

# RAPPORT HEBDOMADAIRE

8 - 14 février 2016

**RAPPORT HEBDOMADAIRE - Survol**

p3	<b>Économie</b>	Spéculations autour de l'intervention de la BNS - Peter Rosenstreich
p4	<b>Économie</b>	La Russie veut encore accroître ses réserves de change - Yann Quelenn
p5	<b>Économie</b>	La position "dovish" de la BoE va peser sur la livre - Arnaud Masset
p6	<b>Économie</b>	Une crise lente autour de la devise chinoise - Peter Rosenstreich
p7	<b>Économie</b>	Les Etats-Unis espèrent de meilleurs chiffres - Yann Quelenn
	<b>Disclaimer</b>	

## Économie

## Spéculations autour de l'intervention de la BNS

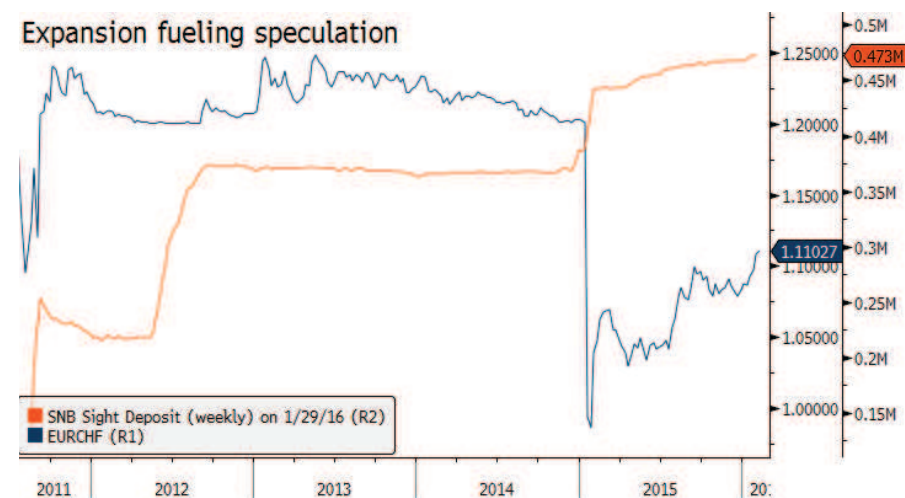
### Des chiffres internes faibles

La volatilité de l'EUR/CHF a alimenté les spéculations sur une intervention de la BNS. Nous restons sceptiques bien que l'intervention sur le Forex serait justifiée car l'inflation suisse reste en territoire déflationniste et que les perspectives économiques sont moroses. Les ventes de détail en Suisse se sont contractées pour le 5e mois consécutif en décembre ; le chiffre réel a chuté de 1,6% a/a au cours du derniers mois de 2015, les dépenses de vêtements et de chaussures ayant baissé de 9,3%. Si l'on exclut les carburants, les ventes réelles de détail ont baissé de 1,5% a/a. Cet hiver, le temps clémente a limité les dépenses lourdes traditionnelles des loisirs dans les Alpes. Les effets combinés d'un franc suisse fort et de perspectives mondiales décevantes ont continué à peser sur le chiffre d'affaires du commerce de détail et la confiance des consommateurs. Toutefois, avec la stabilisation, voire l'amélioration actuellement en cours de l'EUR/CHF, nous devrions observer une reprise lente du commerce de détail au cours de l'année 2016, sans que cela soit réellement significatif. La menace de la BCE est toujours présente en arrière pensée chez les investisseurs et devrait empêcher toute amélioration substantielle de l'économie suisse tant que la zone euro demeure au bord de la déflation. Pour l'instant, l'EUR/CHF a réagi favorablement à la nouvelle et s'apprête à tester la prochaine résistance localisée à 1.1150.

### Aucune preuve d'intervention de la BNS

Il y a fort à parier que les événements macro-économiques, y compris la santé de l'euro ont naturellement propulsé l'EUR/CHF, bien davantage qu'une intervention de la BNS. Tel que nous le comprenons, le franc suisse représente une sorte de refuge dans un contexte de turbulences géopolitiques et de volatilité suscitée par les banques centrales. En dépit des prévisions de nouvel assouplissement de la part de la BCE (malgré les commentaires), les investisseurs en Suisse se tournent à nouveau vers l'Europe. L'élément le plus probant de la tentative d'affaiblissement du CHF par la BNS a été le bond soudain des dépôts à vue d'environ 4,5 milliards CHF depuis le début de l'année et l'augmentation de 559,5 à 575,4 milliards CHF des réserves mensuelles de change de la BNS en janvier. Toutefois, comme la banque suisse l'a fort à propos souligné, l'effet significatif de la saisonnalité sur les dépôts à vue explique facilement

la variation. En outre, la faiblesse du CHF indique que la hausse des réserves de change s'explique davantage par l'effet de la valorisation. Si l'on tient compte de l'état inquiétant des fondamentaux nationaux, le franc devrait continuer à s'affaiblir rendant du même coup la logique d'une BNS préventive, discutable. En excluant un choc de "risque", nous devrions voir un nouvel affaiblissement du CHF et observer des échanges sur l'EUR/CHF à des niveaux supérieurs.



## Économie

# La Russie veut encore accroître ses réserves de change

### Une situation inquiétante

La situation économique de la Russie est inquiétante. Le PIB a chuté à 3,7% a/a en 2015, après une légère hausse de 0,6% enregistrée en 2014. Les turbulences mondiales ont largement affecté le pays qui a également dû faire face à un affaiblissement de sa devise, en raison principalement des prix bas persistants du pétrole et d'une inflation massive qui se maintient autour des 10%. L'USD/RUB se négocie quelques crans sous son plus haut de 82 roubles pour 1 dollar, ce qui veut dire qu'en roubles, l'or est très cher. Pour couronner le tout, le prix de l'or et des métaux a récemment progressé pour atteindre un plus haut de 3 mois.

### Objectif : accroître les réserves de change

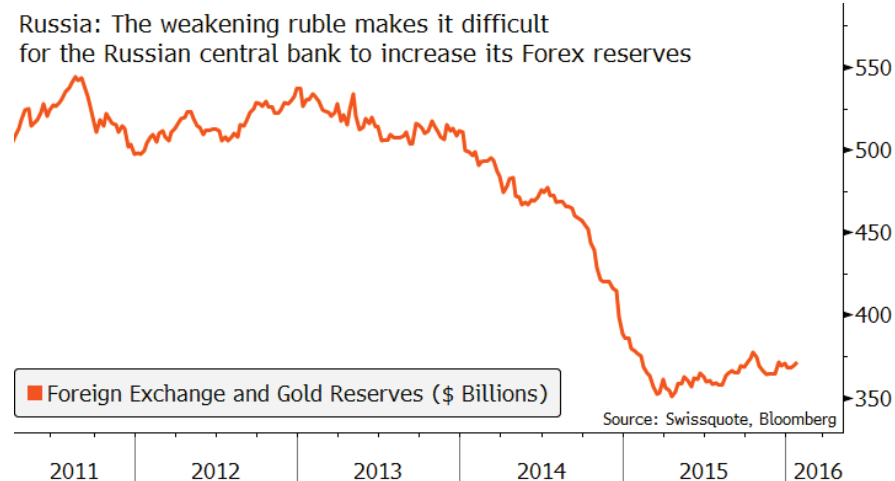
Une guerre des devises est sans aucun doute en cours et afin de stabiliser le rouble, la Russie cherche à accroître ses réserves de change (y compris d'or). Le précieux métal apporterait certainement de la stabilité et ramènerait la confiance vers la Russie. La semaine dernière, la banque centrale russe en a révélé le montant pour la période se clôturant le 29 janvier. Le chiffre a augmenté de 2 milliards de \$ par rapport à la semaine précédente. La dirigeante de la Banque centrale russe, Elvira Nabiullina, a déjà expliqué clairement que l'un de ses principaux objectifs est d'accroître les réserves à 500 milliards de \$. Aujourd'hui, elles ne s'élèvent qu'à 371,3 milliards.

### L'inflation reste bien trop élevée

Un autre point clé est l'inflation croissante que connaît le pays. L'objectif d'inflation de la banque centrale de 4% semble difficile à atteindre à moyen terme en raison des sanctions internationales et de la chute des prix du pétrole qui tirent les revenus de la Russie encore à la baisse. La marge de manœuvre est réduite car l'inflation élevée et la croissance négative empêchent toute modification des taux d'intérêt qui devraient

rester bloqués à 11%. Toutefois, un nouvel affaiblissement de la devise devrait conduire la banque centrale à remonter ses taux comme cela s'est déjà produit fin 2014, lorsque les taux ont augmenté de 17%.

La question est de savoir si la Russie (et également) la Chine sont réellement capables d'adosser pleinement leurs devises sur l'or. La stratégie de la Russie consiste à éliminer délibérément le dollar des échanges internationaux du pays. Et c'est la raison pour laquelle elle a besoin de plus d'or pour gagner en crédibilité. L'or symbolise assurément la confiance accordée à une banque centrale. La guerre des devises bat toujours son plein !



## Économie

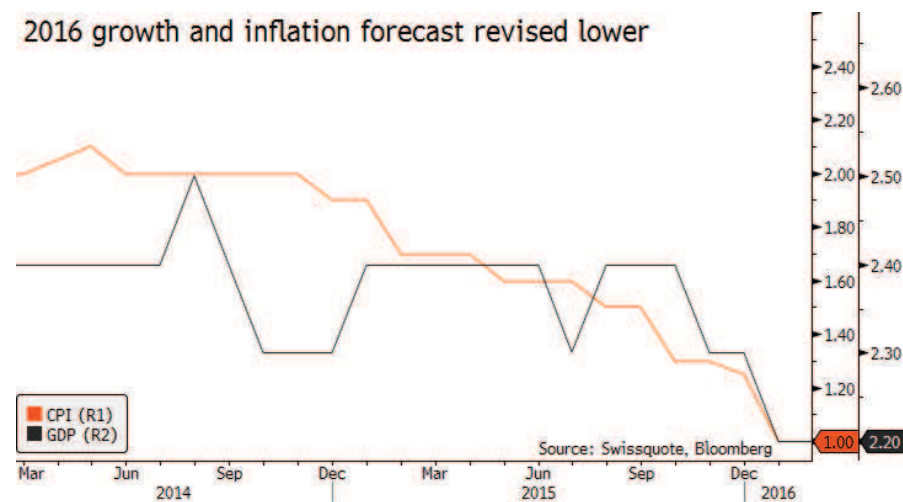
## La position "dovish" de la BoE va peser sur la livre

La Banque d'Angleterre a tenu sa réunion trimestrielle jeudi dernier et fait part de sa décision relative aux taux d'intérêt ainsi que de la mise à jour de ses prévisions d'inflation et de croissance. Comme les marchés l'avaient largement anticipé, le Comité de politique monétaire a voté le maintien du taux de référence à un plus bas historique de 2% et le stock de rachats d'actifs financés par l'émission de réserves de la banque centrale à hauteur de 375 milliards de £. Ian McCafferty, l'unique dissident "hawkish", a tourné le dos à sa position habituelle pour rejoindre le camp des "dovish" ; le vote pour le maintien du taux d'intérêt de référence à un plus bas historique à 0,5% est donc unanime (9-0).

Le MPC a également publié une version mise à jour de ses prévisions de croissance et d'inflation. Sans surprise, les deux critères ont été révisés à la baisse alors que la déroute des prix du pétrole brut et les inquiétudes croissantes portant sur les perspectives de croissance de la Chine et, plus largement, la faiblesse de la demande mondiale, ont fait empirer les perspectives du Royaume-Uni. Le MPC a révisé à la baisse ses projections de croissance de 2,5% à 2,2% pour 2016 et de 2,7% à 2,4% pour 2017, et a également raboté les perspectives d'inflation de 0,7% à 0,4% pour 2016 et de 1,5% à 1,2% pour 2017 alors que la pression sur les salaires reste restreinte et que les prix de l'énergie continuent de peser. Globalement, le comité semble relativement confiant sur les perspectives de croissance et table encore sur une prochaine hausse. Toutefois, les commentaires de Mark Carney ont été moins "dovish" que prévus par les investisseurs et ont permis le rebond de la livre aux niveaux antérieurs à l'annonce.

Le GBP/USD a eu le feu sacré la semaine dernière alors que les traders ont repoussé le timing d'une hausse nouvelle des taux. Le GBP/USD a augmenté de plus de 2% sur la semaine, atteignant 1.4650 vendredi. Toutefois, la partie est terminée car le pound va probablement se diriger encore plus bas face à une BoE qui restera passive pendant une période de temps prolongée. Par ailleurs, la faiblesse du pound sera également exacerbée par les menaces persistantes de Brexit qui vont prendre le pas au cours de l'année 2016.

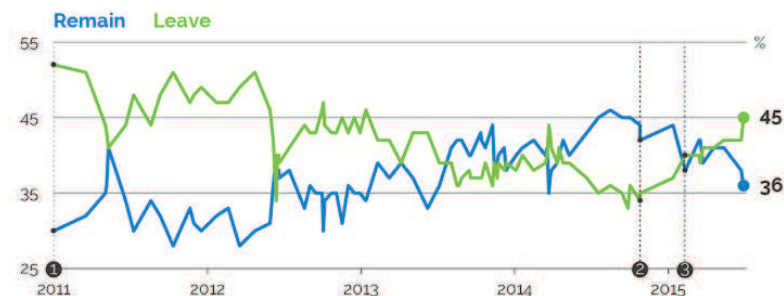
2016 growth and inflation forecast revised lower



EU referendum: Leave leads at nine

European Union referendum voting intention since August 2011

Source: YouGovUK



**Wording:**

- ① In a referendum on Britain's membership of the EU how would you vote? (Remain/Leave)
- ② Should the United Kingdom remain a member of the European Union? (Yes/No)
- ③ Should the United Kingdom remain a member of the EU or leave the EU? (Remain/Leave)

## Économie

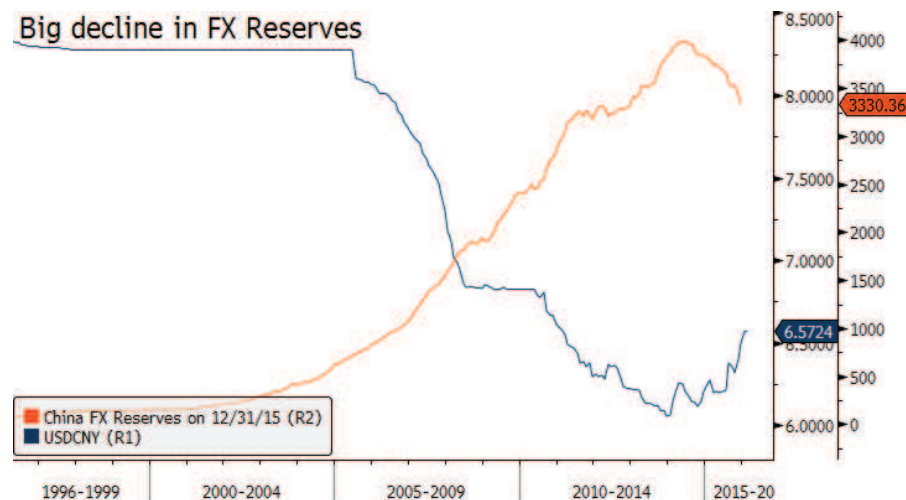
## Une crise lente autour de la devise chinoise

Nous assistons sans doute à une crise progressive de devise. Si, à notre avis, l'issue de la crise n'est pas pré-ordonnée, la direction est claire. Les grandes lignes sont fixées et les positions s'établissent. Le fonds souverain chinois SAFE (Chinese State Administration of Foreign Exchange) a pris une position offensive cette semaine pour compenser les dommages des spéculateurs sur le RMB. Les commentaires affichés récemment par des gestionnaires d'actifs reconnus montrent qu'ils s'attendent à de nouvelles dévaluations du RMB. Le nouveau directeur du SAFE, Pan Gongsheng (ancien gouverneur adjoint de la PBoC) a déclaré avec assurance que les réserves de change restent suffisantes et qu'il anticipe un excédent du compte courant en 2016. Il continue à dire que la poursuite de dévaluations du yuan n'est pas fondée et que les taux resteront stables et, en définitive, suggère que l'économie chinoise se trouve dans une forme raisonnablement solide. Le discours est très différent de celui qui circulait au sein des communautés financières. La stratégie économique de la Chine et sa capacité à gérer le rééquilibrage et à stopper les sorties de capitaux rendent les investisseurs de plus en plus perplexes.

Malgré quelques ratages politiques en 2015, nous restons prudemment optimistes sur la puissance de feu nécessaire à la Chine pour stimuler la demande nationale tout en gérant les sorties de capitaux (sans les options de contrôles de capitaux plus stricts). Le Vice Premier ministre, Wang Yang, a déclaré au secrétaire au Trésor américain, M. Lew, que la Chine était capable de maintenir le RMB à un niveau "équilibré." Nous anticipons que les responsables politiques se concentreront avant tout sur la stabilité du RMB en injectant des capitaux plutôt que sur la croissance, en abaissant les taux d'intérêt (ce qui pourrait provoquer de plus importantes sorties de capitaux à court terme).

Cependant, à court terme, les flux sortants iront sans aucun doute croissants. Ils pourraient même devenir incontrôlables. On estime que les sorties de capitaux ont atteint 676 milliards de \$ au cours des dernières années. Pour lutter contre la pression sur le RMB, la PBoC a dû piocher dans les réserves de change pour finalement intervenir à hauteur de 140 milliards de \$ en décembre.

Dimanche, en prévision des vacances du Nouvel An chinois, la Chine publiera ses chiffres sur les réserves de change. Les estimations de Bloomberg vont dans le sens d'une chute significative de 120 milliards de \$, les nôtres tablent sur un recul encore plus accusé de 145 milliards de \$. Ce serait la plus forte baisse de réserves de change jamais observée et elle intensifierait le scepticisme des investisseurs quant aux capacités de la Chine (y compris sa capacité à gérer le peg). Une nouvelle dévaluation du RMB aura un impact profond de type désinflationniste sur une économie mondiale déjà fragilisée, tout en provoquant des dévaluations concurrentielles dans la région. Cependant, un recul plus restreint des réserves de change déclencherait un squeeze de position courte.



## Économie

## Les Etats-Unis espèrent de meilleurs chiffres

Les marchés attendent la publication des chiffres des revenus personnels et des dépenses aux Etats-Unis puisque le FOMC a décidé fin janvier de laisser ses taux inchangés à 0,5%. Le premier chiffre s'est affiché conforme aux attentes, contrairement aux derniers chiffres de novembre lorsque les dépenses personnelles ont chuté. Les dernières estimations du PIB au 4e trimestre ne nous ont pas surpris, en s'établissant à 0,7% t/t, soit le plus faible chiffre depuis l'hiver 2015, avec une économie américaine qui cherche encore la voie d'une croissance durable. Le ralentissement économique chinois et l'effondrement des prix du pétrole vont impliquer une baisse des investissements et une baisse sévère des emplois. La Fed se montre assurément trop optimiste quant à ses prévisions de hausses des taux. Pourquoi l'institution réussirait-elle là où elle a échoué pendant les 10 dernières années ?

La faiblesse des récents chiffres américains va une nouvelle fois remettre en question la stratégie de resserrement de la Fed pour cette année. Toutes les autres banques centrales procèdent actuellement à un nouvel assouplissement (à l'exception de Bank of Mexico, qui suit en réalité avec attention l'évolution des taux américains afin d'éviter toutes sorties de capitaux qui résulteraient d'un différentiel de taux plus bas). La Fed se retrouve donc seule. Nous pensons qu'un relèvement des taux prématuré aurait un impact énorme sur l'économie américaine et la mènerait une nouvelle fois vers la récession. Toutefois, le montant ahurissant de la dette des Etats-Unis a besoin d'inflation pour être réduite à long terme. Si cela ne se produit pas, nous allons jusqu'à dire qu'un 4e assouplissement quantitatif serait dans les tuyaux. Au vu de la situation de la Fed, la situation serait paradoxale, mais nous pensons que les taux ont été relevés pour permettre à la banque centrale de prouver qu'elle a encore le contrôle de la situation.

Les prévisions de base de la Fed vont dans le sens de 4 hausses de taux cette année et les marchés anticipent qu'une tendance forte continue de créations d'emplois cette année devrait être normalement suffisante pour déclencher ces hausses. Toutefois, on dénombre plus de 100 millions d'américains sans emploi et un certain temps sera donc nécessaire avant d'observer une amélioration du marché du travail.

Trop de chômeurs attendent sur le bas côté, ce qui ajoute des pressions à la baisse sur les salaires. Malgré la publication la semaine dernière de chiffres du chômage officiellement plus bas, avec un taux de chômage qui a chuté à 4,9% et des créations d'emplois significatives, des NFP qui recensent 152.000 créations d'emplois en janvier, la croissance des salaires reste dans une certaine mesure stagnante. Nous doutons fortement que l'inflation se redresse vers l'objectif des 2% ciblés par la Fed. Le double mandat de l'organisme est loin d'être réalisé malgré une intervention massive sur les 10 dernières années. La faiblesse des chiffres est la nouvelle normalité de l'économie américaine.

Si l'inflation n'augmente pas rapidement et de manière significative, la Fed n'aura pas les coudées franches pour agir et réaliser ses objectifs. La présidente de la Fed, Mme Yellen a récemment annoncé qu'elle n'était pas réellement convaincue par les taux négatifs et leur efficacité. Elle devrait alors également admettre qu'un QE massif est loin d'être efficace. Mais la passivité n'est pas une option, aussi les taux négatifs, ou un 4e QE, ou les deux semblent être la direction vers laquelle nous nous dirigeons. Nous sommes haussiers sur l'EUR/USD car nous croyons que la divergence de politique arrive à terme en 2016.

## 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.