

RAPPORT HEBDOMADAIRE

22 - 28 juin 2015

RAPPORT HEBDOMADAIRE - Survol

p3	Économie	La Contagion européenne - Peter Rosenstreich
p4	Économie	Ton "dovish" de la réunion de juin du FOMC - Arnaud Masset
p5	Économie	La Norges Bank confrontée aux prix de l'immobilier - Yann Quelenn
p6	Économie	La BNS, seule contre tous - Peter Rosenstreich
p7	Économie	Une Banque du Japon trop optimiste - Yann Quelenn
p8	Marchés FX	Possibilité d'une nouvelle baisse des taux par la RBA- Arnaud Masset
p9	Disclaimer	

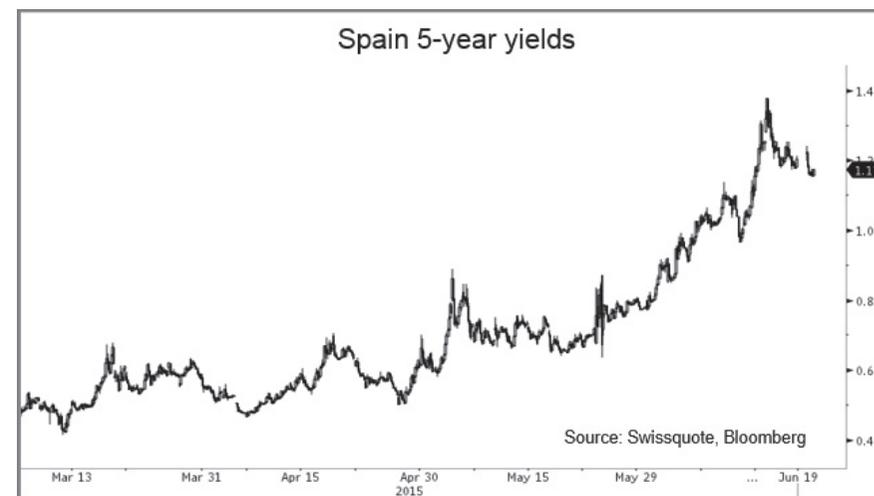
Économie

La Contagion européenne

Le calme des marchés des changes devient inquiétant face à l'absence d'un accord entre Bruxelles et Athènes. Toutefois, les obligations souveraines de la zone périphérique européenne ont enregistré des ventes massives. Pendant ce temps, l'écart de rendement sur l'Allemagne s'est élargi de manière significative. Il est possible qu'une fois de plus, les titres à revenu fixe fassent office de signe avant-coureur. Depuis octobre 2014, les rendements obligataires périphériques profitent des avantages du programme de rachat d'obligations massif par la BCE qui s'élève à un montant de 1,1 billion €. Les investisseurs en quête de rendements font feu de tout bois, et se tournent vers des rendements historiquement risqués à des niveaux étonnamment bas.

Deux facteurs clés ont conduit à la reprise des rendements. Le premier tient à la bonne performance continue des chiffres économiques en Europe. L'inflation annuelle a augmenté à 0,3% en avril après 5 mois de déflation. Si cela reste bien en-deçà de l'objectif de 2% visé par la BCE, le retour des pressions sur les prix est un signe encourageant du fonctionnement du QE (quantitative easing) et l'organisme ne serait alors pas contraint de suivre le modèle d'une expansion sans fin de bilans telle est appliquée par la Fed et la BoJ (c.-à-d. mettre un terme au QE en septembre 2016 comme proposé). Le deuxième facteur concerne le risque évident d'un défaut de paiement de la Grèce, voire un "Grexit". Si la situation s'est déjà plusieurs fois présentée depuis le début de la crise grecque, la rhétorique politique générale a mis de l'eau dans son vin, avec de nouvelles avancées qui contrebalancent les points négatifs. Mais cette fois, le discours est extrêmement ravageur. La probabilité d'un défaut de la Grèce (soit vis-à-vis du FMI, de la BCE et/ou d'autres organismes publics) s'est fortement accrue et les taux s'ajustent en conséquence.

Cela étant posé, la volatilité et la hausse des rendements obligataires récemment constatées suscitent des inquiétudes hors du pays. Des années de QE ont contraint les rendements mondiaux face à des investisseurs et des banques centrales qui s'évincent mutuellement. Les rendements obligataires, les actions et les matières premières deviennent fortement corrélés. Un déboucement rapide des taux pourrait mener à une contagion soudaine sur d'autres marchés.



Économie

Ton "dovish" de la réunion de juin du FOMC

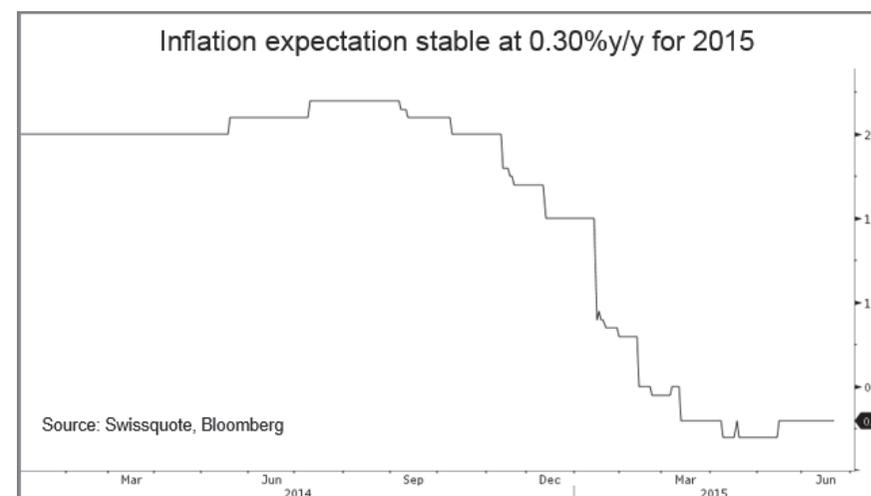
Mme Yellen se montre plus accommodante que prévu

Mercredi, le FOMC (Comité de politique monétaire de la Réserve fédérale) a annoncé le maintien de la fourchette cible des Fed funds entre 0% et 0,25%. D'après la plupart des acteurs du marché, le communiqué et la conférence de presse pointent vers un resserrement plus tard en 2015. Toutefois, comme le montrent les graphiques, la majorité des membres du FOMC a revu ses projections sur les taux directeurs à la baisse pour 2015, 2016 et 2017. Janet Yellen, la présidente de la Fed, a indiqué que le Comité souhaitait voir d'autres avancées sur le terrain de l'emploi et se montrait raisonnablement confiant quant à l'atteinte de l'objectif à 2% de l'inflation à moyen terme, avant de commencer à augmenter les taux. Le Comité a maintenu sa projection d'inflation PCE core à 1,3% -1,4% pour 2015 mais l'a augmenté pour 2016 à 1,6% -1,09%. Sur le front du chômage ses projections sont remontées de 5% - 5,2% en mars à 5,2% - 5,3% pour 2015. La Fed a également abaissé ses prévisions de croissance du PIB (2,3% - 2,7% en mars à 1,8% - 2%). Par ailleurs, les derniers chiffres de l'IPC publiés jeudi indiquent que l'inflation n'a pas progressé aussi rapidement que prévu par le marché. Les chiffres de l'IPC de mai s'inscrivent à 0,4% m/m contre 0,5% attendu, tandis que l'IPC de base enregistre 0,1% m/m (hausse la plus restreinte cette année) contre des prévisions médianes de 0.2%.

Le futur est encore incertain

En tenant compte de l'ensemble des révisions ci-dessus et du ton globalement "dovish" de la conférence de presse, nous estimons qu'un relèvement des taux en septembre n'est pas encore garanti puisque la Fed a confirmé que toute modification apportée à la politique monétaire restait conditionnée à la publication des chiffres, en déclarant que "le Comité déterminera le calendrier de la première hausse des taux fédéraux au cas par cas à chaque réunion, en fonction de son évaluation des futures informations économiques et de leurs implications pour les perspectives économiques".

Il est évident que les décideurs politiques souhaitent voir de nouvelles avancées dans l'économie avant d'initier une normalisation qui pourrait faire dérailler la reprise. Le report du démarrage du cycle de resserrement de la Fed n'est donc pas à exclure.



Économie

La Norges Bank confrontée aux prix de l'immobilier

Comme on le prévoyait, la Norges Bank a abaissé le taux de dépôt de 25 pbs à 1% alors que le pays fait face à une croissance plus faible, des perspectives économiques moroses et à un niveau d'inflation en-deçà de l'objectif ciblé (IPC de mai à 2,1% a/a contre un objectif à 2,5%). Il y a un mois, la banque centrale a mis ses taux en stand-by. A notre avis, les représentants politiques ont gagné du temps pour collecter davantage de données. Dans le même temps, le PMI manufacturier et la production industrielle ont chuté en mai. Par ailleurs, la croissance du PIB du 1er trimestre a enregistré un 0,2% décevant alors que celle du 4eme trimestre 2014 était de 0,9%. Comme nous l'avions prévu, l'économie souffre encore de la baisse des prix du pétrole et la probabilité d'une baisse des taux s'est accrue. Le Gouverneur Olsen a déclaré qu'aussi longtemps que le Brent resterait en-deçà des 70\$ le baril, l'économie norvégienne serait mise à mal. Pour le moment, la hausse du pétrole a été temporaire et les cours se maintiennent autour de 60\$ le baril. Une nouvelle baisse des taux est donc probable.

L'abaissement des taux accroît les pressions inflationnistes qui viennent s'ajouter à la surchauffe du marché immobilier. En effet, les prix du secteur ont triplé depuis le milieu des années 90 et ont augmenté de 7,5% au cours des 12 derniers mois. Mercredi dernier, la ministre des finances norvégienne, Siv Jensen, a tenu une conférence sur la stratégie appliquée à ce marché. Il a été décidé de stimuler la demande en permettant la construction de constructions moins coûteuses, afin de calmer la surchauffe. Par ailleurs, la ministre menace la banque d'introduire de nouvelles mesures si les activités de prêt se maintiennent au même rythme. Elle a donc proposé de renforcer les conditions d'obtention.

La Banque a également laissé la porte ouverte à un nouvel assouplissement monétaire. Il faut donc s'attendre à une autre baisse des taux plus tard dans l'année, probablement après l'été. L'USD/NOK a bondi de 7.60 à 7.70, avec 7.85 en ligne de mire.



Économie

La BNS, seule contre tous

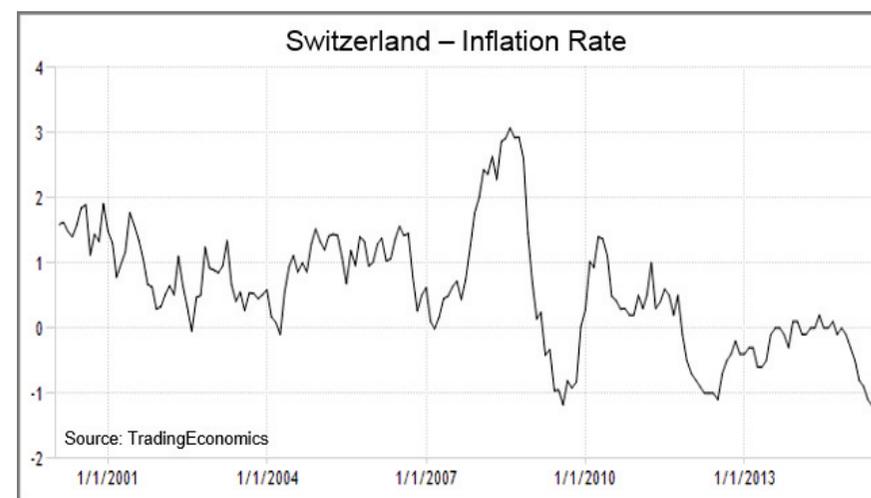
Une nouvelle contraction de l'économie suisse à prévoir

Les responsables politiques suisses ont jusqu'ici célébré la résilience de l'économie qui a permis d'absorber le choc des 15% de dévaluation de l'EUR/CHF. Toutefois, de plus en plus d'éléments confirment que les conséquences à moyen ou long terme filtrent dans le système. La BNS estime qu'il ne s'agit que d'une mauvaise passe suscitée par la soudaine réévaluation. Les chiffres indiquent pourtant clairement que le renforcement du CHF contre l'euro laisse une trace durable et significative sur la reprise de la Suisse. Et la Suisse devrait, selon nous, se préparer à un impact autrement plus négatif, suite au renforcement de sa devise. Dans son rapport prévisionnelle de juin, les SECO (statistiques gouvernementales suisses) anticipaient une nouvelle décélération économique de 0,9% attendu en mars à 0,8% en 2015. La croissance du PIB en 2016 a été révisée à la baisse de 1,8% à 1,6%. Les SECO indiquent que "le commerce extérieur devrait avoir un impact négatif sur la croissance suisse tout au long de 2015. A la lumière d'une reprise économique régulière mais néanmoins, faible en Europe et de l'expansion favorable continue de la demande nationale en Suisse." C'est une vision pour le moins optimiste de la demande nationale, puisque les ventes de détail se redressent tout juste après un net recul et que les pressions inflationnistes restent faibles. Nous ne pensons pas que la demande reste soutenue face à des consommateurs qui regardent au-delà des frontières à la recherche de meilleures affaires. L'économie suisse reste "vulnérable" face à la volatilité du marché des changes et au vu de l'intensification de la crise grecque, nous tablons sur de nouveaux flux de capitaux vers le pays.

La BNS maintient sa politique monétaire inchangée

Comme prévu, la BNS a fixé la marge de fluctuation du LIBOR à 3 mois à -1,25% - -0,25% ; le taux de dépôt à vue reste à -0,75%. Avec une boîte à outils peu garnie, la BNS choisira d'attendre de nouvelles preuves de mise à mal de son économie par un franc suisse fort. Cela étant, même si les données s'accroissent à la baisse, la BNS n'a pas vraiment le choix.

Un abaissement des taux d'intérêt aura un effet limité, tandis que les interventions sur le marché des changes ne feront qu'encourager le marché à défier les banques centrales et générera des milliards de pertes supplémentaires. Nous anticipons un retour de l'EUR/CHF vers le support situé à 1.0235 face à un glissement de la Grèce vers un défaut de paiement.



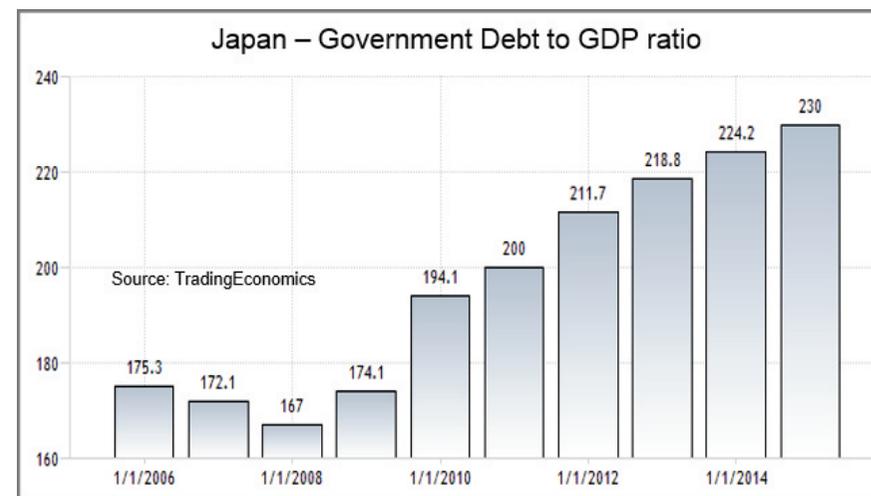
Économie

Une Banque du Japon trop optimiste

La semaine dernière, le gouverneur de la Banque du Japon, M. Kuroda, a indiqué que le yen était particulièrement faible. Les marchés ont interprété ce discours controversé comme une tentative de renforcer le yen ou, du moins, une annonce de nouvelles mesures. Suite à ces commentaires, le billet vert a chuté sous les 123 yens pour un dollar. Hier, M. Kuroda a expliqué qu'il ne fallait voir aucun sous-entendu dans sa déclaration, ni une quelconque influence de sa part sur le taux de change de la devise. Malgré ces précisions, le yen est resté plus fort qu'il ne l'était avant l'annonce du gouverneur.

Nous pensons que les responsables politiques sont mécontents de la chute du yen observée sur les quelques dernières années. L'USD/JPY a atteint ce mois-ci son niveau le plus élevé depuis 13 ans. Il est évident que l'effet du QQE a affaibli le yen, ce qui a tiré les revenus des exportateurs et les cours boursiers à la hausse tandis que les coûts d'importations ont augmenté. Pour le moment, la croissance du Japon est supérieure à celle espérée, la croissance du PIB s'est inscrite à 3,9% a/a, soit bien au-delà de l'estimation qui la portait à seulement 2,9% a/a. Un nouvel assouplissement monétaire s'appliquera jusqu'à atteindre l'objectif d'inflation de 2%. L'inflation de base d'avril est à 0,3% a/a.

Vendredi dernier, la Banque du Japon a tenu réunion et il a été décidé de confirmer la politique monétaire expansionniste. La banque centrale va accroître sa monnaie centrale à un rythme annuel de 80 milliards de yens. Suite à cette décision, les actions japonaises ont enregistré une hausse et nous estimons que le mouvement va s'accroître tant que la banque poursuivra sa politique. Cela a pour effet d'augmenter le ratio dette/PIB déjà massif, le plus élevé du monde, qui devrait atteindre 252% d'ici 2020 selon NAB economics. Ces chiffres sont éloignés de ceux annoncés par le premier ministre M. Abe qui a déclaré que les prévisions de croissance du pays pour les 5 prochaines années s'inscrivent à 3% a/a, soit bien plus haut que les chiffres des 10 dernières années.



Marchés FX

Possibilité d'une nouvelle baisse des taux par la RBA

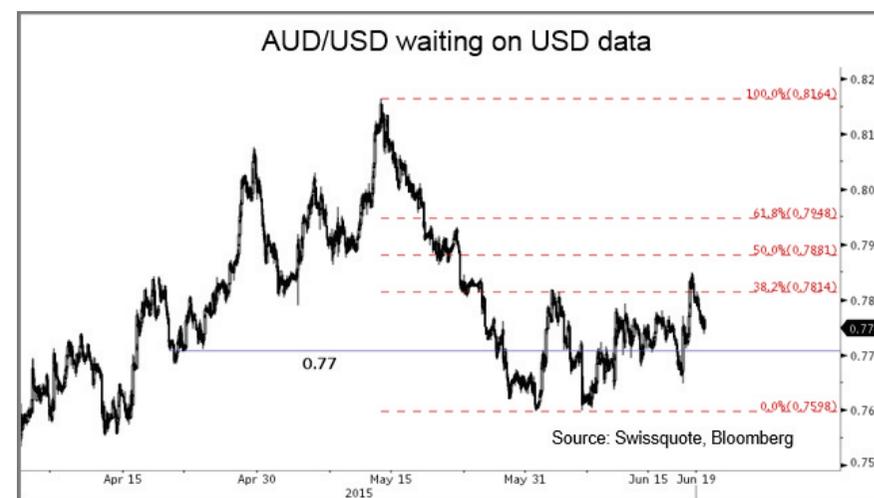
L'AUD encore surévalué

La semaine dernière, la RBA (Reserve Bank of Australia) a publié les minutes de sa réunion qui s'est tenue le 2 juin. La Banque a réitéré que le dollar australien était toujours surévalué et qu'une nouvelle dépréciation de l'Aussie était encore possible. "Le taux de change était proche des plus bas relevés en début d'année, mais des membres ont noté que le niveau actuel, en particulier sur une base pondérée des échanges, présente moins d'appui que l'on serait en droit d'espérer face à une croissance équilibrée de l'économie. Une autre dépréciation apparaît donc probable et nécessaire, en particulier au vu des replis significatifs des prix des matières premières sur l'année passée", précisent les minutes.

Pourtant, la RBA relève que les investissements attendus ont été particulièrement restreints dans certains secteurs non miniers comme les produits manufacturés pour lesquels "le taux d'investissement s'avère inférieur au taux de dépréciation ces dernières années". Le constat confirme notre avis selon lequel, malgré un PIB en amélioration (1er trimestre à 0,9% t/t corrigé des variations saisonnières), l'économie n'est pas en bonne condition puisqu'elle compte fortement sur les exportations alors que la demande nationale reste atone et que la consommation privée s'est contractée de -1,2% (c.v.s) au cours des 3 premiers mois de l'année. La Banque a ajouté qu'un Aussie affaibli aurait assurément des "effets bénéfiques sur certains secteurs" dans la mesure où la période de temps serait significative.

En attendant les États-Unis

Globalement, nous pensons qu'un autre abaissement des taux n'est pas à écarter. Cependant, pour le moment, la RBA se tient sur son quant à soi et prend le temps d'évaluer le développement de l'économie et des marchés financiers, en espérant un afflux constant de chiffres économiques encourageants de la part des États-Unis (ce qui n'est pas à prendre pour argent comptant pour le moment), puisque cela permettrait à l'AUD/USD d'évoluer plus bas sans l'intervention de la RBA.



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.