

RAPPORT HEBDOMADAIRE

27 octobre - 2 novembre 2014

RAPPORT HEBDOMADAIRE - Survol

p3	Economie	"Sauver l'or de la Suisse" ne sauvera pas la mise - Ipek Ozkardeskaya
p4	Marchés FX	Les ventes du réal s'intensifient - Ipek Ozkardeskaya
p5	Marchés FX	La Banque du Canada abandonne son "forward guidance" - Luc Luyet
p6	Marchés FX	Une nouvelle hausse de l'USD/JPY toujours favorite - Luc Luyet
p7	Marchés FX	Les positions USD sont proches des plus hauts historiques - Luc Luyet
p8	Disclaimer	

Economie**"Sauver l'or de la Suisse" ne sauvera pas la mise**

Le 30 novembre, les suisses voteront pour décider si :

- la SNB doit détenir 20% de ses réserves en or,
- les réserves d'or doivent être stockées en Suisse,
- la SNB doit être autorisée à vendre ses réserves d'or.

Les récents sondages montrent que 45% des personnes interrogées soutiennent la campagne alors que, d'après nos estimations, la probabilité d'un vote favorable au "oui" est limitée. Les deux chambres du Parlement suisse sont fortement opposées à la "cage dorée". Une chose est sûre : les résultats des sondages tendent à être instables et injectent avec un mois d'avance de la volatilité sur des marchés jusqu'à présent relativement calmes.

Dans un entretien récent, la ministre suisse des finances, Eveline Widmer-Schlumpf, a déclaré que les 1.040 tonnes actuelles de réserve d'or sont largement suffisantes pour réduire les périodes à risque. Ce à quoi nous ajoutons que les ruptures de corrélation négatives depuis la crise de 2007 ont démontré que le précieux métal ne représente aujourd'hui ni une couverture idéale, ni une source de stabilité. Alors que l'indice VIX a connu une hausse rapide de 80% en octobre 2008, la volatilité réalisée à 1 mois sur le XAU/USD a atteint les 56% tandis que la volatilité implicite à 1 mois a approché les 58%. Ces chiffres ne correspondent assurément pas à ce que l'on est en droit d'attendre dans le cadre d'un investissement refuge.

Dans cette mesure, céder 1/5 du bilan de la SNB pour un actif risqué ne représente pas un choix opportun pour un portefeuille. Si tel était le cas, aucune clause n'empêcherait la SNB d'allouer 20% de ses actifs à l'or.

La SNB détient actuellement environ 8% de ses réserves sous forme d'or (43 milliards de dollars USD en avoirs en or contre 522 milliards CHF en bilan). L'introduction d'un seuil à 20% exigera en conséquence une opération de taille. Quant à sa nécessité, elle reste incertaine. Si l'on considère les quantités en jeu, une opération de 1.500-tonnes XAU long sur une période de 5 ans sera difficilement profitable à la SNB.

Si l'on tient compte de la production annuelle minière qui atteint près de 3.000 tonnes, cela signifierait que la SNB achèterait 10% de la production minière du monde par an au cours des 5 prochaines années. Cette demande supplémentaire d'or ne pourra que propulser les cours de l'or encore plus haut et augmenter le coût de l'opération. De plus, un vote en faveur du "oui" stimulera certainement la demande spéculative et fournira un effet levier au marché, en poussant les cours vers des plus hauts disproportionnés ! En fin de compte, la SNB n'aura constitué qu'une réserve bien coûteuse d'un actif calme potentiellement risqué.

L'initiative représente donc une contrainte lourde pour la stratégie de la SNB et ne fera que limiter l'indépendance et l'efficacité des activités d'investissement de l'organisme. Il est vrai que la SNB, à l'inverse de ses pairs internationaux, dispose d'une marge de manœuvre significative sur ses activités. Si la majorité de ses homologues investissent principalement sur des obligations souveraines, la SNB possède la flexibilité de détenir 30% de son bilan en actifs étrangers, privés ou obligataires qui assurent une diversification géographique intéressante et un avantage temporel indiscutable. En 2008, la SNB a ouvert une succursale à Singapour "afin d'étendre sa couverture sur les marchés asiatiques", "afin de garantir une gestion plus efficace de ses actifs dans la zone Asie-Pacifique" et avant tout de "faciliter les opérations 24h/24 sur le marché des changes".

Il serait tout simplement dangereux et coûteux de restreindre la marge de manœuvre de la SNB. L'organisme doit déjà se plier à une importante contrainte : il doit défendre son cours-plancher fixé à 1.20 contre la monnaie unique. La situation dans la zone euro reste alarmante, avec la possibilité de la mise en place prochaine d'un QE. Si l'on ne perçoit aucun impact immédiat sur le franc suisse, la SNB a clairement besoin d'en garder en mains l'entier contrôle, ce qui exclut la contrainte de taille d'une réserve de 20% d'or qu'un vote favorable rendrait obligatoire.

Marchés FX

Les ventes du réal s'intensifient

Au Brésil, le second tour des élections présidentielles est prévu le 26 octobre. A l'approche de la clôture hebdomadaire, la volatilité du BRL devrait rester élevée. La volatilité implicite à 1 mois de l'USD/BRL a dépassé les 26% au cours de la semaine sous l'effet de transactions spéculatives et de paris à effet de levier. Le risque d'incident est très élevé et la sensibilité aux sondages électoraux, aux études, visions et commentaires politiques pourrait déclencher une volatilité de deux types avant la fin de la semaine.

L'USD/BRL a atteint des plus hauts récents sur 6 ans hier. L'orientation post-électorale reste incertaine. Nous nous tenons prêts à une remontée caractéristique d'une détente postérieure aux élections sur le BRL, en particulier en cas de victoire du candidat de l'opposition. Le programme de M. Neves a la faveur des investisseurs en raison de sa politique plus orientée vers les marchés et promouvant la libéralisation économique, la simplification du système fiscal déjà complexe du Brésil et la lutte contre la surchauffe de l'inflation. Etant donné les importants paris à effet de levier, l'USD/BRL a encore de la marge pour chuter vers le retracement Fibonacci à 50% de remontée de septembre (2.36s) avant que le positionnement du réal ne se stabilise suite aux allocations macroéconomiques. En revanche, une victoire de Mme Rousseff provoquera certainement des déceptions sur le marché. L'économie brésilienne a besoin de trouver un second souffle. Si l'on tient compte des fondamentaux macro-économiques, quatre années supplémentaires de régime interventionniste mené par Dilma Rousseff représentent un scénario que beaucoup souhaitent éviter, bien que la candidate sortante s'oriente vers un cadre moins interventionniste. Les tous derniers sondages des élections montrent une avance de Mme Rousseff sur M. Neves, lesquels, d'après l'étude Ibope, récolteraient respectivement 49% contre 41% des votes. Les prédictions de Datafolha prévoient une avance de 6 points pour la candidate. La volatilité devrait rester élevée avant la fermeture des marchés face aux positions spéculatives. La BCB a vendu 196.5 millions de dollars en swaps FX aujourd'hui et a renouvelé 392.6 millions de dollars de contrats pour contrebalancer les ventes de réal. Si les pressions à la vente entraînent un franchissement des 2.50 lundi, les yeux se tourneront vers les 2.62 (plus hauts à 10 ans, enregistrés fin 2008).

Par ailleurs, rappelons que l'IPC du Brésil a accéléré à 6.75% en glissement annuel - au-delà de la fourchette ciblée par la BCB fixée à 4.5% (+/- 2%). Le PIB en trimestre glissant s'est contracté pour le deuxième trimestre consécutif (-0.6% au T2 contre -0.15% au 1er trimestre). Le déficit des comptes courants a atteint 3.77% du PIB (le plus important depuis 2002) augmentant la vulnérabilité du réal face au dollar USD. La perspective macro-économique laisse présager un affaiblissement du BRL à l'approche de la normalisation de la Fed. Une sensibilité élevée aux UST (bons du Trésor US) devrait maintenir les pressions baissières sur le BRL face à l'USD.

La Banque centrale du Brésil annoncera sa politique le 29 octobre. Elle devrait maintenir inchangé le taux Selic à 11%. Etant donné le changement "dovish" dans les attentes concernant le premier relèvement des taux et la baisse des cours du pétrole (favorable à la réduction du déficit courant), nous ne voyons pas d'urgence à agir sur les taux, les prévisions concernant le PIB du 3e trimestre n'étant pas brillantes. Selon une récente étude de Bloomberg, le PIB brésilien devrait se contracter de 0.3% au 3e trimestre, puis de -0.1% au 4e trimestre avant de rejoindre des territoires positifs. Malgré les pressions inflationnistes, le risque qui pèse sur la croissance devrait inciter la BCB à maintenir ses taux inchangés pour la fin d'année.

Marchés FX

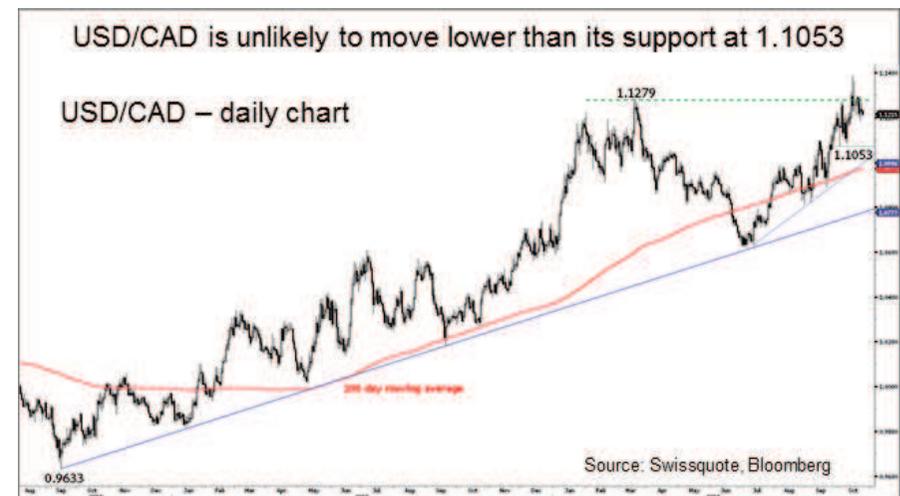
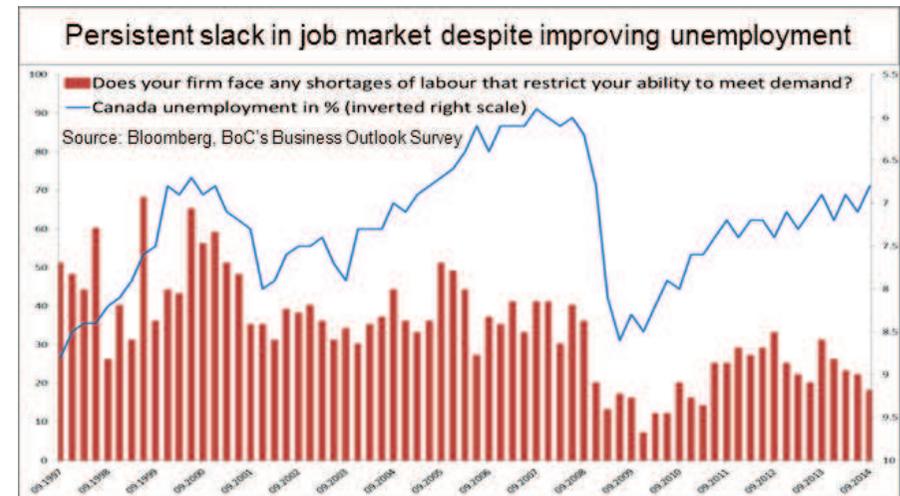
La Banque du Canada abandonne son "forward guidance"

La Banque du Canada ne serait-elle plus neutre ?

Lors de la réunion politique monétaire d'octobre, la Banque du Canada (BoC) a abandonné son "forward guidance neutre". Cette décision avait déjà été plus ou moins évoquée par M. Poloz dans son "Discussion Paper" du 10 octobre. Le gouverneur de la BoC a déclaré en particulier que ce outil prend tout son sens lorsque le taux d'intérêt nominal à court terme atteint ou s'approche de zéro puisqu'il permet dans ce cas d'aplatir un peu plus la courbe de rendements, alors que l'abandon des "forward guidances" permet de "transférer une partie de l'incertitude politique de la banque centrale vers le marché". En conséquence, la BoC ne trouve aucun bénéfice net à avoir recours à des "forward guidances" étant donné les avertissements croissants et les niveaux bas des rendements à long terme actuels. Une hausse des taux ne paraît toutefois pas imminente. De fait, les pressions d'inflation sont toujours faibles, les investissements restent à des niveaux bas (malgré une hausse des exportations) et la surcapacité est considérable. D'un autre côté, la vigueur retrouvée du marché immobilier peut être gérée via des mesures macro-prudentielles. En conséquence, si la BoC n'est plus explicitement neutre, elle n'en devient pas forcément plus "hawkish".

Une hausse plus progressive est privilégiée sur l'USD/CAD

Toutefois, le changement de communication de la BoC est un signe que la banque centrale se montre moins agressive par rapport au dollar canadien. Par conséquent, même si l'USD/CAD devrait évoluer plus haut vers 1.1500 (seuil psychologique), éventuellement 1.1725 (plus haut du 08/07/2009), l'augmentation sera probablement lente. C'est ce que montre le récent manque de suivi après la cassure haussière de la résistance à 1.1279. L'USD/CAD semble donc attractif sur le long quand les cours sont bas. Actuellement, un support clé se trouve à 1.1072 (plus bas du 02/10/2014), alors il est également proche d'une ligne de tendance ascendante.



Marchés FX

Une nouvelle hausse de l'USD/JPY toujours favorite

Les prévisions d'inflation sont en repli au Japon

Les prévisions "hawkish" sur la politique monétaire américaine ont eu de fortes répercussions sur l'USD/JPY. Toutefois, la Banque du Japon (BoJ) devrait contribuer plus activement dans les mois à venir. En effet, sa politique monétaire étant largement concentrée sur les objectifs en termes d'inflation, de plus grandes pressions s'exercent sur la BoJ pour un soutien accru de l'inflation. C'est d'autant plus vrai que les études portant sur l'inflation ne correspondent pas aux perspectives de la BoJ.

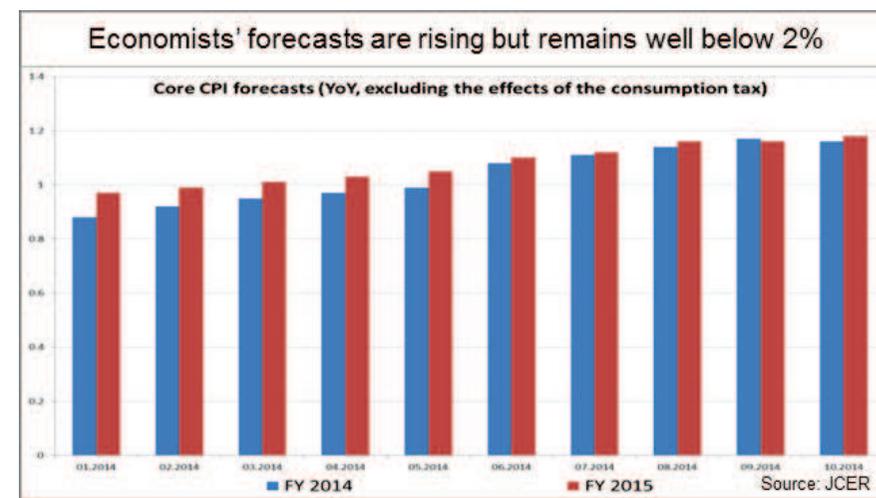
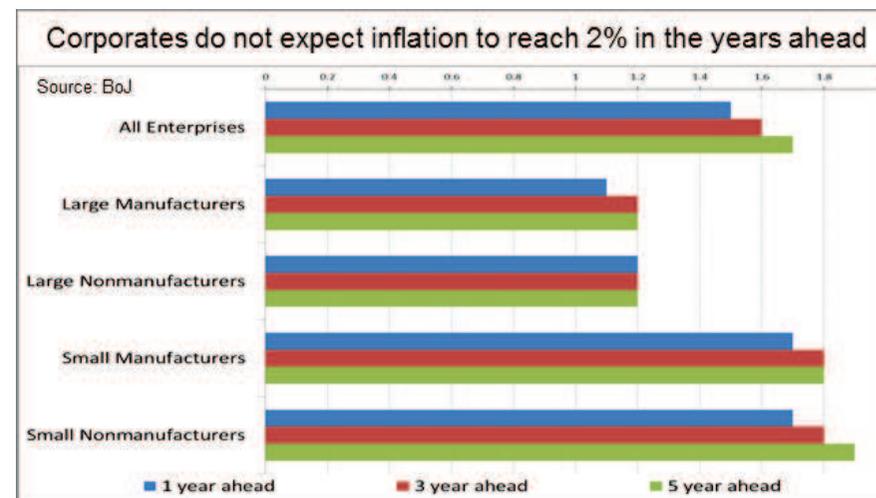
Les études concernant les ménages montrent que la majorité d'entre eux attend une légère hausse, entraînée principalement par les hausses des denrées alimentaires et de l'essence. Les moteurs plus durables que sont par exemple, les salaires, ne sont pas pris en compte. Combinées à des attentes potentielles de croissance qui s'affaiblissent, les études sur les ménages indiquent que l'effet des "Abenomics" se dissipe.

Les perspectives d'inflation des entreprises, récemment ajoutées dans l'étude trimestrielle Tankan, montrent également une vision plus modeste de l'inflation que celle de la BoJ. En effet, aucune des entreprises considérées n'a observé d'inflation supérieure à 2% (hors effet TVA), même sur un horizon à 5 ans.

Enfin, les études des économistes et les attentes des marchés (au travers du swap d'inflation à 5 ans dans 5 ans) confirment également un repli potentiel, laissant penser que sans nouvel assouplissement de la part de la BoJ, l'objectif ciblé de 2% ne sera probablement pas atteint.

Le deuxième tour de hausse des taxes sur les ventes ne devrait pas être reporté

Un report de la deuxième phase de hausse des taxes sur les ventes est peu probable car il minerait la crédibilité des réformes structurelles de M. Abe tout en détériorant les relations avec le Ministère des finances et la BoJ, alors que les deux entités prennent la responsabilité d'une nouvelle hausse. Dans les prochains mois, les conditions devraient donc être de plus en plus favorables (en particulier pour le Nikkei) au soutien d'une deuxième hausse des taxes sur les ventes et atténuer tout effet négatif qui en découlerait. Parmi les programmes de dépenses régionaux, un abaissement des taxes sur les entreprises et une diversification du fonds public japonais des retraites, le GPIF, stimulus de la part de la BoJ sont attendus. En conséquence, tout recul sur l'USD/JPY ne devrait être que temporaire.



Marchés FX

Les positions USD sont proches des plus hauts historiques

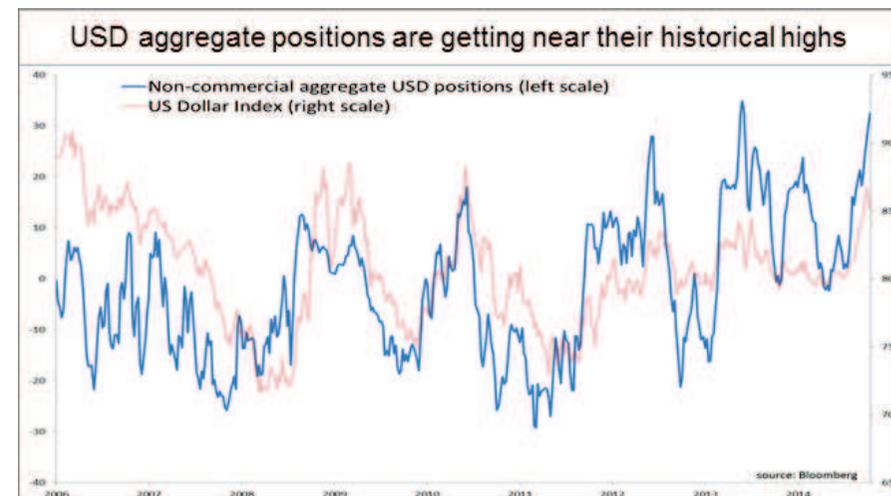
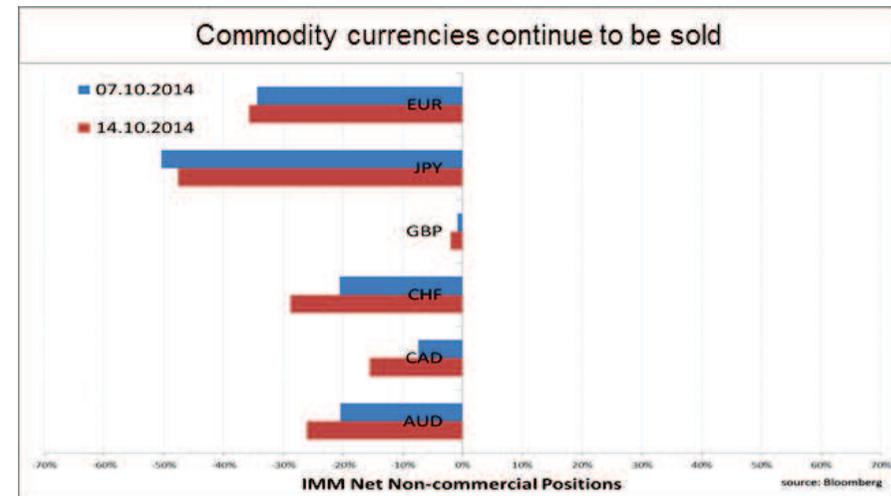
Le positionnement non-commercial du Marché Monétaire International (IMM) est utilisé pour observer les flux de fonds d'une devise à l'autre. Il est généralement considéré comme un indicateur contrariant quand un positionnement extrême est atteint.

Les données de l'IMM couvrent les positions des investisseurs pour la semaine clôturée le 14 octobre 2014.

Les chiffres les plus récents confirment la préférence des investisseurs pour le dollar USD, es principales devises restant courtes nettes contre le billet vert.

Au cours des dernières semaines, le positionnement court net sur l'euro est resté stable suggérant qu'un nouveau catalyseur est nécessaire pour susciter une nouvelle vague de vente de l'euro. Toutefois, avec la mise en place récente de mesures d'assouplissement (rachats d'ABS et d'obligations sécurisées) par la BCE et au vu des résistances croissantes de l'Allemagne quant à une application large du QE, les chances de voir le processus se mettre en place dans un avenir imminent semblent assez faibles.

Les positions courtes nettes sur les devises des matières premières ont fortement augmenté, propulsant l'ensemble des positions USD près de leurs plus hauts historiques. Si nous privilégions toujours un renforcement de l'USD à long terme, le marché actuel hautement polarisé suggère un risque de volatilité accrue. Les positions longues sur l'USD sont actuellement attractives à la faveur des prix bas.



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.