

RAPPORT HEBDOMADAIRE

15 - 21 février 2016

RAPPORT HEBDOMADAIRE - Survol

p3	Économie	La déflation s'installe mais le CHF se renforce - Peter Rosenstreich
p4	Économie	Sentiments mitigés pour l'Australie et le Canada - Yann Quelenn
p5	Économie	Appréciation du JPY mais confiance altérée en la BoJ - Arnaud Masset
p6	Économie	Risque de crédit élevé pour les banques - Peter Rosenstreich
p7	Économie	Les taux négatifs sont encore d'actualité pour Janet Yellen - Yann Quelenn
p8	Marchés FX	Positionnement non-commercial de l'IMM - Arnaud Masset
p9	Themes Trading	Un marché mondial baissier
	Disclaimer	

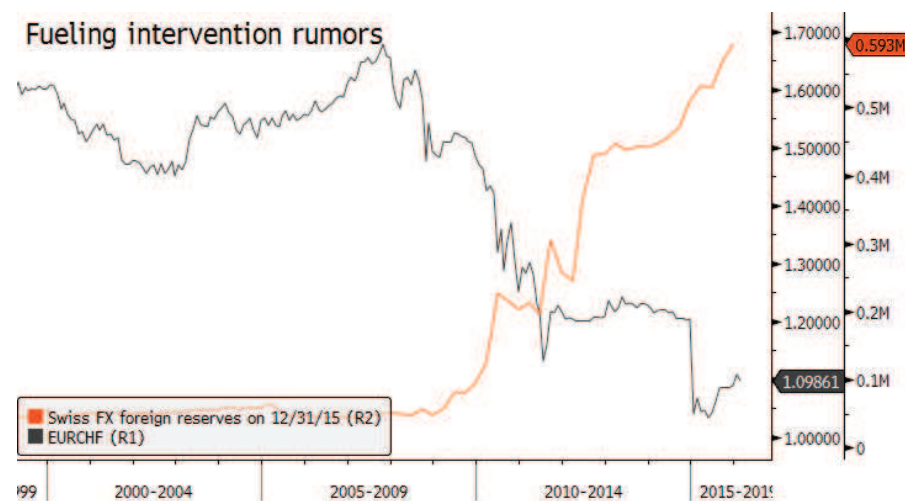
Économie

La déflation s'installe mais le CHF se renforce

Comme les marchés s'y étaient largement préparés, les chiffres de la Suisse sont restés profondément ancrés en territoire déflationniste. L'IPC (indice des prix à la consommation) s'est inscrit à -1,3% a/a, -0,4% m/m, tandis que l'IPC de base a enregistré -0,9%, chutant de -0,1% à -0,4% m/m. La détérioration de la propension au risque plutôt que les évolutions internes expliquent le renforcement du CHF face au dollar USD et à l'EUR. Les prévisions de baisse des prix publiées aujourd'hui ne feront qu'alimenter les projections des marchés dans le sens d'une action de la BNS. Les récents rebonds des dépôts à vue officiels (de 559,9 milliards à 575,4 milliards), associés à un affaiblissement régulier du CHF ont entretenu les spéculations des traders sur d'éventuelles interventions sur le Forex.

Il nous paraissait improbable que la BNS soit, d'une manière ou d'une autre, impliquée dans ces interventions en raison de son bilan déjà gonflé et des effets de valorisation du CHF. Pourtant, des transactions régulières en quête de refuge ont renversé la hausse du CHF. A contrario, dans un contexte économique morose et face à un CHF fort, il devient de plus en plus probable que la BNS agira. Cela étant, l'intervention directe sur le Forex paraît moins plausible qu'un nouvel abaissement des taux déjà négatifs (bien que les deux aient régulièrement reçu la bénédiction de la BNS). Le président de la BNS, Thomas Jordan, a clairement fait comprendre qu'il estimait le CHF surévalué et que le taux pourrait être "plus bas que celui auquel nous sommes" (bande inférieure actuellement à -0,75%). Si les taux d'intérêt négatifs n'ont pas été vraiment efficaces pour renverser les flux entrants de capitaux, ils ont permis de ralentir l'accumulation de CHF et nous constatons qu'aujourd'hui, d'autres banques centrales adoptent cette stratégie.

Sur le marché des changes, on observe une demande de devises refuges en raison des interrogations portant sur la santé des banques mondiales, la chute des prix du pétrole et les prévisions fortes de dévaluation du CNY qui ont incité les investisseurs à rétrograder sur leurs positions à risque. Dans un contexte marqué par les divergences de politique monétaire qui atténuent le renforcement du dollar, par les attentes en matière de plus fortes mesures incitatives de la part de la BCE en mars et par les incertitudes croissantes qui ramènent les capitaux vers le franc suisse, la BNS se trouve à nouveau en position délicate. La Banque doit rendre le CHF moins attractif aux yeux des acheteurs nationaux et étrangers mais, concrètement, elle dispose de peu de moyens. Quoi qu'il en soit, il est trop tôt pour agir et une appréciation du CHF par rapport aux autres devises du G10 est à prévoir.



Économie

Sentiments mitigés pour l'Australie et le Canada

Un contexte difficile

Tant que l'excédent d'offre des membres de l'OPEP persistera, les pressions à la baisse s'appliqueront sur les prix du pétrole. La fin de cette période de surproduction est encore loin. Le Brent se négocie autour de 31\$ le baril et plusieurs pays, comme l'Australie et le Canada, sont impactés par les prix cassés. Malheureusement, la situation devrait se confirmer. Pour le moment, leurs économies accusent un repli et, en particulier, leurs comptes courants, tous les deux en déficit : celui de l'Australie s'établit à 21,2 milliards de \$, celui du Canada, à 11,5 milliards de \$ pour le troisième trimestre 2015. Ces deux économies dépendent essentiellement de l'entrée de flux financiers générés par leurs industries de matières premières respectives. Aussi longtemps que le contexte international, en particulier géopolitique, restera incertain, la situation n'évoluera pas favorablement. Les difficultés que traverse actuellement le Moyen-Orient avec la Syrie, les problèmes relationnels entre l'Iran et l'Arabie Saoudite, ainsi que la chute du rouble sont autant de dossiers où le pétrole joue un rôle moteur. La guerre des matières premières bat son plein et rien n'indique qu'elle s'achèvera prochainement.

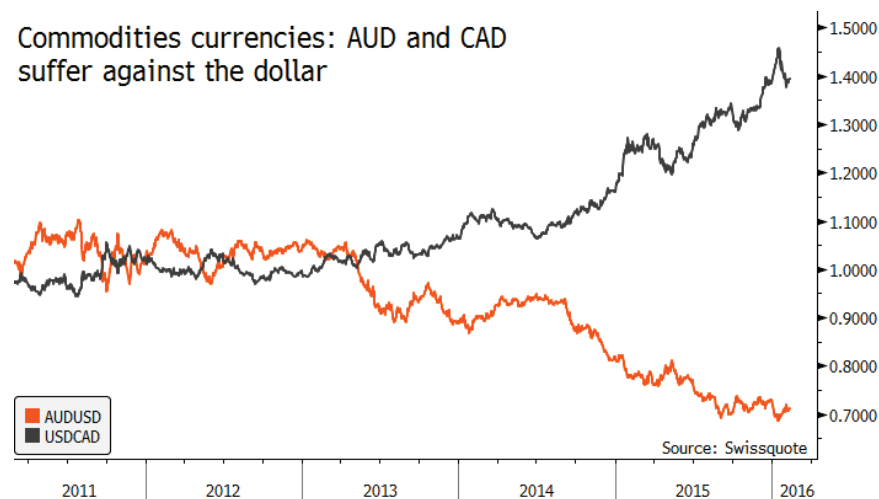
Entrée des taux en territoire négatif

En Australie, la Reserve Bank a annoncé le maintien de son taux d'intérêt à 2% au vu des chiffres favorables du chômage pour le dernier trimestre 2015. Sur l'année dernière, le taux de chômage a ainsi chuté à 5,8%. Toutefois, l'Australie reste particulièrement dépendante de la Chine qui représente son principal partenaire. Les indices d'une confirmation du ralentissement chinois sont de plus en plus nombreux (on observe par exemple, une plus faible croissance de la consommation de gaz). La demande agrégée de produits australiens devrait donc encore s'affaiblir et avoir des répercussions de plus en plus importantes sur les revenus australiens. L'Aussie sera encore sous forte pression, malgré des transactions au-delà du niveau psychologique des 0,70\$. Le Gouverneur Steven envisage pour cette raison d'assouplir davantage sa politique monétaire. Les chiffres actuels de l'inflation fournissent également à la banque centrale, la marge nécessaire à toute action.

A notre avis, une baisse des taux pourrait également représenter une option pour la Banque du Canada. Les voisins américains souffrent aussi largement de la baisse des prix des matières premières. Il y a mieux, des taux négatifs peuvent être appliqués pour forcer les consommateurs à puiser dans leur porte-monnaie. Il est évident que les fondamentaux n'enregistrent aucune reprise. Le déficit commercial du Canada est encore important, puisqu'il représente environ 427 millions de \$. Enfin, et c'est un point à ne pas négliger, la faiblesse des importations d'équipements industriels indiquent clairement que les investissements des entreprises connaissent un ralentissement dans le pays.

Pour le moment, on ne peut parler que d'une petite embellie pour l'Australie et le Canada. L'or a grimpé de 16,74% depuis le début de l'année et devrait permettre d'engranger des revenus supplémentaires pour ces deux pays. Nous restons néanmoins baissiers sur l'Aussie et le Loonie à moyen terme.

Commodities currencies: AUD and CAD suffer against the dollar



Économie

Appréciation du JPY mais confiance altérée en la BoJ

Comme par le passé, face à une période de fortes incertitudes et de craintes de récession grandissantes, les investisseurs s'agglutinent autour des actifs refuge que sont le yen, les obligations souveraines et le franc suisse, tout en se débarrassant à prix cassés d'actifs plus risqués tels que les actions et les devises des marchés émergents. Malheureusement pour la Banque du Japon, cette habitude est loin d'être favorable car elle va exactement à l'encontre de ce que la Banque Centrale a tenté de réaliser. Son Assouplissement quantitatif et qualitatif a été décidé et mis en place dès 2014. Depuis le début de l'année 2016, le yen a gagné près de 8% face au dollar USD. Parallèlement à la nature de refuge qui caractérise la devise, la hausse du yen est principalement due à l'effet combiné de l'essoufflement de la confiance du marché dans la capacité de la BoJ à affaiblir le yen et du présumé selon lequel la Fed sera incapable de poursuivre son cycle de hausse des taux en raison de la dégradation des perspectives de croissance mondiale. Mme Yellen a d'ailleurs laissé entendre que le marasme observé sur les marchés pourrait encore retarder le cycle en question.

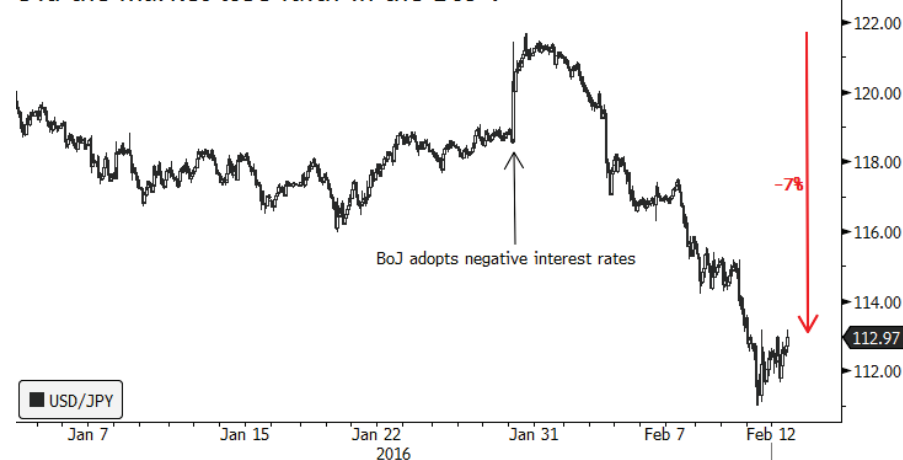
La BoJ a pourtant sa part de responsabilité dans le renforcement du yen. A la fin du mois de janvier, elle a voté l'adoption d'une politique de taux d'intérêt négatif (NIRP), en espérant que celle-ci aiderait à maintenir le yen à de faibles niveaux, voire augmenterait la pression sur la devise. En premier lieu, le marché a réagi en conséquence en propulsant l'USD/JPY à 121, soit une hausse de 2,5%. Lorsque le marché a réalisé que le taux d'intérêt à -0,1% allait être appliqué à une petite part du solde total des paiements courants, alors que les deux autres parts (de base et macro-économiques supplémentaires) ne seraient pas soumises aux taux négatifs (+0,1% et 0% respectivement), il est revenu en force sur le yen.

La décision de la mise en place d'une mesure partielle par la BoJ, clairement perçue comme un signe de faiblesse par les acteurs du marché, n'a fait que renforcer les craintes portant sur les difficultés des banques centrales mondiales à ramener l'inflation vers leurs objectifs respectifs. Par ailleurs, le refus du Conseil de la BCE d'accroître massivement le QE en décembre et, aujourd'hui, la décision de la Banque du Japon

d'abaisser les taux laissent à penser que les banques centrales mondiales s'interrogent sur la justification de nouvelles mesures incitatives censées permettre un retour à une inflation positive durable et à une croissance économique solide.

De nouveaux chiffres sont attendus la semaine prochaine et devraient apporter un nouvel éclairage sur l'état économique du pays du Soleil Levant. Pour le moment, l'USD/JPY reste stable, entre 112 et 113. Il reste à notre avis, un potentiel de baisse pour la paire ; les traders tentent encore de comprendre ce qui s'est passé jeudi lorsque l'USD/JPY a réalisé une flambée à 2 chiffres en moins de 5 minutes.

Did the market lose faith in the BoJ ?



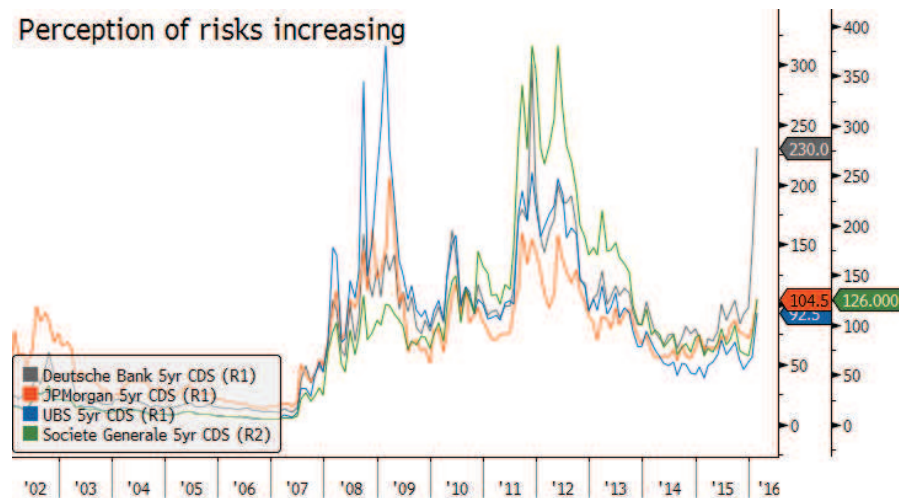
Économie

Risque de crédit élevé pour les banques

Cette semaine, les actions de la Deutsche Bank (DB) ont chuté à un record historique de 30 ans, la faute initiale revenant à une vente généralisée d'actions et aux craintes planant sur l'économie mondiale qui ont incité les investisseurs à liquider leurs actifs risqués. Le repli a été tel que le président-directeur général de la banque, John Cryan a été forcé de publier mardi un communiqué assurant aux investisseurs que la banque était "robuste" et continuerait à honorer les paiements prévus. Si leur première réaction a été favorable, les marchés ont rapidement renversé la vapeur face aux dossiers soulevés. A première vue, il semble que l'action DB subisse les effets d'une défiance générale de la part des investisseurs. Toutefois, le communiqué de Cryan fait suite à une précédente déclaration de la DB qui a pu faire lever quelques sourcils. Selon la retranscription d'un conférence call sur les bénéfices de la banque qui s'est tenu le 29 janvier, le directeur financier, Marcus Schenck, a déclaré : "En nous basant sur les chiffres financiers préliminaires de 2015, nous estimons que nous disposons des réserves et capacités de paiement suffisantes requises par les principes comptables allemands pour rembourser des obligations hybrides AT1 (Additional Tier 1)". Les marchés sont de plus en plus troublés par les incertitudes entourant les positions dérivées de la DB.

Outre le risque particulier qui entoure la DB, les spreads de crédit bancaire sur les marchés développés, en particulier dans la zone euro, ont été au centre de la volatilité actuellement observé sur le marché. Les mauvais chiffres des bénéfices des banques européennes, la remise en question de la capacité de la BCE à gérer les risques et le processus arbitraire de choix de versements ont entraîné un élargissement des spreads de crédit. Le positionnement lourd sur les marchés de crédit, les craintes généralisées portant sur le contexte macro-économique, la volatilité du marché chinois et les conséquences inattendues de l'effondrement du prix des matières premières placent les investisseurs sur le fil du rasoir. Il faut noter que les récentes évolutions ne se reflètent pas dans les spreads de crédit des marchés émergents. L'indice CDS des banques européennes a été propulsé de 100 pbs en décembre à 207 pbs à la clôture de vendredi. Si ces niveaux n'atteignent pas les pics observés lors de la crise financière, tout mouvement erratique doit être surveillé avec attention.

On observe une similarité entre la crise financière de 2007-2008 et les événements d'aujourd'hui : l'apparition soudaine d'un nouvel instrument complexe. Les "Contingent convertible bonds", appelées aussi "CoCo bonds", ont été conçues en réponse aux politiques de "too big to fail" (trop grand pour faire faillite), afin de protéger les prêteurs en cas de crise en transformant de la dette en actions. Les caractéristiques des CoCo sont compliquées et elles n'ont pas encore été éprouvées. Elles permettent à une obligation d'être convertie en actions ou dissoute, si le capital des banques émettrices chutent sous un seuil pré-déterminé (veuillez noter que ce qui précède est une description simplifiée). Si l'exposition annoncée reste faible, les craintes de créances douteuses dans les bilans des banques viennent constamment renforcer les inquiétudes des investisseurs dans un contexte de volatilité déjà élevée.



Économie

Les taux négatifs sont encore d'actualité pour Janet Yellen

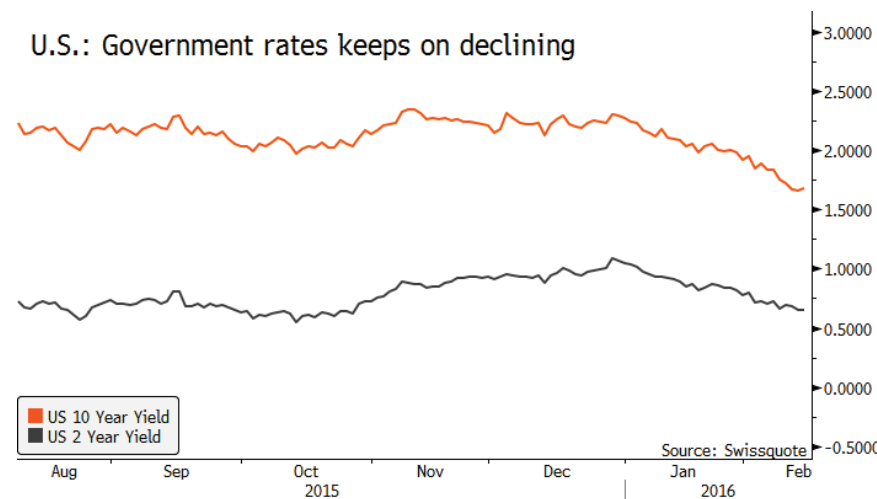
Malgré un faible taux de chômage, la reprise de l'inflation ne s'opère pas et les marchés excluent maintenant une hausse des taux par la Fed pour mars. L'IPC (indice des prix à la consommation) de 2015 stagne à 0,7% a/a, loin derrière l'objectif de la Fed de 2%. La probabilité d'une hausse des taux en avril n'est que de 2%, ce qui la rend très improbable. Face à ces prévisions, le dollar s'est fortement affaibli. La présidente de la Fed s'est exprimée la semaine dernière devant le congrès pour faire part du Rapport de politique monétaire semestriel.

Lors de cette session, les propos tenus par Janet Yellen ont été parfois surprenants. Celle-ci a évoqué pour la première fois les taux d'intérêt négatifs. Comme de raison, la présidente a annoncé que la Fed se tenait prête à reporter le relèvement des taux mais elle a, bien entendu, refusé d'admettre que la stratégie actuelle d'aboutir à une politique monétaire normalisée s'est révélée jusqu'à présent inefficace. Selon elle, les conditions financières générales ont moins soutenu la croissance. Plus précisément, les taux de chômage ont baissé mais les meilleures conditions d'emploi n'ont pas entraîné l'effet escompté, celui d'une croissance des salaires décente, nécessaire pour tirer l'inflation vers l'objectif de la Fed.

Mme Yellen a également avancé qu'elle se méfiait d'une hausse trop rapide des taux qui pousserait l'économie dans la récession. La vérité est que la dette des États-Unis est abyssale (18 billions de \$) et les intérêts exploseraient si les taux devaient trop augmenter. Pour éviter tout incident de cet ordre et avant tout une récession, Mme Yellen envisage maintenant des taux négatifs. L'inflation est pourtant, dans une certaine mesure, nécessaire pour détruire la dette, mais cette option reste pour l'instant inenvisageable, car à notre avis, les conditions du marché de l'emploi sont largement surévaluées. La possibilité d'un 4e QE est forte et serait synonyme d'argent frais pour relancer le PIB. Il n'est plus question de divergence de politique monétaire ou de normalisation. Nous sommes aujourd'hui dans un contexte de taux négatifs et Mme Yellen envisage cette option bien qu'elle "ne soit pas certaine que la Fed soit en mesure de l'appliquer".

Pour le moment, les marchés actions souffrent d'un tel manque de clarté en matière de politique monétaire et nous considérons que la Fed n'a pas le plein contrôle de la situation. Comme nous le soulignons depuis l'année dernière, une hausse des taux paraît de plus en plus improbable cette année. En termes d'évolution des devises, nous attendons maintenant une hausse rapide temporaire du dollar face à la monnaie unique car les incertitudes en Europe ne sont pas levées. Les pressions resteront baissières sur l'EUR/USD à moyen terme.

U.S.: Government rates keeps on declining



Marchés FX

Positionnement non-commercial de l'IMM

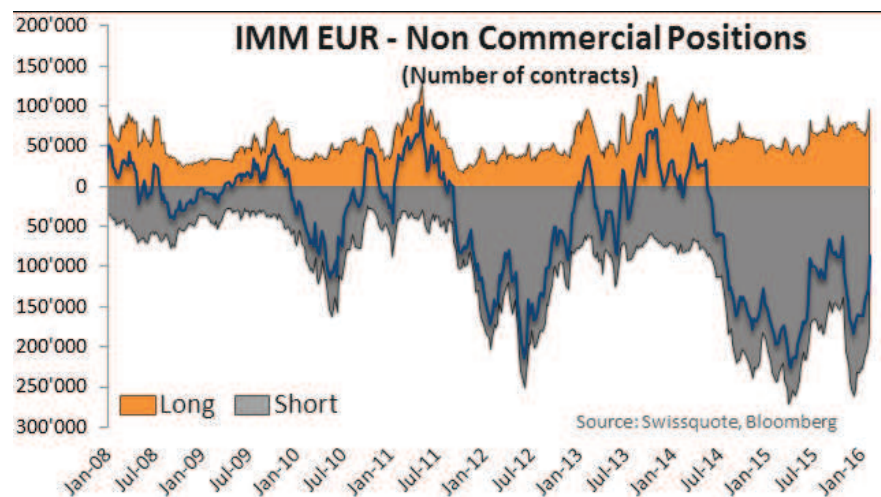
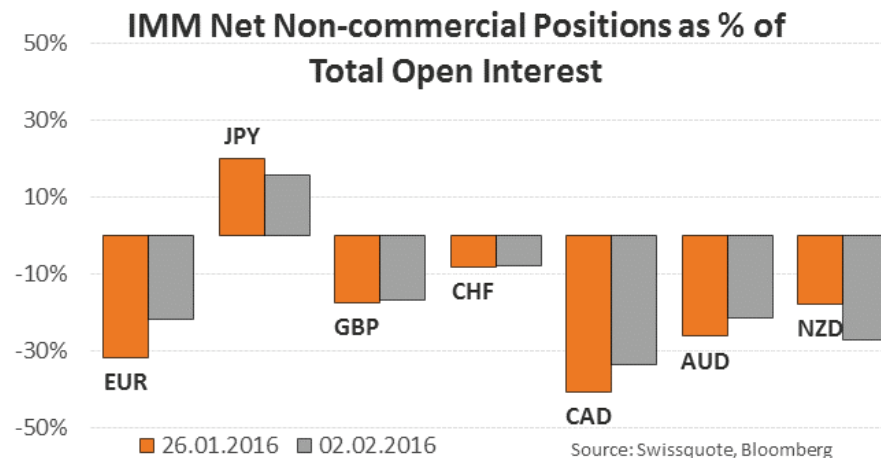
Le positionnement non-commercial du Marché Monétaire International (IMM) est utilisé pour observer les flux de fonds d'une devise à l'autre. Il est généralement considéré comme un indicateur contrariant quand un positionnement extrême est atteint.

Les données de l'IMM couvrent les positions des investisseurs pour la semaine clôturée le 2 février 2016.

Les positions courtes nettes en EUR ont fortement baissé, après avoir atteint plus de 40% du total des positions ouvertes à la fin du mois de décembre, les traders ayant largement tempéré la probabilité d'une hausse des taux par la Fed. Le positionnement court sur l'EUR devrait se poursuivre alors que l'épisode de divergence de politiques perd de l'élan.

Les positions courtes nettes GBP ont modérément chuté après avoir atteint 17% du total des positions ouvertes le mois dernier. Les incertitudes politiques suscitées par la possibilité d'un Brexit, combinées aux faibles taux d'intérêt continueront probablement de peser sur la livre sterling.

Les positions longues nettes sur l'or ont poursuivi leur progression. L'environnement mondial incertain et les craintes de récession ont renouvelé l'intérêt pour le métal, les investisseurs cherchant à se protéger des aléas du marché.



Themes Trading

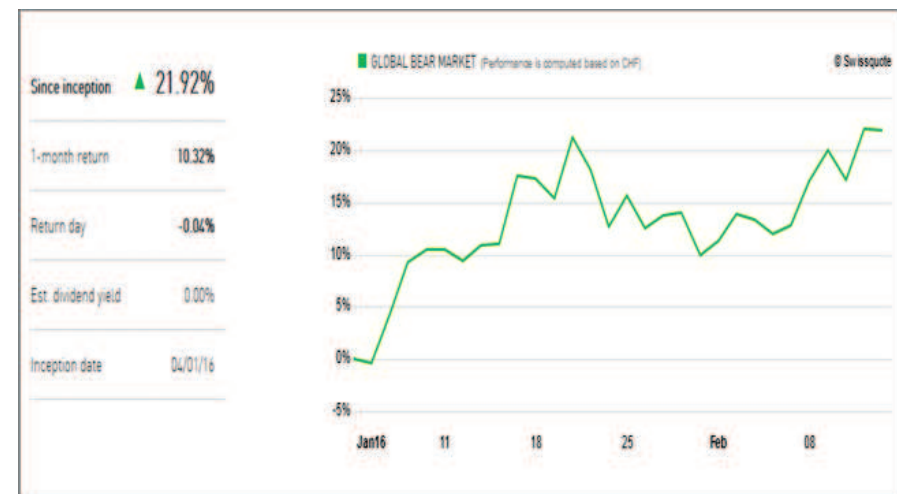
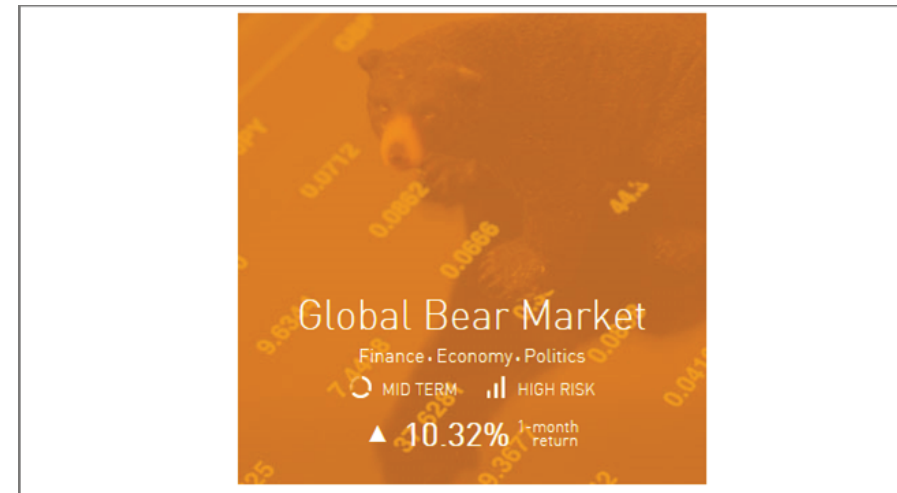
Un marché mondial baissier

Face à une volatilité qui devient la nouvelle "normalité" et à des banques centrales qui modifient leur politique monétaire, les marchés actions mondiaux n'ont pas réagi favorablement à cette nouvelle année 2016. Le manque de croissance des bénéfices des entreprises, la vertigineuse baisse des prix du pétrole, le ralentissement accentué de l'économie chinoise, les multiples élevés et la morosité des marchés du crédit, tous les indicateurs augurent de nouvelles tendances baissières sur les marchés actions. L'argument le plus probant étant que le marché haussier actuel a été alimenté par les programmes de rachats massifs d'obligations effectués la Fed, lesquels ont dopé les prix des marchés actions et stimulé la croissance sur les marchés émergents. Avec une Fed en route vers la normalisation, la croissance artificielle des prix des actifs va se dénouer.

Face à une hausse de taux d'intérêt américains, les investisseurs se détourneront très probablement des actifs risqués des marchés émergents pour mettre le cap vers des valeurs refuge. De plus, le secteur manufacturier chinois fait face à une surcapacité après des années de sur-investissement ; sa seule option est de casser les prix et d'inonder les marchés mondiaux. Cette dynamique désinflationniste affectera les bénéfices et aura des répercussions sur les consommateurs en pesant encore davantage sur le prix des actions. Le "Big one", le pire, n'est pas certain, mais garantir un minimum de protection à votre portefeuille est une sage décision.

Ce thème a été élaboré en utilisant des ETF (Exchange-Traded Funds) associés à un large échantillon d'entreprises de large capitalisation au niveau mondial. L'utilisation des ETF nous permet d'avoir une position courte (de vente) sur des actions afin de tirer parti de la dépréciation des cours.

Analysis & Portfolio - Swissquote Bank Strategy Desk



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.