

# RAPPORT HEBDOMADAIRE

7 - 13 mars 2016

**RAPPORT HEBDOMADAIRE - Survol**

p3	Économie	Des craintes d'intervention qui ne font pas grand bruit - Peter Rosenstreich
p4	Économie	Un long processus d'ajustement vers la stabilisation - Arnaud Masset
p5	Économie	En attente de la décision de la BCE - Peter Rosenstreich
p6	Économie	Signaux mitigés pour l'économie américaine - Arnaud Masset
p7	Économie	Récession accentuée mais baisse des taux non imminente - Peter Rosenstreich
p8	Économie	Le Pérou devrait profiter de la hausse des prix du cuivre - Peter Rosenstreich
p9	Themes Trading	Impression 3D
	Disclaimer	

## Économie

## Des craintes d'intervention qui ne font pas grand bruit

Les risques macroéconomiques d'un renforcement constant du CHF face à l'euro s'accumulent. Les prévisions d'une action de la BCE vers des territoires plus négatifs (qui limite l'efficacité de la propre stratégie de taux négatifs de la BNS) combinées à une aversion mondiale au risque (dont le Brexit), ont provoqué le retour des traders vers des transactions traditionnelles de type refuge, telles que le CHF. Hier, l'EUR/CHF se négociait à la baisse à 1.08104 (plus bas d'un mois) avant qu'une demande soudaine ne tire la paire vers le haut. Les remarques fortes du président de la BNS, Thomas Jordan, qui ont confirmé pour la première fois un possible recours à un abaissement de la limite d'exonération de la majorité des réserves de banques nationales de taux de dépôt négatifs, ont renouvelé les spéculations d'une future intervention. Il s'agit là d'un signe officiel de l'inquiétude de la BNS vis à vis de l'EUR/CHF, qui a mis les traders experts de la BNS en alerte maximale. Si la banque s'est déjà montrée capable d'une politique proactive dévastatrice, une cassure est, à notre avis, nécessaire sous les 1.0700 avant que la banque ne se risque à une action agressive (le manque d'évolution du prix des options va dans ce sens).

L'approche attentiste (associée à une intervention largement agressive) se base avant tout sur l'efficacité limitée des principaux outils politiques de l'organisme, à savoir une intervention directe sur le Forex et des taux de dépôt négatifs. La crédibilité d'une banque centrale est l'outil le plus puissant dont elle dispose et le lancement d'une politique qui s'avère inefficace vient éroder celle-ci. Ces dernières années, la BNS a souffert de son incapacité à maintenir l'affaiblissement du CHF. La banque est probablement l'instigatrice d'une intervention restreinte sur le Forex comme les dépôts à vue de cette semaine et les chiffres des réserves de janvier le laissent penser. Toutefois, le bilan gonflé de la BNS restreint l'influence de l'intervention. Il n'en reste pas moins qu'il s'agit d'un outil simple et une intervention directe plus affichée sera effectuée avant de restreindre les exonérations. Si l'intervention ne suffisait pas à stopper l'appréciation du CHF et que la BCE envisageait de réduire une nouvelle fois les taux, la BNS serait clairement susceptible de restreindre les exonérations de taux négatifs. Si ces conditions sont remplies, la période entourant la réunion de la BCE prévue le 10 mars et la réunion de politique prévue le 17 mars, pourraient constituer des amorces pour une nouvelle action de la BNS.



## Économie

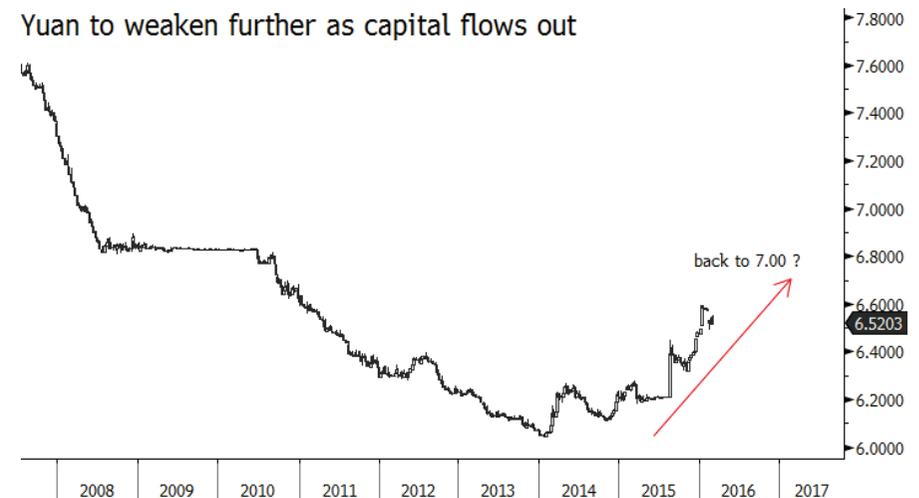
## Un long processus d'ajustement vers la stabilisation

La Chine a perdu sa position de leader de la croissance mondiale depuis un moment déjà et son économie continue de s'adapter à la "nouvelle normalité", passant d'une économie exportatrice à une croissance ralentie désormais générée désormais au niveau national. Depuis le second semestre 2015, le yuan a fait l'objet de pressions croissantes (chutant de près de 6% face au dollar USD) tandis que la PBoC intervenait pour tenter d'opérer un atterrissage en douceur de l'économie nationale. Depuis janvier 2015, la banque a abaissé ses taux à 5 reprises et ramené le taux d'intérêt à un an de 5,60% à 4,35%, tout en baissant également à 5 reprises le taux de réserves obligatoires des principales banques, de 20 à 17%. Pourtant, alors que le marché table sur un nouveau repli de l'économie chinoise et anticipe un nouvel appui de la PBoC à l'économie qui, de moyen à long terme affaiblira encore le yuan, les investisseurs procèdent à des encaissements rapides. La Chine a ainsi connu une sortie massive de capitaux au cours des derniers mois et ses réserves de change fondent comme neige au soleil.

Dans un tel contexte (et nous n'avons pas encore parlé de "l'économie zombie" publique, celle des idées rejetées par l'expérience mais qui reviennent toujours dans les débats), la décision de Moody's d'abaisser les perspectives de notation de la Chine de stable à négative, tout en maintenant la notation Aa3 d'"investment grade", a été sans surprise. L'agence de notation a avancé que l'épuisement rapide des réserves de change et les inquiétudes grandissantes sur la capacité de la Chine à réaliser les ajustements fiscaux requis pour faire face à la morosité du nouvel environnement mondial de la demande, justifient les perspectives négatives. A notre avis, étant données les prévisions sombres qui planent sur l'économie chinoise, un abaissement de la notation dès cette année est à prévoir. Nous attendons un nouvel affaiblissement de la devise, car la PBoC n'aura d'autres choix que d'assouplir une nouvelle fois sa politique monétaire alors que le gouvernement commence à mettre en place des conditions fiscales plus strictes. La Chine n'en a pas encore fini avec les sorties de capitaux.

Ce week-end, les leaders chinois se réuniront à Pékin pour le Congrès national du peuple. Le plus grand évènement politique du pays permettra au marché de prendre note, entre autres rapports, de l'objectif du PIB annuel du parti. Le marché aimerait également obtenir des réponses sur les moyens dont le gouvernement usera pour s'attaquer au problème de surcapacité de la Chine. Les espoirs sont limités, en particulier au vu des tentatives effectuées par les responsables jusqu'à présent.

Yuan to weaken further as capital flows out



## Économie

## En attente de la décision de la BCE

Les volumes de transaction de l'EUR/USD sont réduits et rendent les variations de prix chaotiques et sans orientation claire. En attendant la décision de la BCE sur les taux le 10 mars, les traders sont de plus en plus prudents sur le positionnement de l'euro. Avec des prix du brut qui se creusent encore davantage et une nouvelle détérioration des perspectives économiques européennes, la BCE sera forcée d'agir. Dans ce contexte, nous anticipons une révision à la baisse des prévisions d'inflation de la BCE de 1% à 0,5% pour 2016, soit bien en-deçà des 2% ciblés. Avec une inflation qui s'engage dans la mauvaise direction et une majorité des membres de la BCE réclamant une stratégie proactive, les marchés anticipent davantage de mesures incitatives. Cependant, pour les traders, la forme exacte de l'assouplissement définira la direction à court terme du Forex. Un autre point important est la déception ressentie par les traders en décembre face à l'effet de court terme du stimulus monétaire. Le manque d'action agressive a déclenché une survente des obligations d'états en Europe et aux Etats-Unis. Nous attendons de la BCE un abaissement du taux de dépôt de 10 pbs (à -50 pbs, en-deçà des attentes à 12 pbs) et une augmentation de ses rachats d'actifs mensuels de 10 milliards d'euros (à 70 milliards d'euros actuellement). Etant donné le manque de liquidités, il est probable que l'organisme ajustera la composition du QE pour inclure une dette "semi-publique" (50% ou davantage détenus par les gouvernements européens) dans son programme de rachats mais limitera le seuil de notation. Il est également possible que la durée sera étendue, mais ce n'est pas le scénario que nous privilégions. De nouvelles baisses des taux de dépôts sont possibles mais la BCE ne devrait pas y avoir recours au vu des risques événementiels à court terme qui se préparent (Brexit et élections générales en Espagne). Au regard de l'effet probablement néfaste de la politique de taux négatifs de la BCE sur les banques, dans un environnement de liquidités en fort excédent, nous pensons que la BCE lancera un système à plusieurs niveaux pour protéger les participants à risque. Si le résultat se rapprochait de notre scénario de base, nous anticipons un rally de l'EUR/USD, la stratégie étant largement anticipée. Enfin, ce réglage précis de la politique actuelle de la BCE montre un épuisement des idées de politique monétaire, ce qui en fait peut-être le catalyseur le plus élevé d'une fixation des prix du Forex à long terme.



## Économie

## Signaux mitigés pour l'économie américaine

L'économie américaine semble avoir démarré la nouvelle année sous de meilleurs auspices. En effet, l'année dernière, la plus grande économie au monde n'a cessé d'envoyer des signaux mitigés, forçant du coup la Fed à reporter à décembre le démarrage de son cycle de resserrement. Deux mois sont passés depuis le début de l'année et le contexte semble déjà plus lumineux puisque la plupart des indicateurs économiques ne s'inscrivent plus systématiquement en-deçà des attentes des marchés. Pour rappel, seul le marché de l'emploi a connu une amélioration continue tout au long de l'année, tandis que sur le front de l'inflation, la situation semblait désespérée.

2015 est déjà loin et l'année 2016 pourrait bien marquer un tournant dans l'économie américaine. Pour l'instant, certains indicateurs pointent vers un retournement qui laisse à penser que l'économie américaine ne devrait pas tomber en récession, tandis que d'autres indicateurs peinent à décoller. Le NFP, rapport sur les emplois non agricoles publié vendredi (le dernier avant le très attendu meeting du FOMC de mars), est ressorti au-delà des attentes du marché, en affichant un chiffre solide de 242.000 contre 195.000 en prévisions médianes, alors que le précédent chiffre mensuel avait été révisé à la hausse de 151.000 à 172.000. Cependant, il semble que les chiffres des NFP aient perdu l'influence qu'ils exerçaient autrefois sur l'humeur du marché alors qu'une image plus large de l'économie ne laisse aucune place à un optimisme excessif. Après la publication de ce rapport, le dollar USD s'est échangé largement à la baisse, les traders s'appuyant, pour une fois, sur une vision plus globale, en particulier sur les chiffres des salaires qui ont déçu. Les salaires moyens horaires se sont contractés de 0,1% m/m en février, alors que les économistes tablaient sur un chiffre plus proche de +0,2%. Cela n'aidera certainement pas l'inflation à se rapprocher de l'objectif des +2% de la Fed. Toutefois, n'allons pas trop vite en supposant que la Fed sera dans l'incapacité de relever les taux cette année. Même les membres les plus faucons de l'institution ont cessé de prononcer des discours excessivement optimistes et se montrent plus prudents sur les perspectives américaines. De plus en plus d'acteurs au marché se demandent si l'économie américaine est sur le point de tomber en récession

ou s'il s'agit d'un simple retournement temporaire (celui-ci serait devenu saisonnier depuis l'année dernière...). Il est encore trop tôt pour tirer la sonnette d'alarme. Du côté des devises, nous nous attendons à un nouvel affaiblissement du dollar USD à court terme car la tendance se renverse. Mais le meeting de la BCE prévu la semaine prochaine va redistribuer les cartes alors que les attentes en matière de baisse des taux continuent de se renforcer.

US economic indicators surprise to the downside

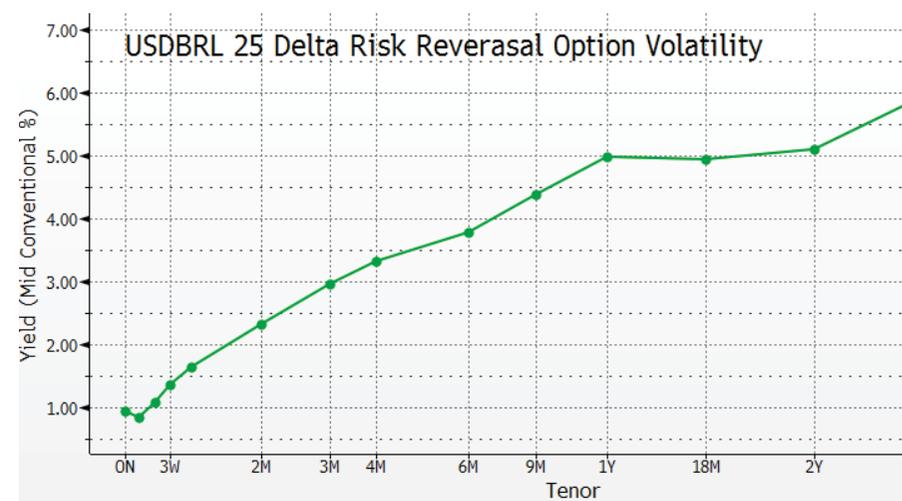
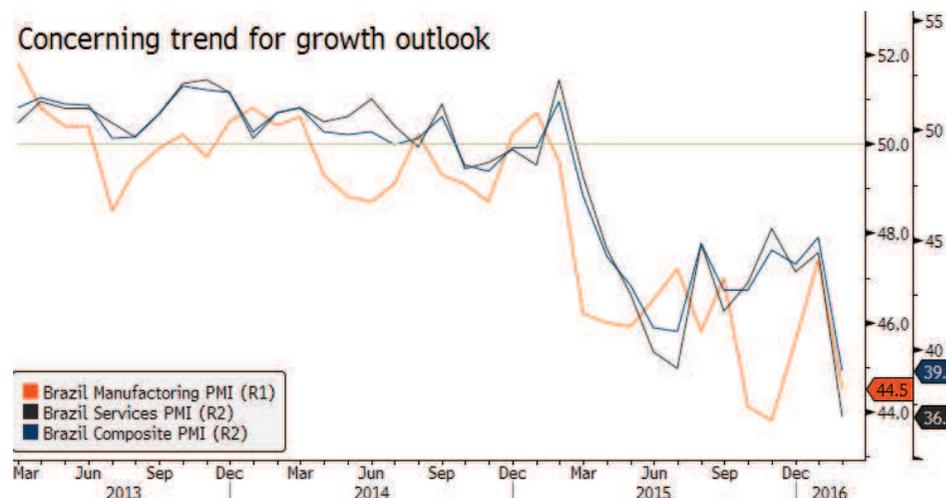


## Économie

## Récession accentuée mais baisse des taux non imminente

Comme l'on s'y attendait, la banque centrale du Brésil a voté le maintien du taux Selic à 14,25%. Pourtant, deux membres du Copom (Tony Volpon et Sidnei Marques) se sont à nouveau prononcés en faveur d'un relèvement des taux de 50 pbs. Les marchés prévoient que les membres les plus "hawkish" votent le maintien du taux Selic en entamant le processus vers une baisse des taux. Le communiqué qui a suivi la réunion n'a fourni qu'une vision limitée de l'analyse des membres du conseil. La déclaration a répété que la décision se basait sur l'évaluation de l'équilibre des risques entre l'inflation, la détérioration des conditions externes, l'érosion restreinte de l'économie interne et les incertitudes générales entourant l'environnement macroéconomique. Si les raisons spécifiques de la persistance de votes favorables à un resserrement n'ont pas été précisées lors de ce meeting (comme dans les minutes du meeting précédent), elles tiennent probablement à l'inflation sous-jacente plus élevée que prévue dans l'IPCA-15 de février (a/a 10,71% contre 10,52% attendus et 10,67% pour le chiffre précédent) combinée à des perspectives d'inflation croissante. Le conseil reste prudent, en attendant probablement un ralentissement régulier de l'inflation avant d'envisager tout assouplissement politique.

A notre avis, les différences de vote n'inciteront pas le marché à anticiper des hausses de taux à court terme mais tendront davantage à écarter un assouplissement politique. Le démarrage d'un assouplissement de politique monétaire par le Copom en août, semble peu probable au vu de l'élan soutenu d'inflation. Toutefois, une détérioration plus accentuée des chiffres à venir due à une décélération des échanges macroéconomiques et au niveau national, une morosité accentuée du marché du travail qui réduirait le risque d'une hausse surprise de l'inflation et accélérerait le rythme des attentes d'inflation à la baisse, pourraient modifier notre vision sur le timing de la première baisse de taux de la BCB. Au cours des semaines passées, les indices du PMI composite et des services ont tous les deux chuté et renforcé le pessimisme croissant sur les perspectives de croissance. La hausse surprenante de la production industrielle en janvier (0-4% m/m contre -0,4% attendu) doit être perçue comme exceptionnelle. Les minutes du meeting publiées le 10 mars permettront de donner une idée de la ligne directrice du prochain geste de la BCB.



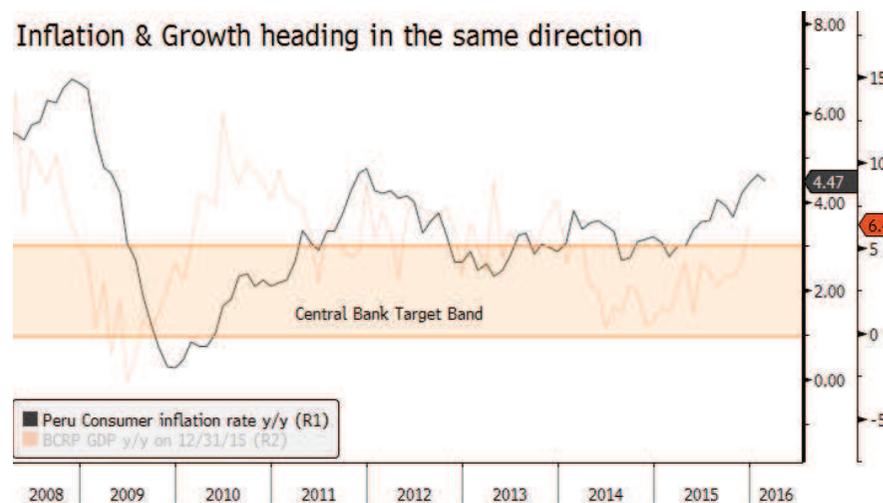
## Économie

## Le Pérou devrait profiter de la hausse des prix du cuivre

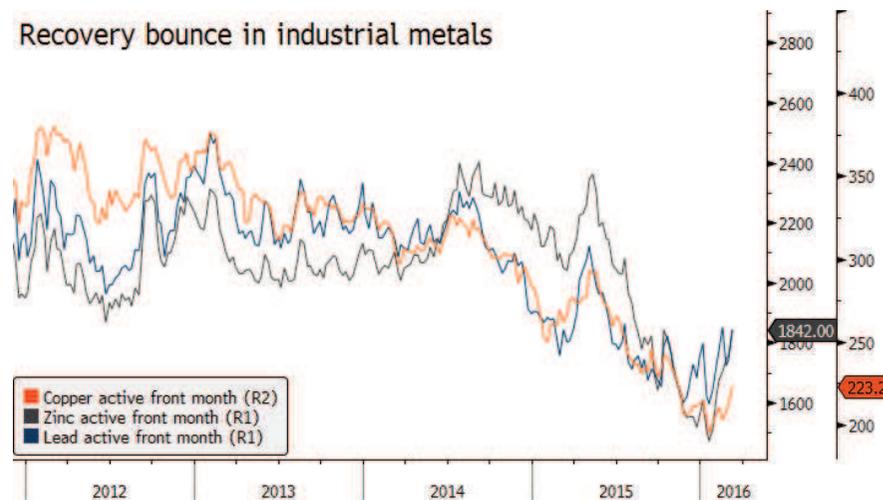
L'évolution favorable constante du prix des matières premières industrielles souligne les opportunités du Forex qu'une reprise soutenue des prix pourrait révéler. Le Pérou, qui enregistre le taux de croissance du PIB du marché LATAM le plus élevé en 2015 à 3,26%, devrait voir de nouvelles améliorations économiques dépassant les attentes du marché. Les lourds investissements effectués dans la production de cuivre ont accru les rendements puisque la production a augmenté de 68% m/m en décembre. L'évolution arrive à point nommé car les prix du cuivre ont enregistré une reprise de 15% à 224\$. La hausse des prix du plomb, du zinc et du fer a suscité une réelle expansion économique. Nos prévisions d'accélération de la croissance du PIB à 3,7% pour 2016, un rebond des prix de l'énergie et une dépréciation du sol suggèrent que l'inflation restera supérieure au niveau seuil de la Banque Centrale de Réserve du Pérou (BCRP).

Malgré une pause en janvier, l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) a progressé en février en augmentant de 0,52% m/m. Le chiffre annuel s'inscrit donc à 3,79%, soit le rythme le plus rapide depuis juillet 2009, bien au-dessus de la fourchette ciblée par la BCRP de 1% à 3%. Alors que l'inflation reste en permanence au-delà de l'objectif, la banque maintiendra sa position "hawkish" en poursuivant le cycle de hausse des taux lancé en septembre 2015. Après trois relèvements de taux de 25 pbs qui ont amené le taux directeur de la BCRP à 4%, nous attendons maintenant de nouvelles hausses de 50 pbs à 4,50% d'ici la fin 2016. Avec une inflation toujours problématique pour la BCRP et des perspectives de croissance tirant les prix du côté de la demande, le sol sous-évalué devrait encore renverser sa dépréciation de 15% de 2015 face à l'USD. Sur le front politique, les élections présidentielles d'avril ne devraient pas avoir un impact majeur sur l'économie car le gouvernement préservera les mesures incitatives et veillera à resserrer progressivement le déficit. Grâce à la stabilité de sa politique gouvernementale et à une position de réserves de change solide, le Pérou conserve la crédibilité et la souveraineté propres à attirer les investisseurs mondiaux.

Inflation & Growth heading in the same direction



Recovery bounce in industrial metals

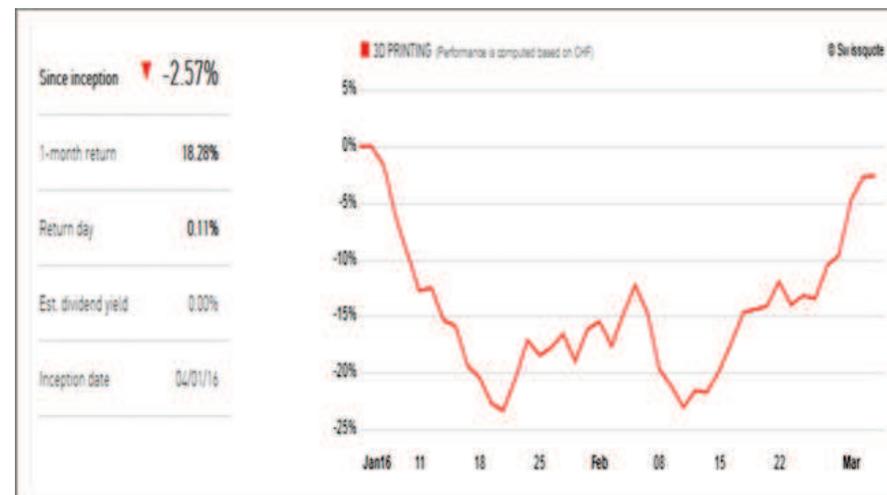
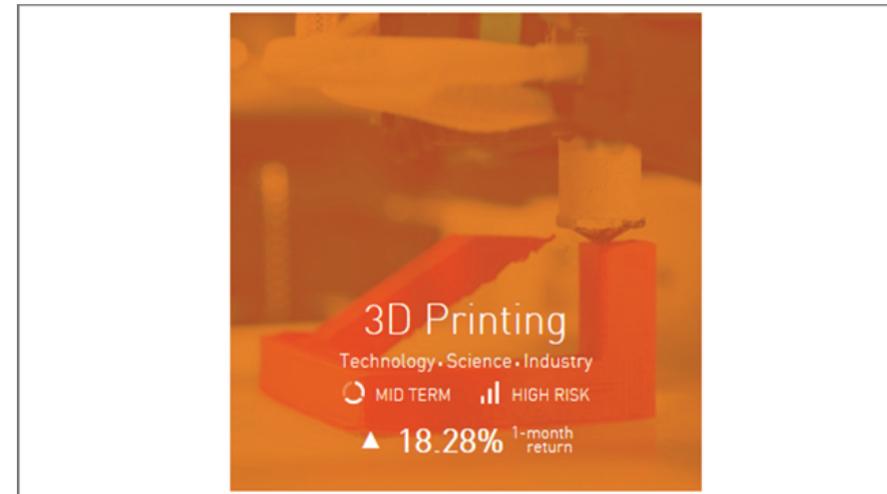


**Themes Trading**
**Impression 3D**

Peu d'inventions au cours des 5 dernières années ont capté l'imagination populaire comme l'impression 3D (ou fabrication additive), inventée en 1986 par Charles Hull. Il s'agit d'un processus de fabrication d'un objet à 3 dimensions à partir d'un modèle numérique. Celui-ci consiste à empiler des couches successives de matériaux. Il existe de nombreuses techniques d'impression et de nombreuses substances peuvent être utilisées comme additives. Les imprimantes 3D sont passées rapidement du segment des loisirs à l'usage commercial. Peter Sander, président des technologies émergentes et des concepts chez Airbus, a déclaré que la société se tenait aujourd'hui prête à "un niveau de maturité de 6 sur l'échelle TRL pour l'industrialisation ALM (Additive Layer Manufacturing)". Les applications n'ont de limites que l'imagination. La technologie a déjà trouvé des utilisations dans les secteurs de la médecine, de l'aérospatiale et de l'automobile et les revenus de l'industrie mondiale de l'impression 3D devraient permettre d'augmenter le revenu mondial de 3,07 milliards de dollars USD en 2013 à 21 milliards de dollars USD en 2020. Malgré les limites actuelles en termes de taille des marchés, de transparence et de volatilité, les investisseurs perçoivent encore du potentiel dans cette technologie révolutionnaire.

Pour élaborer ce thème et afin d'accéder aux noms les plus novateurs sur le marché, nous avons étudié des sociétés dont la majeure partie des revenus est générée par l'impression 3D, sans minimum de capitalisation boursière et qui présentent des volumes de transactions quotidiens permettant d'assurer leur liquidité.

Analyse & Portefeuille - 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.