être à même de prendre des décisions d'investissement en connaissance de cause. La matière présentée dans ce document ne peut en aucun cas être considérée comme un conseil ou une stratégie de trading. Swissquote Bank s'efforce d'utiliser des informations fiables et variées mais n'en confirme ni l'exactitude ni l'exhaustivité. De plus nous n'avons aucune obligation de vous notifier les changements apportés aux opinions ou aux informations contenues dans ce document. Les prix mentionnés dans ce rapport ne le sont que dans un but d'information.

Ce rapport ne peut être distribué que lorsque les lois qui lui sont applicables le permettent. Rien dans ce rapport n'a pour but d'indiquer qu'une stratégie d'investissement ou une recommandation qui y est décrite soit adaptée ou appropriée aux circonstances individuelles de leur bénéficiaire ou, de manière plus générale, qu'elle constitue une recommandation personnelle. Le rapport n'est publié qu'à des fins d'information, il ne constitue pas une publicité et ne peut être interprété comme une sollicitation ou une offre d'acheter ou de vendre des valeurs mobilières ou des instruments financiers quels qu'ils soient, et ce dans quelque juridiction que ce soit. Aucune confirmation ou garantie, que ce soit expresse ou implicite, n'est fournie quant à l'exactitude, l'exhaustivité ou la fiabilité des informations contenues dans le document, à l'exception des informations concernant Swissquote Bank, ses filiales et ses sociétés apparentées. Le rapport n'est pas non plus censé être un traité exhaustif ou un résumé des valeurs mobilières, marchés ou développements qui y sont décrits. Swissquote Bank ne garantit pas la réalisation de profits par les investisseurs, ou qu'elle partagera les profits de ses investissements avec les investisseurs ; elle n'accepte non plus aucune responsabilité pour les pertes résultant d'investissements. Les investissements comportent des risques et les investisseurs doivent faire montre de prudence dans leurs décisions d'investissement. Le rapport ne doit pas être traité par ses bénéficiaires comme un substitut à leur propre jugement. Les avis exprimés dans ce rapport ne le sont qu'à des fins d'information et sont susceptibles de changement sans notification préalable et peuvent être différents ou contraires à d'autres avis exprimés par d'autres divisions ou groupes de Swissquote Bank, qui peuvent utiliser des critères ou des hypothèses de base différents. Swissquote Bank décline toute responsabilité pour toute transaction, résultat, gain ou perte, qui découleraient de ce rapport, en tout ou en partie.

Swissquote Bank Strategy Desk décide à sa seule discrétion de ce que la recherche doit couvrir, mettre à jour ou cesser de couvrir. Les analyses contenues dans ce document se basent sur de nombreuses hypothèses. Des hypothèses de base différentes peuvent aboutir à des résultats très différents. Les analystes responsables de la rédaction de ce rapport peuvent interagir avec le personnel du trading desk, le personnel de vente et d'autres entités afin de recueillir, synthétiser et interpréter les informations des marchés. Swissquote Bank n'a aucune obligation de mettre à jour les informations contenues dans le rapport et décline toute responsabilité pour tout résultat, gain ou perte, découlant, en tout ou en partie, sur cette information.

Swissquote Bank interdit spécifiquement la redistribution de ce document en tout ou en partie sans sa permission écrite et décline toute responsabilité pour les actions des tiers à cet égard. © Swissquote Bank 2014. Tous droits réservés.