

# RAPPORT HEBDOMADAIRE

17 août - 23 août 2015

**RAPPORT HEBDOMADAIRE - Survol**

p3	Économie	La dévaluation ne fera pas capoter le relèvement des taux - Peter Rosenstreich
p4	Économie	L'IPP du Japon à son plus bas depuis 2009 - Yann Quelenn
p5	Économie	Inflation au Brésil : encore un décrochage - Arnaud Masset
p6	Économie	Nouvel appel du FMI à un allègement de la dette grecque - Yann Quelenn
p7	Marchés FX	Les dynamiques désinflationnistes suisses perdurent - Peter Rosenstreich
p8	Marchés FX	Positionnement non-commercial de l'IMM - Yann Quelenn
p9	Disclaimer	

## Économie

## La dévaluation ne fera pas capoter le relèvement des taux

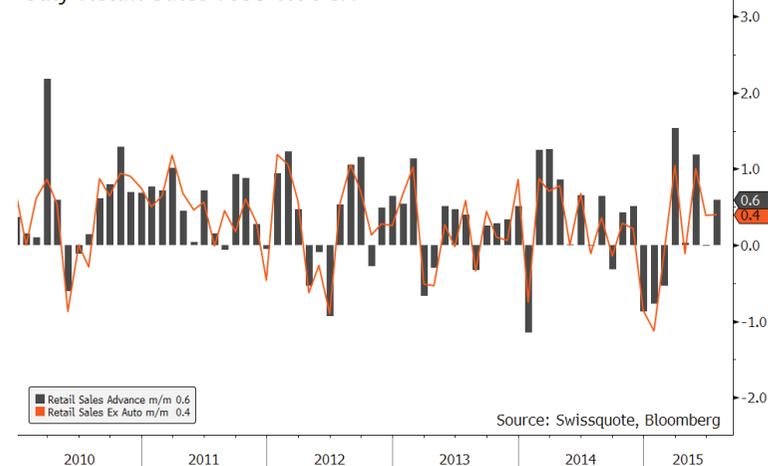
La dévaluation surprise du yuan a alimenté les discussions portant sur un report du premier relèvement des taux de la Fed. L'idée est que la décision de la Chine d'affaiblir le yuan se fondait sur une décélération plus rapide que prévue de l'économie intérieure. Ce ralentissement se traduira par une nouvelle dépression sur le prix de matières premières, indiquant que la déflation sera "importée", en maintenant l'inflation américaine à un bas niveau. Par ailleurs, le ralentissement de la machine mondiale sur la croissance économique affectera l'ensemble des nations, d'où un report de la hausse des taux.

Par le passé, la Fed a précisé que les facteurs internes importaient davantage dans les décisions politiques monétaires. Cependant, la volatilité financière à court terme pourrait avoir pour effet de faire reconsidérer le planning de septembre par la Fed (si l'on prend en compte la réaction de l'organisme face au "taper tantrum"). L'évaluation des fonds de la Fed et les autres indicateurs du marché, dont l'aplatissement de la fin de la courbe des rendements américains, indiquent une probabilité de moins de 50% d'un relèvement des taux en septembre.

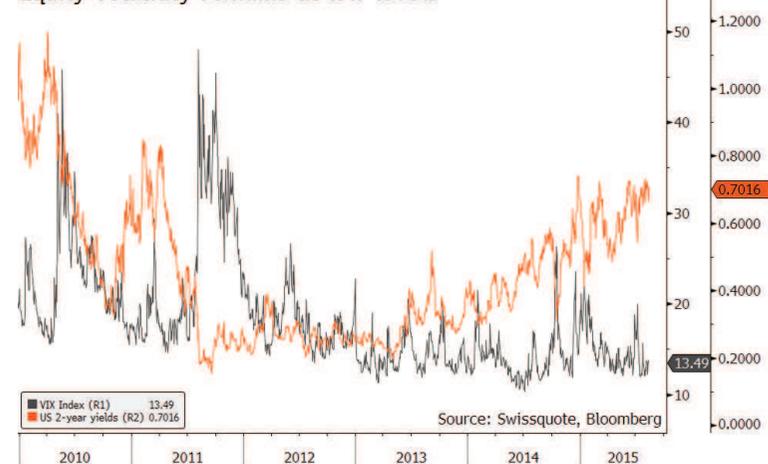
Pourtant les marchés mondiaux s'apaisent déjà. Le S&P 500 se maintient dans sa fourchette à six mois et l'indicateur de nervosité des marchés actions, le VIX, se situe bien en-deçà de ses niveaux historiques. L'USD est loin de son plus haut d'août de 98.05, tandis que le prix des matières premières a déjà intégré la faiblesse de la demande chinoise. En réponse, la Chine, forte d'une puissance de feu agressive, va de l'avant pour stabiliser sa devise et calmer la panique des marchés. Il faut noter que la chute des rendements américains pourraient aller dans le sens d'une hausse rapide de la Fed alors que les rendements inférieurs pourraient supporter une hausse légère des taux tout en maintenant des conditions économiques relâchées.

Pendant ce temps, les chiffres économiques publiés sur les dernières semaines indiquent que l'élan économique américain est toujours bien présent. Les ventes de détails aux États-Unis ont rebondi de 0,6% en juillet et sont la preuve que les consommateurs dépensent et participent à la reprise. Nous craignons que l'action de la Chine n'ait qu'un effet limité sur la décision politique de la Fed et espérons qu'une hausse des taux en septembre est fermement sur la table.

July Retail Sales rose 0.6% SA



Equity volatility remains at low levels



## Économie

## L'IPP du Japon à son plus bas depuis 2009

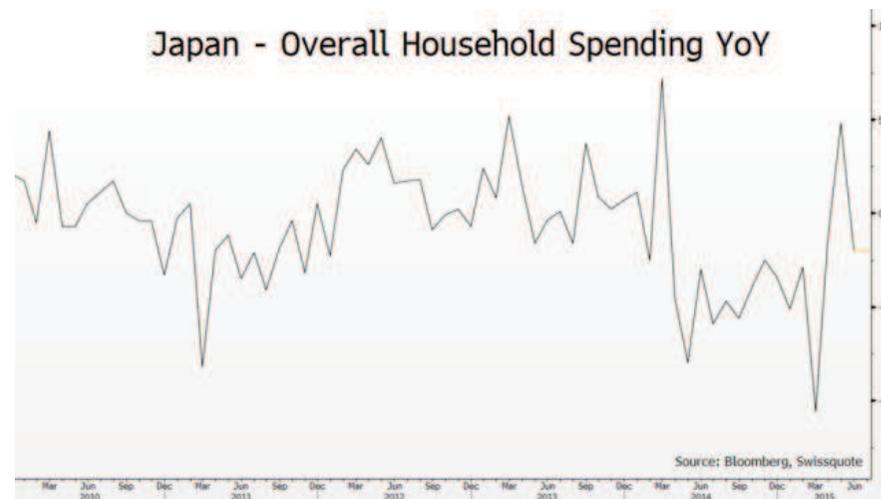
La semaine dernière, l'indice de prix de production du Japon a chuté de -2,4% à 3% a/a en juin, c'est son plus petit mouvement depuis 2009. Il a également diminué plus que les estimations à environ -2,9% a/a.

Pour le moment, les Abenomics appliqués au Japon n'arrivent pas à relancer la dépense des ménages, qui générerait un cercle vertueux de croissance et d'inflation. Par ailleurs, l'IPP et le CPI évoluent habituellement de concert et suivent la même tendance, ce qui montre que la politique monétaire du Japon est une nouvelle fois inefficace. De plus, la flèche fiscale des Abenomics n'a eu qu'un effet : la réduction des dépenses des ménages. La hausse de la TVA de 5% à 8%, initialement voulue par le FMI), a eu un impact spectaculaire. L'autre relèvement de TVA, initialement fixé pour 2016 a été reporté. Nous rappelons que le gouverneur de la Banque du Japon, M. Kuroda, a admis que l'impact des hausses des taxes à la consommation a été négatif sur l'économie globale en affectant directement le pouvoir d'achat des ménages.

Par conséquent, plus le temps avance, plus il devient difficile de considérer les Abenomics comme une réussite. Le pays est particulièrement frappé par la chute des prix des matières premières. La semaine dernière, M. Kuroda a également déclaré qu'il déclencherait davantage d'incitations monétaires si la faiblesse des prix du pétrole persiste et ce, afin de maintenir l'inflation à un très bas niveau. La base monétaire du yen augmentera une nouvelle fois. Elle progresse actuellement au rythme de 80 milliards de yens par an. D'un autre côté, la fragilité du yen ayant augmenté le coût de matériaux premières, les grandes sociétés locales, comme Panasonic, ont décidé de rapatrier leur production au Japon. Pourtant, les japonais ne peuvent pas se permettre d'acheter ces biens fabriqués maison qui restent au final dans des entrepôts, situation problématique à moyen terme.

Nous restons haussiers sur l'USD/JPY qui se négocie encore à son plus haut niveau depuis 2007. Nous pensons que la paire augmentera encore au-delà des 125.

### Japan - Overall Household Spending YoY



### Japan Producer Price Index YoY



## Économie

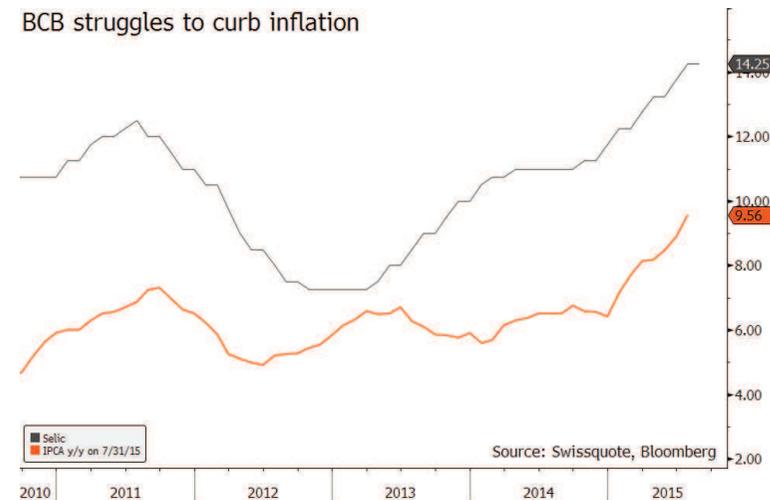
## Inflation au Brésil : encore un décrochage

Après avoir modifié les perspectives de notation du Brésil de stables à négatives en septembre dernier, Moody's a finalement revu à la baisse la notation des obligations d'état du pays de Baa2 à Baa3 et changé les perspectives de négatives à stables. La décision était largement anticipée et s'est appuyée sur les performances économiques décevantes, l'échec de l'objectif de l'excédent primaire et les turbulences politiques qui laissent les investisseurs aux prises avec des perspectives assombries.

D'après la dernière étude économique hebdomadaire publiée par la Banque centrale du Brésil (BCB) la semaine dernière, les estimations de croissance consensuelles du marché ont chuté de -1,80% à -1,97% pour 2015 et de 0,20% à 0% pour 2016 face aux mauvaises nouvelles qui s'accumulent. De manière plus inquiétante, les prévisions d'inflation pour 2016, apparemment stabilisées tout au long de juillet, repartent à la hausse, alors que les économistes tablent sur une hausse de l'inflation de l'IPCA à 5,44% en 2016 contre 5,40% la semaine précédente. De plus, la crise politique en cours, qui a vu un renforcement de l'opposition politique au gouvernement, remet sérieusement en question la capacité de Mme Rousseff à réduire, comme elle s'y était engagée, les dépenses du gouvernement. Le réal a donc atteint 3.5696 face au dollar USD (niveau observé pour la dernière fois en mars 2003), soit une baisse de 33% depuis le début de l'année.

Au vu de l'instabilité politique qui pourrait se traduire par une hausse des dépenses gouvernementales, parallèlement à des perspectives d'une hausse de l'inflation, nous pensons que la BCB n'aura pas d'autre choix que de relever à nouveau les taux d'intérêt. Nous tablons donc sur un relèvement du taux Selic de 25 pbs à 14,50% lors de la prochaine réunion prévue le 2 septembre, pour tenter finalement d'ancrer les attentes d'inflation.

BCB struggles to curb inflation



High USD/BRL volatility discourages carry traders



+

## Économie

## Nouvel appel du FMI à un allègement de la dette grecque

La semaine dernière, Delia Velculescu, chef de la mission du FMI en Grèce, a déclaré que le remboursement de la dette grecque doit devenir viable et a demandé aux partenaires européens de soumettre une proposition sur un possible allègement de la dette, impliquant que la dette actuelle pourrait ne jamais être remboursée.

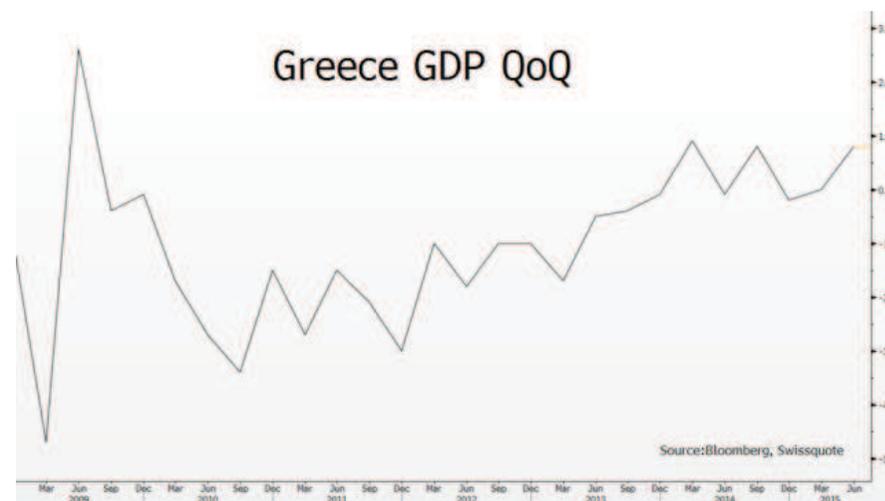
Nous avançons dorénavant sur le dossier actuel. Il y a trois ans, lors du deuxième programme de sauvetage, la dette avait été entièrement restructurée. Pourtant, le ratio dette/PIB a augmenté pour atteindre aujourd'hui le chiffre démesuré de 180%. Le seul remboursement des intérêts d'un tel montant implique également d'être capable de générer une croissance conséquente, ce qui est loin d'être le cas pour le moment. En effet, afin d'assurer le service de sa dette, la Grèce doit assurer un excédent primaire (excès de revenu sur les dépenses hors intérêt) de 0,5% en 2016. L'intérêt de la dette est, pourtant, supérieur en moyenne de 2,5%. En-deçà de cette moyenne, le ratio dette/PIB grec ne peut donc aller que dans un sens, à la hausse.

Il faut également noter que même l'Allemagne ne réussit pas atteindre le taux de croissance actuellement demandé à la Grèce. Le PIB allemand s'est inscrit vendredi dernier à 1,8% a/a. La saga grecque n'est en aucun cas terminée et on peut encore s'interroger sur l'avenir de la zone euro qui semble de plus en plus sombre. Le Prix Nobel, Paul Krugman, pense que seules les grandes économies d'une union monétaire en tirent profit, les autres luttant pour rester compétitives face à une devise trop forte pour leur économie locale. L'impossibilité pour un pays européen de déprécier sa propre devise est un point clé essentiel. Les politiques d'austérité sont devenues aujourd'hui la norme et l'Allemagne en est clairement le leader au sein de la zone.

Le ministre allemand des finances, Wolfgang Schauble, est encore favorable à un "Grexit". Il considère qu'un allègement de la dette et que la zone euro sont parfaitement

"incompatibles". M. Schauble pense certainement que le Grexit aura un impact minime et qu'il vaudrait l'investissement puisque l'Allemagne n'aurait pas à refinancer la dette grecque. Les sondages récents montrent encore que la majorité des grecs ne souhaite pas quitter la zone euro car il est largement admis par la population que l'euro est un atout. Nous estimons qu'il ne fera vivre les grecs que dans une vie austère pour un long moment.

L'EUR/USD pousse vers le haut, la probabilité d'une hausse des taux américains en septembre étant réduite. Par ailleurs, le sauvetage grec applique une certaine pression acheteuse sur la paire. Selon nous, celle-ci ne sera que temporaire car de nouvelles attentes sur les taux américains resurgissent. A court terme, la résistance à 1.1278 est visée.



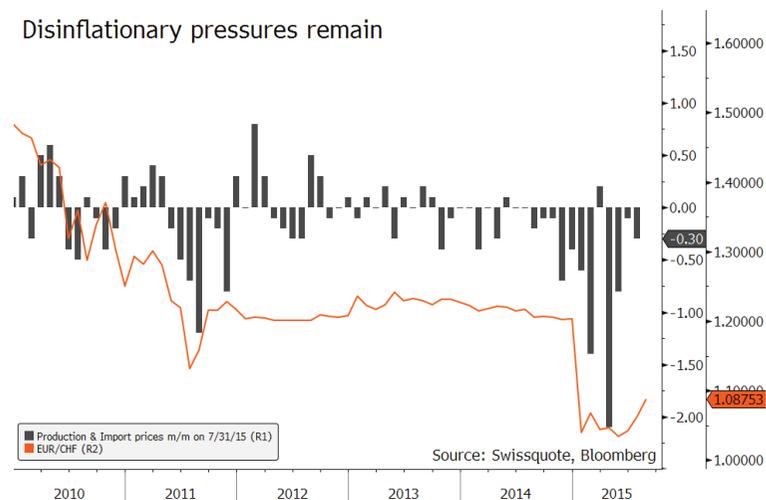
## Marchés FX

## Les dynamiques désinflationnistes suisses perdurent

Selon le Bureau fédéral suisse des statistiques et cela n'a étonné personne, l'indice des prix de production suisse a chuté. En mois glissant le repli a été de -0,3% à 91,3, en année glissante, il est de -6,4% contre -6,3% prévus. L'indice pour les produits fabriqués sur le territoire a glissé de -0,2% et celui des produits importés, de -0,3%. Les chiffres indiquent clairement que les dynamiques déflationnistes restent fermement ancrées en Suisse et la morosité des informations du mois dernier était probablement passagère. Le communiqué de presse du FSO précise que la chute provenait d'un repli du "pétrole et de ses produits dérivés", tout autant que des montres et composants électroniques et des circuits imprimés". Au vu du contexte macroéconomique, les prix de l'énergie ne devraient pas augmenter à court terme tandis que la chute des exportations s'explique par le manque de compétitivité du CHF.

Les chiffres indiquent que la BNS devra rester vigilante face à une pression déflationniste qui se matérialise. Le CHF devrait se déprécier davantage face à l'EUR et à l'USD alors que les marchés anticipent un nouveau fléchissement de l'économie et un renforcement de la politique d'assouplissement monétaire de la BNS (une intervention directe sur le Forex étant plus improbable). Avec une paire EUR/CHF se négociant au-dessus des plus hauts de février suite à l'action de la BNS, la nécessité pour la banque centrale d'intervenir sur les cours du FX s'est considérablement réduite. Toutefois, le vice-président de la BNS, M. Fitz Zurbrugg, a réaffirmé l'engagement de la BNS dans une intervention limitée si les conditions le requièrent. Les cambistes continueront à voir la main de la banque dans chaque mouvement aléatoire de l'EUR/CHF et à passer au peigne fin les comptes de virements à la recherche d'une preuve d'activité, ce qui aura pour effet d'appliquer indirectement une pression baissière sur le CHF. En outre, il devient de plus en plus évident que les flux en provenance de l'étranger, suscités par l'aversion au risque (particulièrement au cours de la première moitié de la période 2014-2015) commencent à se dénouer.

Enfin, en tenant compte de la divergence de politique monétaire de la banque centrale, nous pensons que le CHF fera partie des devises du pays du G10 à enregistrer les pires performances de la fin de l'année 2015. La vente de CHF reste l'un des choix les plus "purs" dans un contexte de divergence de politique monétaire.



## Marchés FX

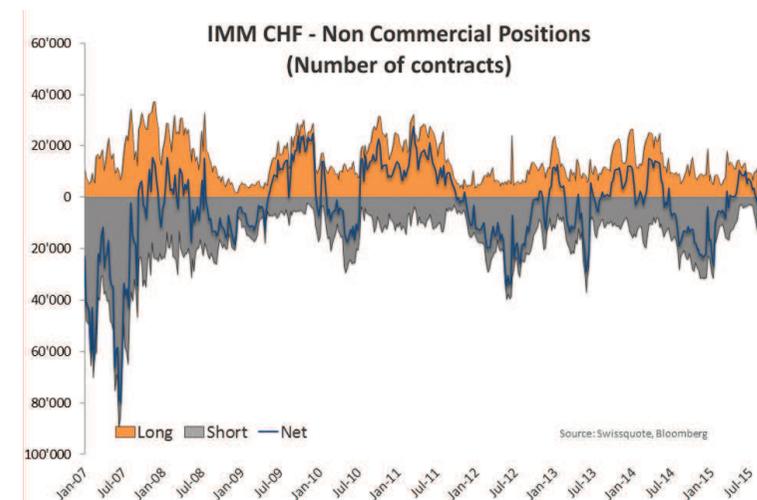
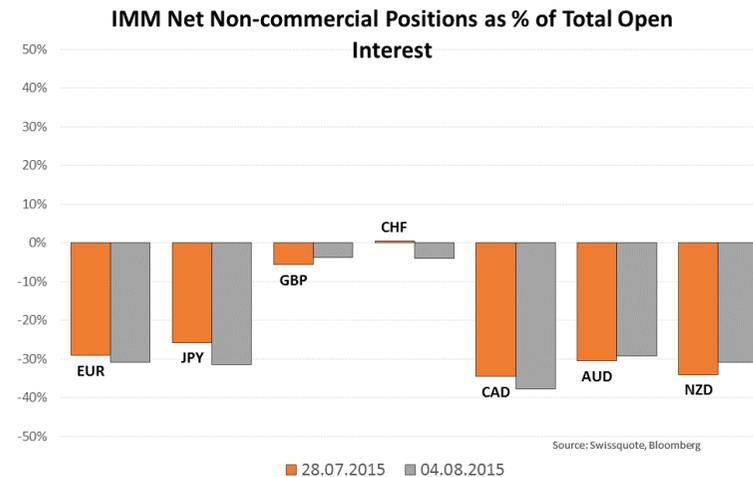
## Positionnement non-commercial de l'IMM

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 4 août 2015.

Le positionnement long du franc suisse a fléchi une nouvelle fois cette semaine. Le CHF n'est plus la seule devise pour laquelle le positionnement absolu est long. En effet, les positions longues ont été prises pendant les négociations sur le dossier grec. Un accord ayant été trouvé, elles ont été réduites. Par ailleurs, les incertitudes portant sur l'économie suisse prennent de l'ampleur.

Les investisseurs ont accru leur exposition baissière sur l'EUR alors que le FMI a laissé entendre que la dette grecque n'était pas soutenable. Ajoutons également que les spéculations autour d'un relèvement des taux de la Fed en septembre sont encore nombreuses et appliquent une pression baissière à l'EUR/USD.



## 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.