

RAPPORT HEBDOMADAIRE

27 avril - 1 mai 2015

RAPPORT HEBDOMADAIRE - Survol

p3	Économie	Reprise mesurée en Russie - Peter Rosenstreich
p4	Économie	A la recherche de croissance - Arnaud Masset
p5	Marchés FX	La BNS a durci les règles d'exemption - Arnaud Masset
p6	Marchés FX	Baisse peu probable des taux sous les 2% par la RBA - Luc Luyet
p7	Marchés Boursiers	"Sell In May And Go Away" - Luc Luyet
p8	Marchés FX	Positions JPY courtes nettes neutres - Luc Luyet
p9	Disclaimer	

Économie

Reprise mesurée en Russie

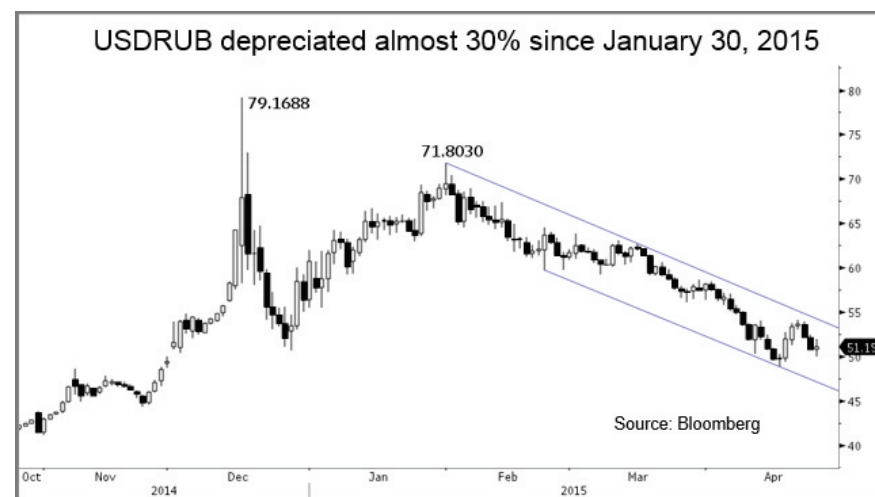
Les chiffres russes connaissent une embellie

L'année dernière, la Russie a fait face à un véritable chapelet d'événements défavorables. Les cours du pétrole se sont effondrés, le secteur privé lourdement endetté avait un accès limité aux marchés des capitaux, la fuite des capitaux mettait en danger le secteur bancaire (forçant les investisseurs à s'interroger sur le niveau des réserves internationales massives de la Russie), enfin les sanctions occidentales amplifiaient le désordre économique et social. Le rouble s'est alors retrouvé dans une spirale infernale.

L'effondrement ultime n'a cependant jamais eu lieu et les chiffres de l'économie russe semblent remonter la pente. Après l'effondrement constaté au 4ème trimestre 2014, la situation économique en Russie se stabilise. Les récentes données économiques dépeignent une situation, certes de morosité, mais néanmoins de reprise. La consommation est un problème pour la croissance, avec une chute des ventes au détail de 8,7% en mars après un recul de 7,2% en février. Si le rythme des replis s'est ralenti, la hausse de l'épargne nette suggère une nouvelle contraction. Les prévisions de consommation restent prudentes face à la hausse du taux du chômage qui passe de 5,3% en décembre à 5,8% en mars et qui s'accompagne d'une baisse des salaires réels. Toutefois, les chiffres indiquent que les investissements en capitaux sont sur la bonne voie et affichent un solide 1,7%. Avec les chiffres encourageants de la production industrielle, le marché risque de connaître une hausse (prévision du PIB au 1er trimestre à -2.9%).

Un rouble plus fort

Si les actions menées par la banque centrale aident à conjurer la crise, les perspectives de la Russie restent fragiles. La récession devrait se poursuivre, avec les secteurs des exportations et de la fabrication à la peine. De plus, un rouble renforcé aura un effet positif sur l'image de la Russie et les perspectives d'inflation, mais ne représentera certainement pas un atout pour les exportations. Surveillez la tendance à la hausse de l'USD/RUB vers 55 mais elle devrait être limitée. Avec de meilleurs prix dans le secteur de l'énergie, les perspectives à moyen terme de la Russie pourraient rapidement s'améliorer.



Économie

A la recherche de croissance

L'Inde est-elle la nouvelle Chine ?

Comme indiqué précédemment, (cf. le Rapport hebdomadaire précédent), l'économie de la Chine connaît une croissance plus ralentie (7% a/a au premier trimestre) alors que la seconde plus grande économie affronte des défis majeurs que sont la surcapacité économique, la charge de la dette et la réorganisation de son économie vers une croissance plus lente, mais durable. Les investisseurs se demandent où trouver des opportunités de croissance à long terme. L'Inde pourrait leur fournir une réponse. Son économie a augmenté de 7,5% a/a (selon les nouvelles méthodes de calculs) au 4ème trimestre 2014 tandis que le PIB de la Chine s'est inscrit à 7,3% a/a. Sur le 1er trimestre 2015, l'économie chinoise a augmenté de 7%, celle de l'Inde devrait atteindre une hausse de 7,4%.

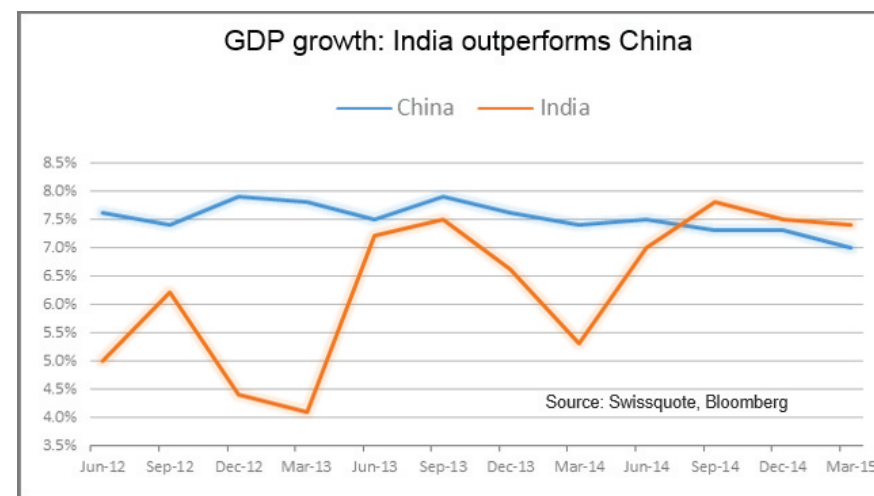
Défis majeurs et politique monétaire

Néanmoins, l'Inde doit également gérer ses propres problèmes afin de préparer le terrain pour une croissance solide à long terme. En février, le gouvernement a annoncé son intention de mettre en œuvre des réformes structurelles pour remettre le pays sur les rails. Le plan proposé vise à rationaliser un système fiscal capricieux redouté par de nombreux investisseurs étrangers, afin de donner la priorité aux investissements dans les infrastructures et de lutter contre l'évasion fiscale. Malgré un accueil favorable, le gouvernement doit maintenant passer des paroles aux actes. Pour commencer, il a conclu un accord historique avec la RBI (Reserve Bank of India) en introduisant une politique monétaire avec un objectif d'inflation qui cible en priorité le retour de celle-ci sous les 6% d'ici janvier 2016, puis la fixation de l'objectif à 4% avec une tolérance de +/-2%.

Raghuram Rajan, le gouverneur de la RBI, avait déjà abaissé le taux repo de 25 pbs à 7,5% lors de deux réunions imprévues (février et mars). Le gouverneur tire avantage de la faible pression inflationniste (5,11% a/a en janvier, 5,19% en février et 5,17% en mars) et dispose d'une marge de manœuvre pour abaisser une nouvelle fois les taux. M. Rajan n'avait pas réduit les taux le 7 avril car il attendait que les banques transmettent les baisses à l'économie réelle, le taux de base étant toujours de 10% a/a. Cependant, l'Inde doit prendre en compte

les politiques monétaires menées par les autres pays car la guerre des devises touche l'ensemble de la planète. La Fed reportera probablement la première hausse des taux cette année, la RBA devrait abaisser ses taux en mai tandis que la Chine vient de réduire ses réserves obligatoires (RRR) à 18,5% et se tient prête à assouplir davantage sa politique monétaire. Nous pensons que la RBI est susceptible de réduire ses taux si l'on en juge par son premier communiqué de politique monétaire bimestriel (publié le 7 avril) : "A l'avenir, la position accommodante de la politique monétaire sera maintenue, mais les mesures seront conditionnées aux données".

Nous pensons donc que la RBI dispose encore de marge pour agir et nous tablons sur un abaissement du taux repo par la banque centrale d'au moins 25 pbs à 7,25% lors de sa prochaine réunion de politique prévue le 2 juin. La banque pourrait toutefois décider d'une baisse des taux lors d'une réunion hors calendrier si l'inflation reste modérée.



Marchés FX

La BNS a durci les règles d'exemption

Nouvelles réglementations

Après quelques mois d'incertitudes au cours desquels les investisseurs ont tenté de déterminer si la BNS défendait activement l'objectif implicite de la fourchette 1.05-1.10 de l'EUR/CHF, les traders ont commencé à défier la banque en poussant doucement mais sûrement, le franc suisse vers la parité. Depuis le 20 février, l'EUR/CHF a perdu plus de 5%, passant de 1.0811 à 1.0236 le 21 avril. Le marché a rapidement réalisé que la fourchette des 1.05-1.10 tenait davantage d'une rumeur de salle des marchés que de la réalité. Le 22 avril, la banque a surpris le marché en annonçant un durcissement des règles d'exemption alors que les établissements proches de la Confédération, tels que le fonds de pension de la Confédération ou celui de la BNS, ne sont plus exemptés d'intérêts négatifs. En conséquence, seuls les détenteurs de comptes du système national de sécurité sociale (AVS/IV/EO, IV/AI et EO/APG) demeurent pleinement exemptés. Toutefois, cette décision ne modifie pas la règle appliquée aux banques nationales, qui reste de 20 fois le montant des réserves obligatoires. Le montant total des dépôts à vue des banques suisses auprès de la BNS a augmenté de 1,4 milliard de CHF à environ 380 milliards CHF la semaine dernière, tandis que le montant correspondant à 20 fois les réserves minimales obligatoires s'élève à 290 milliards de CHF.

Que va-t-il se passer ensuite ?

La BNS est à court d'idées et lutte pour enrayer l'appréciation du franc suisse alors que la BCE rachète chaque mois quelques 60 milliards d'EUR d'obligations souveraines pour relancer l'économie de la zone euro, en tirant plus bas la monnaie unique. Le plus puissant outil restant est le seuil d'exemption ; jusqu'à présent il est fixé à 20 fois le montant minimum de réserves de liquidités obligatoires, mais la Banque pourrait abaisser ce seuil afin d'augmenter le nombre de dépôts à vue soumis aux taux négatifs. Cette mesure forcerait les banques suisses à transférer les coûts encourus aux dépôts de particuliers ou à rechercher de meilleurs rendements à l'étranger. D'autres solutions consisteraient à tirer de nouveau les taux d'intérêt vers des territoires négatifs ou à intervenir sur le marché des changes.

Ces deux dernières options nous paraissent peu probables puisque les récentes initiatives monétaires montrent la BNS peu encline à gonfler massivement son bilan. Une solution pourrait venir de la zone euro. Dans l'éventualité d'un accord entre la Grèce et la zone euro, les investisseurs étrangers pourraient revenir vers les actifs européens.

Dans l'ensemble, nous estimons que la décision prise le 22 avril ne changera pas fondamentalement la donne pour l'EUR/CHF, d'autant qu'elle ne représente qu'une évolution minimale de la politique. Le principal objectif était de rappeler aux traders que la BNS voyait la valorisation actuelle du franc suisse d'un mauvais œil. L'attention reste donc tournée vers le dossier grec et le programme de rachat de la BCE. L'EUR/CHF devrait gommer les précédents gains et se replier vers la parité.



Marchés FX

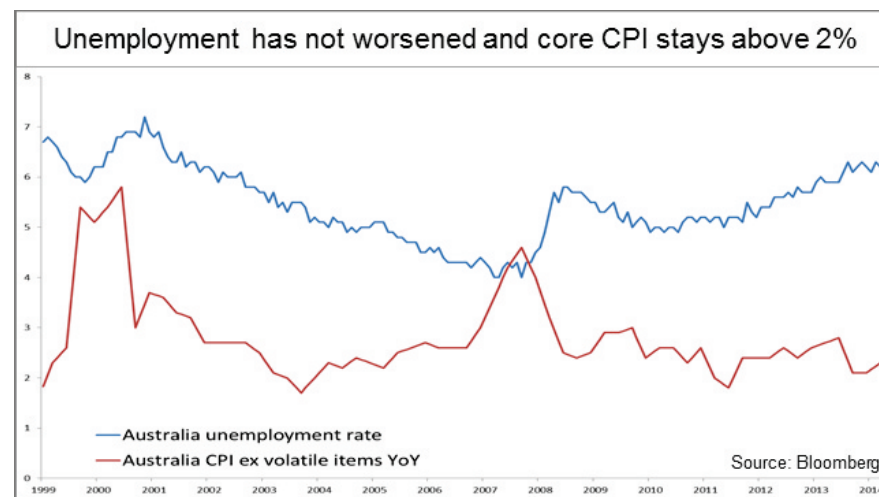
Baisse peu probable des taux sous les 2% par la RBA

Les chiffres récents remettent en question notre prévision de baisse des taux en mai

Les chiffres relatifs à l'emploi et à l'inflation publiés récemment en Australie ont remis en question notre prévision de baisse des taux en mai. Les chiffres de l'emploi de mars ont été, en effet, plus favorables que prévus et pourraient remettre en cause les visions pessimistes de la banque centrale australienne. Par ailleurs, l'inflation de mars, bien que faible au niveau global, augmente légèrement au niveau de base et reste sous le seuil des 2%, avec une forte contribution de l'ensemble des segments. Avec la publication en avril des minutes du comité de direction de la RBA qui soulignent toujours une forte inquiétude vis-à-vis du marché de l'immobilier, la probabilité d'un statu quo de la part de la Reserve Bank d'Australie augmente. Toutefois, nous continuons d'aller dans le sens d'une baisse des taux en mai. En effet, le repli observé actuellement dans les termes de l'échange australien, la croissance en berne et celle plus faible de la Chine, devraient faire pencher la balance dans ce sens.

Quelles sont les conséquences sur l'AUD/USD?

L'une des clés du repli de l'AUD/USD a été la volonté de la RBA de favoriser une monnaie nationale affaiblie. Mais avec des prix de l'immobilier à Sydney perçus comme "plutôt exubérants" par le gouverneur Stevens et une inflation sous-jacente évoluant confortablement dans la fourchette ciblée des 2-3% de la RBA, le coût de l'assouplissement a augmenté de manière significative. Dans ce contexte, une nouvelle réduction des taux sous les 2% semble désormais à écarter. En conséquence, le rythme du cycle de resserrement américain sera davantage influent, suggérant une évolution à la traîne réduite pour l'AUD/USD au cours des prochains mois. L'évolution des prix montre une récente stabilisation en place depuis février qui confirme un repli moins impulsif. Si nous continuons donc de privilégier un biais baissier sur l'AUD/USD, nous suspectons que les points d'entrée devront être revus à la hausse, là où les prix sont davantage dans le sur-achat. et/ou proches de niveaux de résistance clé. Actuellement, les prix proches de la résistance à 0.7938 (plus haut du 24/03/2015) font partie de nos meilleurs paris, en particulier au vu de l'autre résistance clé localisée à 0.8025 (28/01/2015). Une cassure de la résistance forte à 0.8295 (plus haut du 15/01/2015) est nécessaire pour envisager une modification de la tendance baissière sous-jacente de l'AUD/USD.



Marchés Boursiers

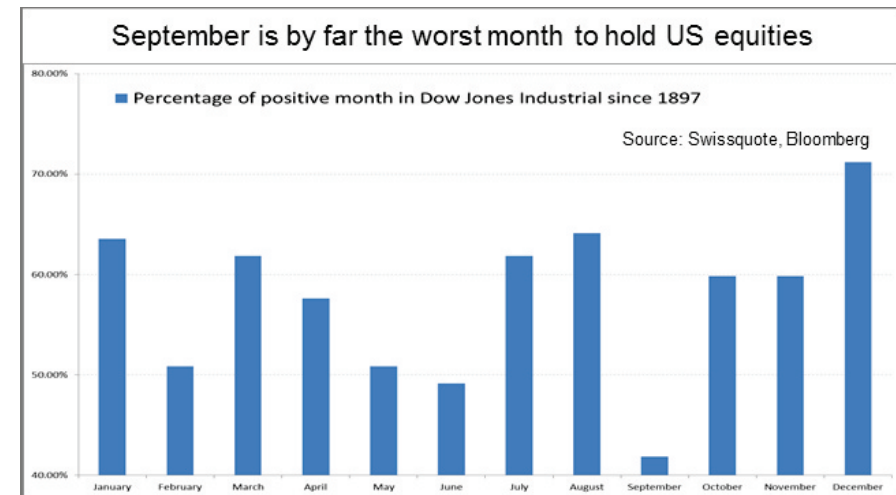
"Sell In May And Go Away"

Le phénomène saisonnier est désormais moins favorable aux actions américaines

Un adage des marchés boursiers américains dit "Sell in May and go away" (Prenez vos bénéfices en mai et profitez de l'été). L'idée est d'investir dans des actions américaines début novembre et de s'en défaire à la fin du mois d'avril. Cela ne signifie pas obligatoirement que le marché enregistrera un repli du 1er mai jusqu'à la fin du mois d'octobre, mais il a été démontré que la performance affichée au cours de cette période était la plus faible comparativement au reste de l'année. Bien que la différence de performance s'explique en partie par un retour de la baisse des principaux marchés à l'approche de septembre (par ex. 1987, 1998 et 2008), cela ne doit pas occulter certains faits récurrents. Le mois de septembre est de loin le pire pour investir dans des actions américaines, puisqu'il n'est positif qu'environ quatre fois sur 10 (41,88%). Juin est le seul mois à être en moyenne plus souvent négatif que positif mais d'une courte tête (49,15%). A contrario, le mois de décembre est de loin le plus intéressant pour détenir des actions américaines, puisqu'il enregistre des résultats positifs plus de 7 fois sur 10 (71,19%).

Quelles seront les conséquences pour 2015 ?

Bien que le S&P 500 n'ait pas affiché de plus hauts marquants depuis février, le phénomène saisonnier défavorable à venir ne laisse pas présager un repli majeur à court terme. Cela s'explique en partie par le récent rally des actions américaines à base élargie (les entreprises de petites et moyennes capitalisations confirment actuellement la force des grandes capitalisations) et par la configuration technique actuelle (triangle ascendant) qui favorise un biais haussier à court terme. La Fed souhaitant néanmoins débiter son cycle de resserrement cette année (probablement en septembre), la période de négociation aux alentours de septembre devrait, à notre avis, s'avérer plutôt volatile. Il ne serait pas surprenant d'observer des prises de bénéfices dans les prochains mois alors que nous approchons de la fin de l'été, ce qui confirmerait des rendements limités pour la période de mai à octobre.



Marchés FX

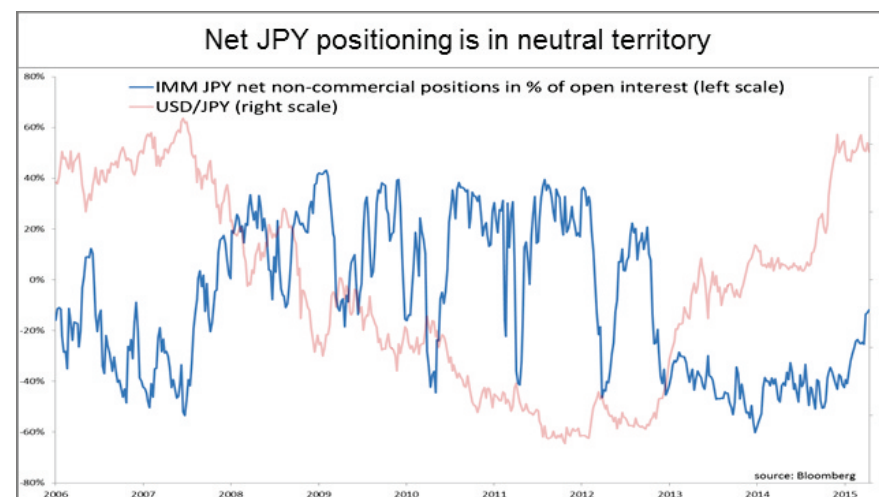
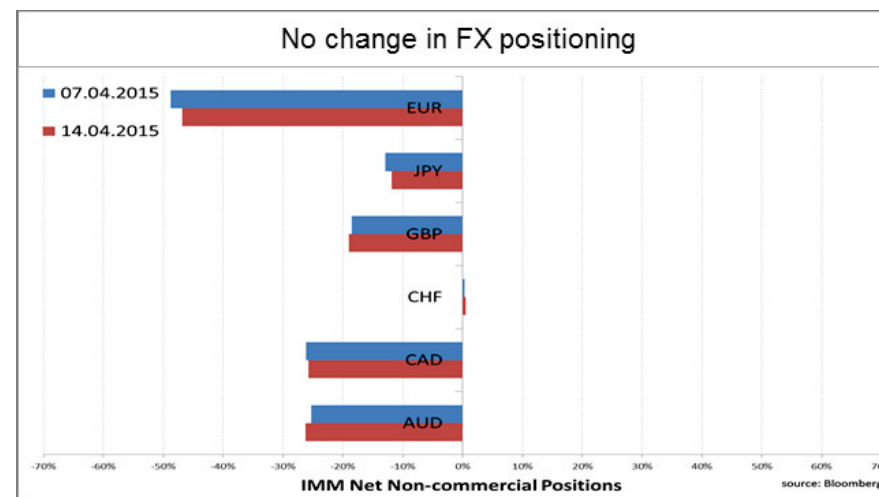
Positions JPY courtes nettes neutres

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 avril 2015.

Les modifications sur les positions du FX ont été très limitées. Malgré une diminution des positions courtes nettes sur l'EUR, les niveaux actuels s'inscrivent encore sur un territoire étendu. Le positionnement agit donc encore comme une barrière à un nouvel affaiblissement à court terme de l'EUR/USD. Les positions courtes nettes du JPY ont également enregistré une petite réduction. Bien qu'une nouvelle annonce de mesure de grande ampleur expansionniste par la Banque du Japon nous paraisse improbable, le positionnement neutre actuel, la morosité des perspectives inflationnistes au Japon associés au cycle de resserrement à venir de la Fed rendent toute position longue sur l'USD/JPY relativement intéressante pour le second semestre de l'année.

Les positions courtes nettes du CAD devraient être une nouvelle fois réduites, la Banque du Canada pouvant même envisager de reconsidérer une hausse des taux. En conséquence, un nouvel affaiblissement du CAD est prévu.



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 récipiendaire 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 récipiendaires 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.