

RAPPORT HEBDOMADAIRE

30 novembre - 6 décembre 2015

RAPPORT HEBDOMADAIRE - Survol

p3	Économie	Spéculations sur les fortes évolutions du CHF - Peter Rosenstreich
p4	Économie	Investissements des entreprises contre Marché papier - Yann Quelenn
p5	Marchés Boursiers	Le père Noël sera-t-il au rendez-vous ? - Arnaud Masset
p6	Économie	Attente de l'assouplissement de la BCE- Peter Rosenstreich
p7	Marchés FX	Positionnement non-commercial de l'IMM - Yann Quelenn
p8	Themes Trading	"Smart" Money - Peter Rosenstreich
p9	Disclaimer	

Économie

Spéculations sur les fortes évolutions du CHF

La soudaine dépréciation du CHF a alimenté les spéculations autour d'une action possible de la BNS. Aujourd'hui, il n'existe pourtant aucune preuve d'une intervention officielle de la banque. Cette soudaine évolution est probablement due aux conditions de liquidités particulièrement faibles et à des mesures d'exception de la banque qui ont forcé les participants à réagir. Il vaut mieux ajuster votre portefeuille plutôt que d'être pris de cours par la BNS.

Un abaissement par la BCE du taux de dépôt étant de plus en plus anticipé, la probabilité d'une réaction contre l'appréciation du CHF par la BNS via de nouvelles actions politiques, est élevée. Il est essentiel de comprendre que l'amélioration récente des chiffres économiques suisses résulte directement de l'affaiblissement de 5% du CHF face à l'EUR. La reprise reste fragile (le Kof oscille entre expansion et contraction) et dépendante de l'évolution des taux de changes. Au cours des dernières semaines, la BNS s'est montrée plus disposée à combattre l'appréciation du CHF et elle ne laissera probablement pas les prix évoluer naturellement. De notre point de vue, la banque dispose de trois outils principaux (listés dans l'ordre potentiel d'activation) : intervention verbale, réduction des taux d'intérêt, abandon du seuil d'exemption et interventions sur le FX. Comme avec la BCE, il existe d'autres mesures plus exotiques que la BNS peut utiliser. Mais leur efficacité sera réduite et elles ne devraient donc pas être mises en application.

Les interventions verbales représentent l'outil le plus puissant de la BNS et sa première ligne de défense. Nous anticipons une intensification de la rhétorique préalablement à toute action. Il est admis que l'expansion du bilan de la banque centrale sur les 7 dernières années a érodé la peur du marché d'une intervention substantielle sur le FX. Actuellement, la base monétaire est supérieure à 70% du PIB et les réserves des devises étrangères représentent environ 88% des actifs totaux. Pourtant l'agressivité passée et actuelle de la BNS est encore ressentie par de nombreux acteurs du FX (dont notre Banque). Même une BNS bridée pèse encore son poids.

La BNS ne peut laisser s'élargir le spread des taux d'intérêt entre l'EUR et le CHF. Ses discours ont clairement identifié l'importance des différentiels de taux sur les flux et permettront donc de garantir que le spread restera constant. Selon Thomas Jordan, "La BNS est prête à intervenir, si nécessaire. Le taux de dépôt pourrait évoluer à la baisse." Le prochain rapport trimestriel de politique monétaire sera publié le 10 décembre préalablement ou lors de ce meeting. Nos prévisions vont vers une réduction de 20 pbs (qui correspondrait à la réduction du taux de dépôt de la BCE), soit la moitié du taux ciblé Libor à 3 mois, de -0,75% à -0,95%.

Les taux d'intérêt actuellement négatifs n'affectent qu'un groupe précis de déposants. Actuellement, la BNS taxe la détention de dépôts à vue plus de 20 fois le minimum de réserve de chaque banque. Abaisser le seuil d'exemption affecterait différemment les banques et il n'est pas sûr que des taux inférieurs seraient transférés aux déposants et entraîneraient les flux sortants souhaités. Par ailleurs, les épargnants nationaux ne seront probablement pas forcés de modifier les dépôts de devises, provoquant une érosion de la rentabilité des banques.

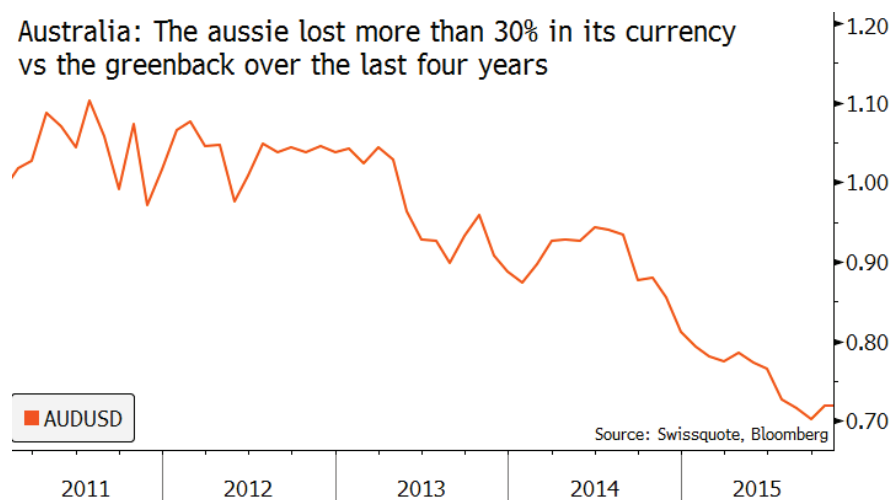
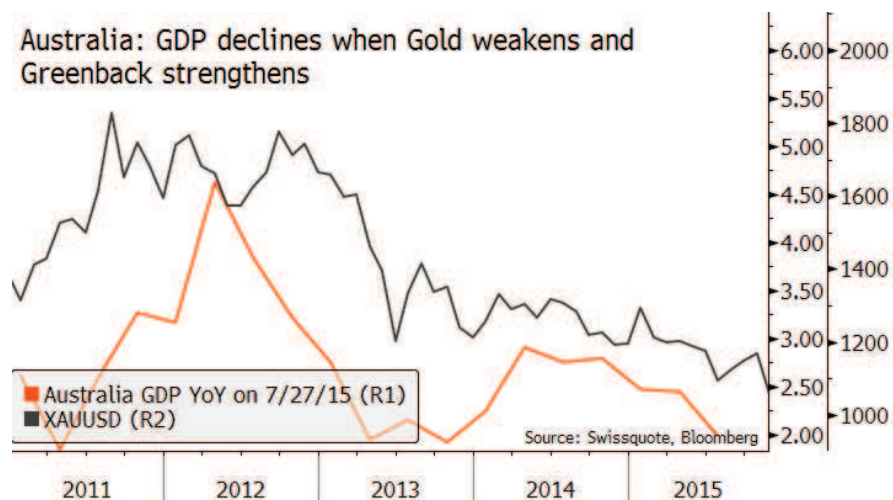
Enfin, l'intervention directe sur le FX serait l'outil le plus persuasif dans l'arsenal de la BNS mais elle devrait alors être utilisée avec prudence. M. Jordan a déclaré mardi qu'il n'y avait "pas de limite" à la taille du bilan de la BNS. C'est exact, en théorie, mais en pratique, il n'est pas si "illimité". La BNS ne peut pas prendre le risque de déstabiliser la nation en devenant un Hedge fund majeur du FX, uniquement pour protéger le CHF. Des pertes massives sur les réserves FX et des répercussions sur les paiements des dividendes aux cantons ont plombé la résolution de protéger le CHF.

Économie

Investissements des entreprises contre Marché papier

La baisse des prix des matières premières provoque un transfert des richesses entre les exportateurs (producteurs) et les importateurs de ces dernières. Le repli favorise les industries qui ont besoin de ses produits comme source primaire pour la fabrication de produits. L'Australie se positionne, elle, du côté des exportateurs. En effet, une importante partie du revenu des australiens provient de l'extraction de l'or, de l'argent, du platine et d'autres métaux. Pour l'instant, le PIB australien s'affiche encore à des niveaux décents, à 2% annualisés pour le deuxième trimestre et il s'annonce supérieur, la semaine prochaine, à 2,3% a/a pour le troisième trimestre. Enfin, et c'est le plus important, le dollar fort favorise la baisse du prix des matières premières. L'Aussie a perdu plus de 30% de sa valeur face au dollar au cours des quatre dernières années.

Les conséquences des prix des matières premières pèsent sur l'économie australienne et se reflètent aujourd'hui dans les chiffres de l'investissement des entreprises qui accusent un recul de 9,2% t/t pour le troisième trimestre. L'une des raisons, selon nous, est que l'Australie est actuellement frappée par une contraction majeure du marché des matières premières. La demande négative du marché du papier (l'or, par exemple) tire également à la baisse le prix du marché physique en raison de la non-décorrélation des 2 marchés, et, en particulier, en raison de la taille même du marché papier. Plus précisément, il y a, selon le Comex aujourd'hui trois cent fois plus d'onces d'or papier que d'onces d'or physique. Parallèlement, la demande de matières premières physiques a explosé. Nous ne pouvons pas dire que le marché papier est une protection de son équivalent physique car la différence en taille est trop grande. Les problèmes de l'Australie issus de cette contraction sont loin d'être réglés alors que le marché papier continue de s'étendre à un rythme massif.



Marchés Boursiers

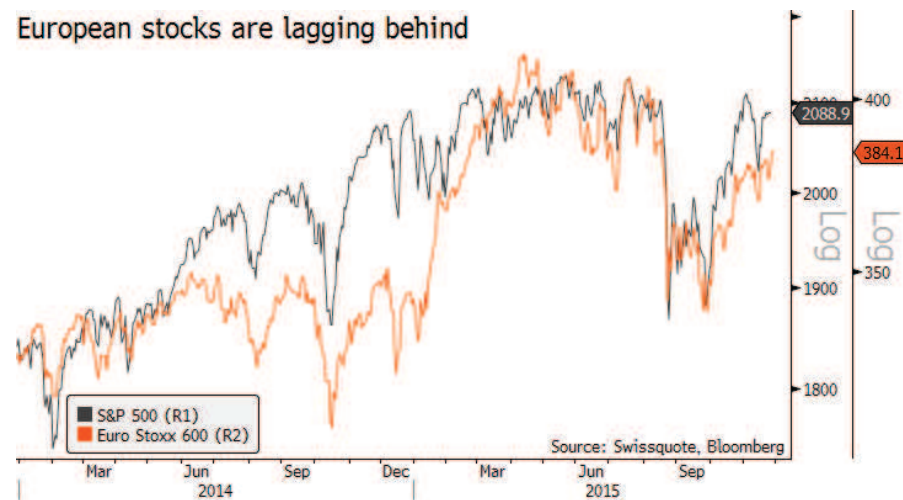
Le père Noël sera-t-il au rendez-vous ?

L'année s'achève et le marché compte, comme à son habitude, sur le traditionnel rally de Noël pour la finir en beauté. Pourtant, rien n'est joué car des nuages se profilent et pourraient bien faire dérailler l'habituel schéma de reprise. Tout d'abord, les tensions géopolitiques suscitées par la situation syrienne pourraient avoir un impact en favorisant l'aversion au risque des investisseurs. Les actifs qui tireraient avantage d'une escalade sont l'or, le pétrole brut et la défense. Cependant, si l'on analyse les dernières informations, il semble que la Turquie et la Russie souhaitent relâcher les tensions et résoudre les problèmes d'une manière pacifique.

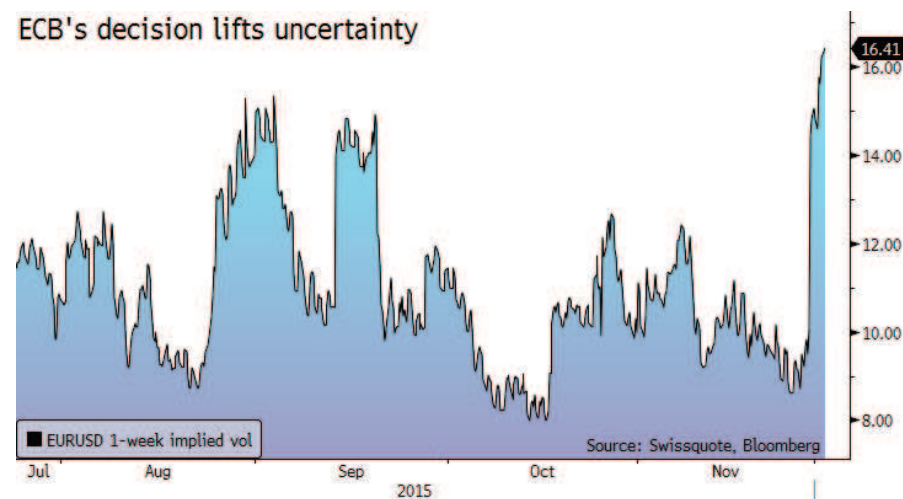
Deuxièmement, les dernières chiffres en provenance de la plus grande économie mondiale ont dans une certaine mesure, déçu. La première révision du PIB du troisième trimestre s'est à peu près alignée sur les attentes à 2,1% t/t (annualisées), alors que les premières estimations s'inscrivaient à 1,5%. Les prix bas de l'énergie continuent de soutenir allègrement la consommation, mais la consommation des particuliers, vecteur de croissance le plus important, s'est repliée à 3% t/t (annualisé) contre une première estimation à 3,2%. Par ailleurs, la révision à la hausse des inventaires jette une ombre sur la croissance du 4e trimestre alors que les niveaux d'inventaires sont encore élevés.

Le rally de Noël n'est pas tout cuit, les investisseurs se trouvant bien trop occupés à verrouiller leurs profits alors que la plupart des indices sont proches de leurs plus hauts historiques et les incertitudes entourant les évolutions des politiques monétaires des deux côtés de l'Atlantique, atteignent des niveaux records. Néanmoins, les chiffres économiques de la zone euro sont positifs, ce qui est une surprise à l'exception des chiffres de l'inflation qui restent moroses, confirmant que la zone est au bord de la déflation. C'est pourtant une bonne nouvelle pour les investisseurs qui ont parié sur le vieux continent car l'expansion et/ou l'extension du QE de la BCE fera probablement le jeu des valeurs européennes.

European stocks are lagging behind



ECB's decision lifts uncertainty



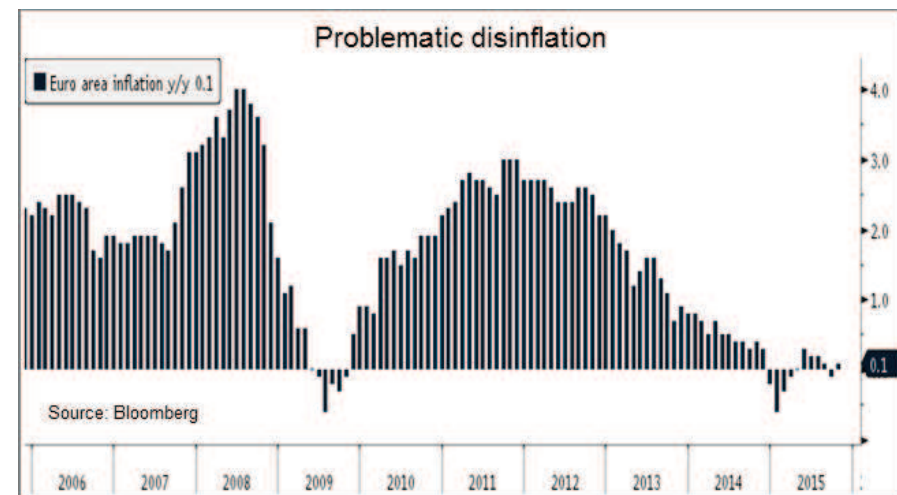
Économie

Attente de l'assouplissement de la BCE

Alors qu'il est largement admis que la réunion du conseil de la BCE se terminera sur un nouvel assouplissement le 3 décembre, la composition exacte du package reste incertaine. Hier, sous anonymat, un responsable de la BCE a indiqué que les options portant sur la décision du taux de la BCE lors de la réunion de la semaine prochaine font encore l'objet de débats. Un responsable a été cité, expliquant que la BCE "tente encore de trouver ce qui fera parti du package. Beaucoup de personnes ont des perceptions différentes." Une telle option inclurait l'introduction de taux de dépôt à deux niveaux et le rachat de regroupements de prêt non-performants. Les dernières informations ont évoqué la possibilité d'un geste surprise du président de la BCE, M. Draghi.

Les options d'assouplissement de la BCE sont vastes mais nous estimons qu'une politique plus traditionnelle serait plus efficace et, qu'elle sera en définitive, probablement choisie. M. Draghi devrait garder sous le coude des mesures d'assouplissement plus exotiques dans l'éventualité d'une nouvelle baisse des projections d'inflation et de croissance. Cela étant, étant donnée la réputation de sur-information dont fait preuve M. Draghi, nous pensons qu'il ne décevra pas les fortes attentes du marché quel que soit l'impact de la présentation du package final sur le marché. Il emploiera certainement un arsenal d'actions politiques de grande ampleur. Le principal taux de dépôt devrait être réduit de 20 pbs (consensus à 10 pbs). On table sur une progression mensuelle de 10 milliards d'euros des comptes de rachats et sur une prolongation de 12 mois du programme jusqu'à septembre 2017. Le langage de M. Draghi sera également clairement "dovish", laissant augurer un nouvel assouplissement si les conditions économiques le justifient. Ce nouvel assouplissement maintient l'EUR/USD sous pression vendeuse, malgré le nombre déjà important des échanges sur l'USD long.

Cette stratégie agressive aura un effet réel sur l'EUR/CHF, indiquant que la BNS aura à répondre avec ses actions politiques de son cru. La banque resserrera probablement les taux actuellement négatifs et réduira une nouvelle fois les taux de dépôt (près de -1%) contre un niveau actuel fixé -0,75%. Nous percevons le CHF comme l'une des meilleures opportunités de short face à l'EUR, l'USD et aux devises émergentes à plus haut rendement.



Marchés FX

Positionnement non-commercial de l'IMM

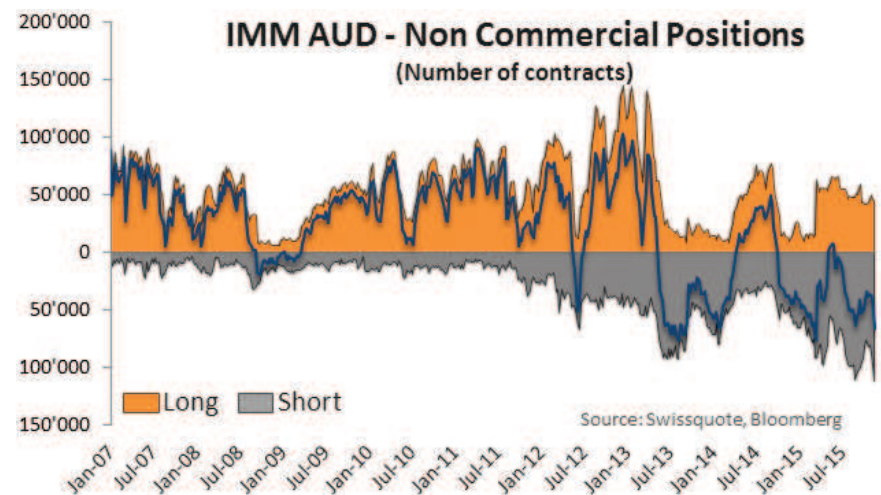
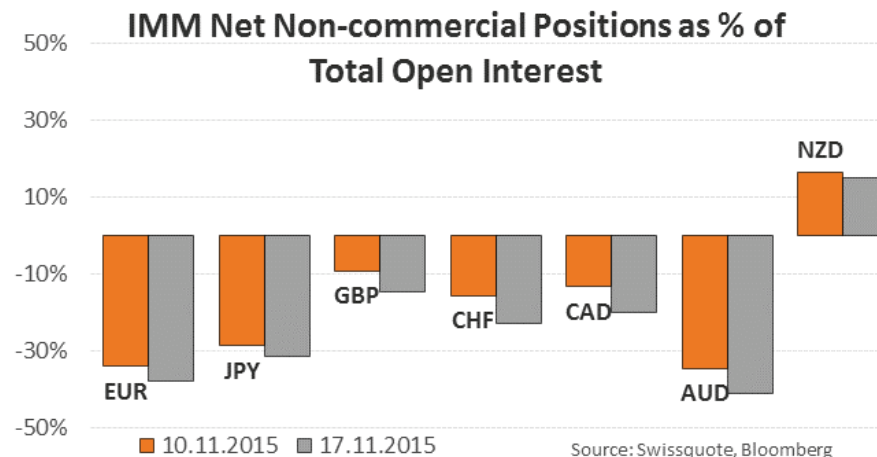
Le positionnement non-commercial du Marché Monétaire International (IMM) est utilisé pour observer les flux de fonds d'une devise à l'autre. Il est généralement considéré comme un indicateur contrariant quand un positionnement extrême est atteint.

Les données de l'IMM couvrent les positions des investisseurs pour la semaine clôturée le 17 novembre 2015.

Les positions courtes nettes sur l'EUR ont légèrement progressé, atteignant près de 40% de l'ensemble des positions ouvertes. L'assouplissement quantitatif de la BCE tire l'EUR plus bas. Les marchés anticipent des actions avant la réunion de la BCE qui se tiendra la semaine prochaine. Nous tablons sur une progression constante des positions courtes.

Les positions nettes du JPY ont également augmenté pour le quatrième mois consécutif face aux inquiétudes grandissantes quant à la réelle efficacité des Abenomics. Nous estimons qu'un nouvel assouplissement sera annoncé au cours de prochains mois. Les chiffres mitigés du Japon vont dans le sens de positions courtes.

Enfin, et c'est le plus important, les positions courtes sur le CHF se sont fortement accrues, puisqu'il est de plus en plus évident que la BNS doit réagir aux actions de la BCE afin d'éviter toute nouvelle appréciation du franc suisse qui provoquerait des dommages sérieux sur l'économie suisse.



Themes Trading

"Smart" Money

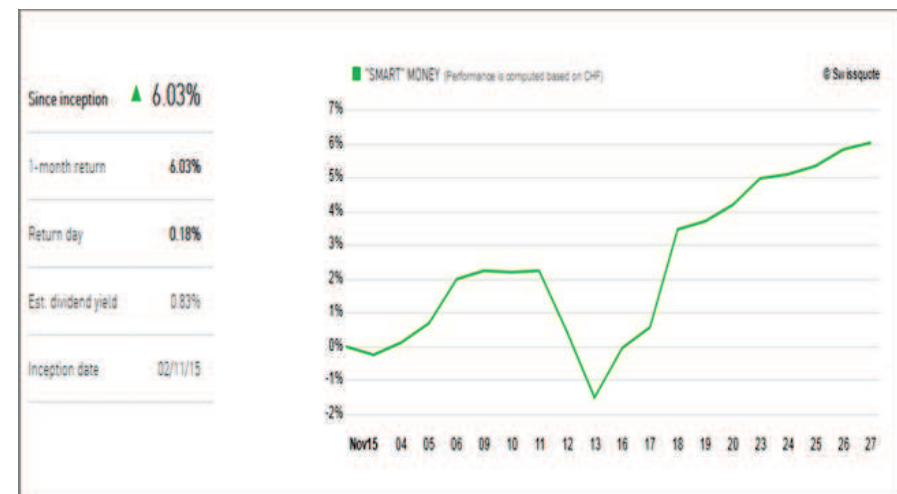
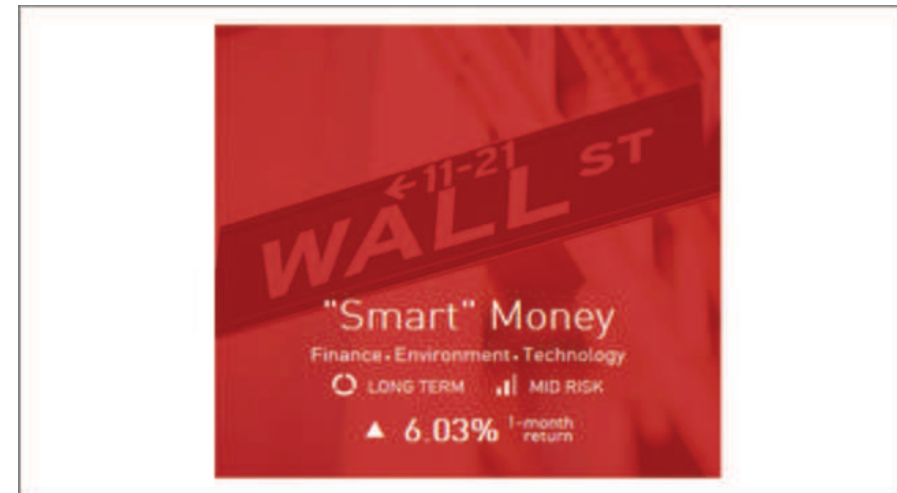
La plupart des investisseurs rêvent d'aligner leurs positions sur les plus grands hedge funds et gestionnaires d'actifs du monde qui finalement opèrent dans l'air raréfié du "Smart money" (ou littéralement "Argent futé"). Le temps est venu de s'inspirer des idées les plus brillantes de Wall Street.

Une réglementation peu connue de la Section 13(f) de l'US Securities Exchange Act de 1934 stipule que tous les gestionnaires d'investissement institutionnel enregistrant un montant d'actifs estimés à plus de 100 millions de dollars USD, ont l'obligation de révéler chaque trimestre leurs positions de portefeuille sur actions américaines (à l'exception des ventes "short", des positions cash ou toute autre classe d'actifs).

Bien évidemment, le retard entre un échange exécuté et la position correspondante annoncée est important. Par ailleurs, sans disposer de l'ensemble du portefeuille, des informations essentielles peuvent manquer. Il reste que certaines données critiques fournies dans le cadre de cette réglementation peuvent être utilisées par les investisseurs. En regroupant un ensemble de fonds ultra-performants, il devient alors possible de déterminer quelles valeurs sont cumulées et lesquelles sont cédées.

Dans cet ensemble, nous avons éliminé des fonds largement dépendants de ventes "short" (axées "short") et de trading à court terme (arbitrage statistique), et nous avons conservé des stratégies actions nettes uniquement longues ou longues/courtes. Les investisseurs "Value" s'en sortent le mieux. Par ailleurs, nous avons filtré uniquement les fonds présentant une large majorité de leurs investissements dans les actions américaines. Enfin, nous nous sommes concentrés sur les 15 premières positions des meilleurs gestionnaires, puisque c'est là que sont localisés les choix ayant fait l'objet d'une forte conviction.

<http://www.swissquote.ch/themes-trading>



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.