

RAPPORT HEBDOMADAIRE

20 - 26 avril 2015

RAPPORT HEBDOMADAIRE - Survol

p3	Économie	Pas de guerre des devises...Vraiment ??? - Peter Rosenstreich
p4	Économie	Normalisation de l'économie chinoise - Arnaud Masset
p5	Marchés FX	La Grèce peut-elle gâcher la fête ? - Arnaud Masset
p6	Marchés FX	Phase de renforcement probable du CAD à moyen terme - Luc Luyet
p7	Marchés FX	Légère réduction de l'ensemble des positions longues USD - Luc Luyet
p8	Disclaimer	

Économie

Pas de guerre des devises...Vraiment ???

Officiellement, nous n'assistons pas à une guerre des devises

Plus les politiques tentent d'écarter les débats évoquant une guerre des devises, plus il faut être sur le qui-vive. La politique des banques centrales est essentielle dans la détermination des prix du Forex. La directrice du FMI, Mme Christine Lagarde, a récemment rejeté en bloc le concept de néo-protectionnisme (la terminologie de guerre des devises n'étant visiblement pas politiquement correcte), en déclarant : "On parle beaucoup de guerre des devises, mais nous n'observons rien de tel. Nous entendons les inquiétudes liées aux devises, mais il n'y a pas de guerre des devises." Si l'on en juge les actions des décideurs politiques au niveau mondial, la gestion des taux de change devient pourtant aujourd'hui un outil politique majeur de relance économique. N'ayant pas engagé les réformes structurelles nécessaires qui auraient pu les sortir de conditions économiques défavorables, les responsables des banques centrales se sont tournés vers de la réparation rapide en manipulant le cours des devises. Face à une croissance en berne et à des dynamiques d'inflation à la peine, une monnaie faible peut susciter une croissance des exportations, importer de l'inflation et fournir un redémarrage économique élargi sous l'effet de créations d'emplois par les entreprises et des augmentations de salaires.

Un changement de langage

La guerre des devises à laquelle nous assistons actuellement débute lors de la réunion du G20 de 2009 lorsque la théorie d'un rééquilibrage mondial a été lancée. Le concept suggère que les pays présentant un compte courant excédentaire grâce aux exportations doivent se tourner vers la croissance de la consommation, tandis que les nations affichant des déficits dus à la consommation doivent favoriser la croissance des exportations. Le problème est que personne n'a jamais précisé quelle forme prendrait cette transition. Sans changements structurels clés dont les résultats peuvent être imprévisibles, la dévaluation compétitive apporte une solution simple. D'après la théorie de l'anomalie de la parité des primes, une devise suscitant des attentes de taux d'intérêt élevés s'appréciera contrairement à une devise assortie d'attentes de taux d'intérêt plus bas. Il est intéressant de noter qu'au plus fort de la crise financière, les banques centrales utilisaient déjà des outils qui affaiblissaient les devises. Il ne leur restait plus qu'à trouver d'autres instruments permettant de restreindre les attentes en matière de taux d'intérêt.

Depuis lors, nous observons un QE massif et même des taux d'intérêt négatifs. Les pays se sont montrés prêts à abaisser leurs taux prématurément (officiellement inquiets des menaces déflationnistes), puis à permettre une appréciation de leur devise.

Si le rééquilibrage mondial a pris une connotation négative, le concept reste fort. Mme Lagarde a simplement modifié son langage. "Une consolidation fiscale doit être réalisée, elle doit s'effectuer à un rythme adapté, spécifique à chaque pays. Cela va souvent de paire avec la politique monétaire, et nous avons observé des politiques accommodantes, afin de soutenir et d'aider la consolidation fiscale", a déclaré Mme Lagarde.

La phase actuelle de la guerre mondiale des devises n'a jamais pris la forme de déclarations formelles ou de gestes officiels, elle se joue davantage à l'échelle d'une guérilla. Le Rapport semestriel du département du Trésor américain au Congrès sur les politiques de taux de change et d'économie internationale, a mis en garde l'Europe contre un excès de confiance en une croissance axée sur les exportations. Ce commentaire montre clairement que la guerre des devises fait déjà rage. Les autorités politiques américaines redoutent à présent la force avec laquelle la reprise économique des États-Unis pourrait dérailler et elles prennent des mesures stratégiques (mais subtiles) à cet égard. La dévaluation compétitive a donné d'excellents résultats dans la revitalisation de l'économie américaine, les phases de QE ayant maintenu l'USD artificiellement bas (l'EUR/USD avait atteint 1.5144). La situation étant aujourd'hui inversée, avec le lancement d'un QE par la BCE qui déprécie l'EUR et récupère de la croissance via les exportations, nous tablons sur la montée en puissance de cette bataille sourde à l'approche du premier relèvement des taux par la Fed en septembre et face à un dollar qui poursuit sa tendance haussière. Par un coup du sort, la prochaine victime de cette guerre des devises qui n'existe pas, pourrait bien être l'économie américaine.

Économie

Normalisation de l'économie chinoise

La Chine assiste à un ralentissement de son économie

Non seulement l'économie américaine montre des signes de ralentissement cette année mais la deuxième plus grande économie mondiale envoie des signes de faiblesse. La croissance de l'économie chinoise n'a été que de 7% au cours du premier trimestre, soit le chiffre le plus bas depuis le second trimestre 2009. Quant aux exportations, elles ont chuté de 15% a/a en mars contre 12% d'après consensus (le chiffre précédent avait été révisé de 48,3% a/a à -3,2%). Les importations ont affiché un recul de 12,7% a/a en mars contre -10% prévus. Globalement, la balance commerciale enregistre 3,08 milliards de dollars USD tandis que les analystes prévoient 40,1 milliards. La production industrielle a augmenté de 5,6% a/a en mars contre 7% prévus. Enfin et c'est le point le plus important, cette dernière a sensiblement chuté depuis 2010 et atteint désormais son plus bas niveau depuis novembre 2008 (!).

La Banque populaire de Chine souhaite adoucir l'impact

Cependant, un ralentissement de l'économie chinoise semble inévitable alors que le pays souhaite réorienter son économie en favorisant une croissance interne afin de limiter sa dépendance aux économies des pays développés. Il se tient donc prêt à prendre de l'essor à un rythme moins effréné. Les autorités veulent adoucir les effets d'une expansion économique contenue sur le marché de l'emploi et sur la stabilité financière générale. Par ailleurs, l'inflation est morose et l'IIPC publié en mars affiche un 1,4% a/a bien éloigné de son objectif annuel de 3%. Il reste donc de la marge pour un nouvel assouplissement monétaire. La BPC a d'ores et déjà abaissé ses taux de référence en février en réduisant le taux d'intérêt à un an de 25 pbs à 5,35% et le taux de dépôt à un an de 25 pbs à 2,5% (la baisse précédente datait de novembre dernier). Néanmoins, de nouvelles réductions des taux au cours des prochains mois ainsi que d'autres ajustement du taux de réserves des banques (actuellement fixé à 19,50%, dernière baisse de 50 pbs en février) sont à prévoir alors que Pékin a annoncé que les politiques agiront en conséquence pour aider l'économie en cas de hausse du chômage ou de contraction des salaires. Les devises hautement sensibles à l'économie chinoise devraient donc tirer parti d'un nouvel assouplissement monétaire de la part de la BPC.



Marchés FX

La Grèce peut-elle gâcher la fête ?

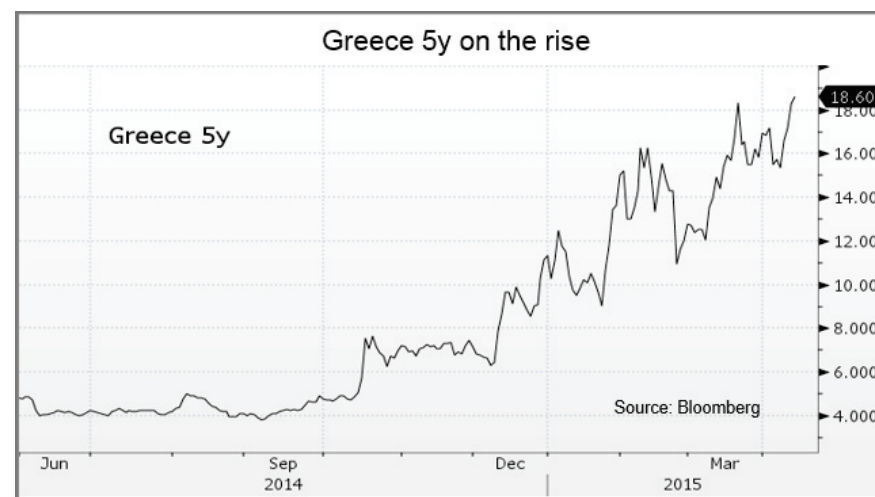
L'économie de la zone euro commence à se redresser

En mars, la BCE a mis en application son propre QE et lancé les rachats mensuels de dettes souveraines à hauteur de 60 milliards d'euros. Le programme avait été initialement planifié pour durer jusqu'en septembre 2016, voire davantage le cas échéant. Lorsque la nouvelle a été rendue publique le 22 janvier, l'EUR/USD a rapidement perdu 2,6% et depuis lors, la monnaie unique s'est à nouveau repliée vers un minimum de 1.0458, soit une baisse de presque 10% en moins de 3 mois. Si l'on prend une vue d'ensemble, l'euro a perdu plus de 18% depuis que la Fed a confirmé l'arrêt des rachats d'obligations en octobre dernier après avoir injecté 4,5 billions de dollars USD sur cinq ans. Après plus d'un mois, les effets sont visibles sur l'économie de la zone euro avec un affaiblissement de la monnaie unique qui permet aux sociétés de proposer des biens et services plus compétitifs. Les prix des obligations permettent aux investisseurs d'accéder à de meilleures conditions d'emprunts. Les marchés boursiers ont connu une reprise de près de 15 % (Euro Stoxx 600) depuis le 22 janvier tandis que les euro-obligations à 5 ans ont perdu 23 pbs et affichent actuellement des chiffres négatifs aux environs de -0,16%, le 17 avril. Au niveau national, les rendements allemands à 5 ans, tournent autour de -0,16%, les français sont globalement neutres (-0,010%) tandis que les grecs à 5 ans atteignent 18,62%, niveau précédemment atteint en 2011.

Nuages à l'horizon

Il reste que la situation de la Grèce est un véritable casse-tête pour les responsables de la zone euro. L'abaissement par Standard & Poor de la notation de crédit du pays de B- à CCC + est assorti de perspectives défavorables. L'agence de notation a ajouté que la croissance restait hautement incertaine et que la Grèce nécessitait de profondes réformes économiques. Par ailleurs, la rumeur veut qu'Athènes ait demandé au FMI un report de l'échéance du remboursement de sa dette. Le rendement grec à 5 ans avait augmenté régulièrement au cours des 8 derniers mois alors que les investisseurs envisageaient un possible défaut de la part du gouvernement grec tandis que l'allemand évoluait dans le sens contraire vers des territoires négatifs. Les rendements italiens et espagnols à 5 ans sont également supérieurs face à des investisseurs qui recherchent des placements sûrs.

Étonnamment, le marché n'intègre pas l'effet d'une sortie de la Grèce alors que l'Allemagne présente une exposition de 92 milliards d'euros à la Grèce (soit 3,2% du PIB).



Marchés FX

Phase de renforcement probable du CAD à moyen terme

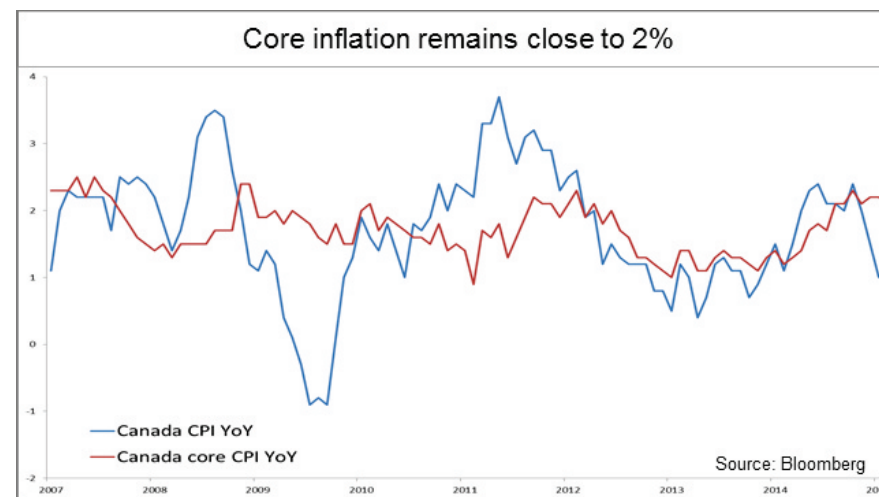
La BoC voit au-delà du choc des prix du pétrole sur la croissance

Comme prévu, la Banque du Canada (BoC) a laissé son taux à un jour inchangé à 0,75%. Néanmoins la banque centrale a modifié ses perspectives économiques après avoir révisé l'impact des prix du pétrole sur la croissance nationale. Désormais, elle attend davantage d'effets immédiats qu'en janvier, sans qu'ils soient plus étendus. Ces effets négatifs sur la croissance devraient donc se dissiper au cours du second semestre de cette année. Les prévisions de croissance du 1er trimestre ont été revues à la baisse mais celles de la période qui suit ont été revues à la hausse. Et surtout, les perspectives d'inflation ont été révisées à la hausse à partir du second trimestre. Globalement, la BoC se montre satisfaite de la politique monétaire actuelle malgré l'effet négatif à court terme du pétrole et alors qu'elle table sur de bonnes nouvelles en termes économiques au cours du second semestre 2015. Face aux menaces qui planent sur la stabilité financière et qui sont liées au niveau élevé de l'endettement des ménages, les chances d'observer un nouvel assouplissement cette année sont fortement réduites.

L'USD/CAD a cassé son support à 1.2352

Du côté des prix, la cassure du support clé localisé à 1.2352 a validé un modèle de renversement baissier de plusieurs mois. En conséquence, la configuration technique confirme une phase de repli à moyen terme pour l'USD/CAD. Le risque baissier implicite de la précédente phase de distribution est donné par 1.1905 qui est proche du retracement à 38,2% de la hausse qui a débuté en juillet 2014. Un autre support clé se situe à 1.1731 (plus bas du 06/01/2015, voir également le retracement de 50%).

La tendance sous-jacente du dollar USD étant positive, cette probable revalorisation du dollar canadien pourrait être plus attractive par rapport à d'autres devises. Dans cette mesure, l'EUR/CAD devrait poursuivre son repli vers son plus bas de 2012, tandis qu'une résistance clé se situe à 1.3766 (plus bas du 27/03/2015). Le CAD/SEK semble également intéressant alors que les prix devraient casser la résistance à 7.1966 (plus haut du 19/08/2010) et évoluer vers son plus haut de 2010 fixé à 7.7249. On observe un support à 6.7378 (plus bas du 18/03/2015).



Marchés FX

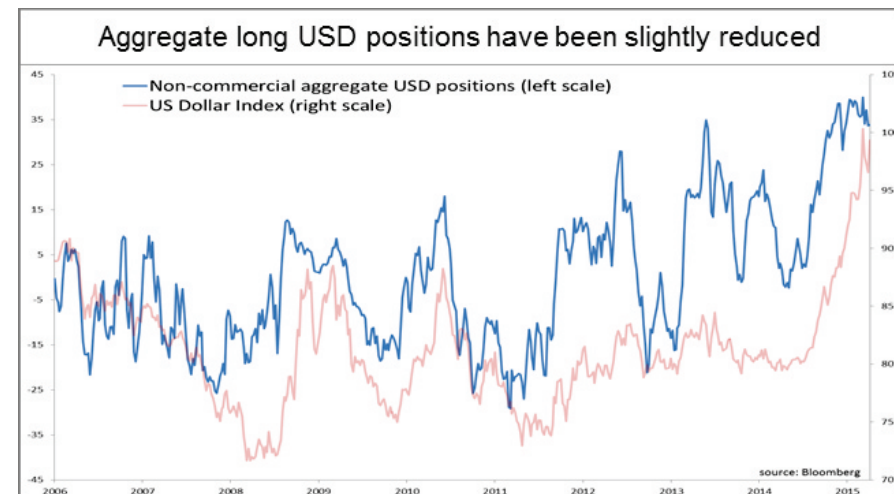
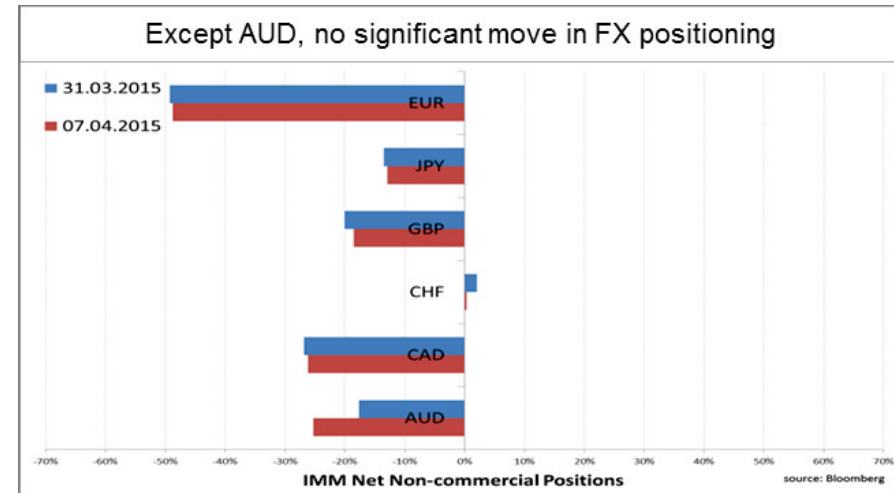
Légère réduction de l'ensemble des positions longues USD

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 7 avril 2015.

Les modifications des positions sur le marché des changes ont été globalement insignifiantes. La seule exception a concerné l'augmentation des positions courtes nettes sur l'AUD. Après la décision prise le 7 avril par la Reserve Bank d'Australie de garder ses taux inchangés, il est probable qu'une partie de ces nouveaux paris baissiers soient réduits à court terme. Toutefois, comme nous l'expliquions dans notre précédent rapport, une position baissière sur l'AUD/USD paraît intéressante, étant donnée la baisse attendue en mai.

Du côté des autres devises, les positions courtes nettes sur l'EUR ont été légèrement réduites mais restent proches des niveaux records observés en 2012. Les positions courtes nettes sur le JPY ont été, pour leur part, légèrement réduites. Si l'on s'appuie sur la déclaration moins accommodante de la Banque du Japon du 8 avril, une nouvelle réduction des positions nettes sur le JPY devrait avoir lieu. Une position longue sur l'USD/JPY deviendrait alors de plus en plus attractive alors que nous allons bientôt entamer le second semestre (la BoJ devrait faire une pause jusqu'à juin au moins).



LIMITATION DE RESPONSABILITE

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.