

RAPPORT HEBDOMADAIRE

14 - 20 mars 2016

RAPPORT HEBDOMADAIRE - Survol

p3	Économie	Remontée du MXN après des chiffres en demi-teinte - Peter Rosenstreich
p4	Économie	Situation délicate pour la BNS - Arnaud Masset
p5	Économie	Mario Draghi sort (encore) son bazooka - Yann Quelenn
p6	Économie	Déflation sans fin au Japon - Yann Quelenn
p7	Marchés FX	Positionnement non-commercial de l'IMM - Arnaud Masset
p8	Themes Trading	Reprise au Brésil
	Disclaimer	

Économie

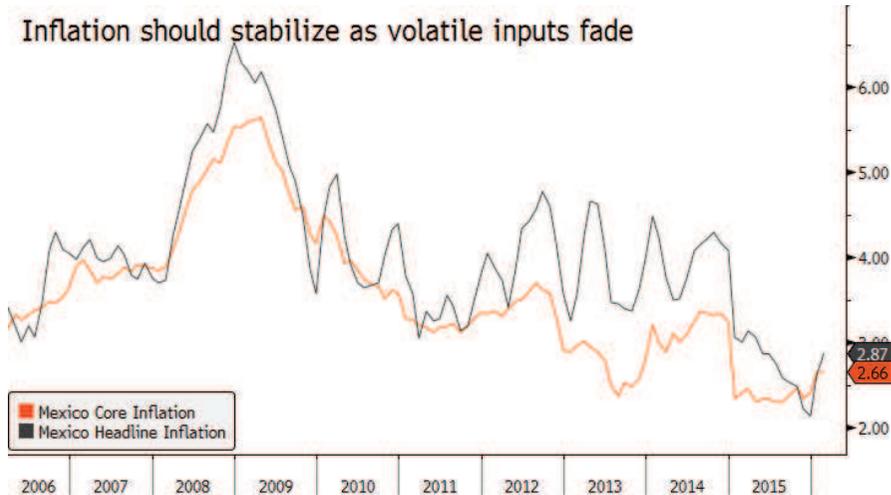
Remontée du MXN après des chiffres en demi-teinte

Les traders du marché Latam continuent de scruter les chiffres économiques du Mexique car, cette semaine, ces derniers indiquent un pays en décélération. La production d'automobiles a été décevante en ce début d'année, en enregistrant une chute de 4,1% a/a et un repli des exportations de 1,2% a/a. Par ailleurs, la confiance des consommateurs a glissé de 95.5 à 88.7 en février, ce qui annonce une baisse de la consommation dans les mois à venir.

La progression des prix à la consommation de 0,44% m/m a été plus lente que prévu. En termes annuels, le chiffre de l'inflation globale a continué à augmenter de 2,61% à 2,87%, il est très proche de l'objectif médian de la banque centrale, Banxico. L'instabilité des prix des fruits & légumes a constitué le principal catalyseur d'inflation sur le mois, en progressant de 2,8% m/m. La semaine dernière, le Rapport trimestriel sur l'Inflation de Banxico (QIR) pour le 4e trimestre 2015, a montré que l'inflation augmenterait temporairement au-delà de 3% en raison de facteurs saisonniers. Toutefois, les perspectives d'inflation globale restent stables et associées à des risques baissiers.

La production industrielle a surpris à la hausse en progressant de 1,2% m/m en raison d'une évolution solide du secteur de la construction. Toutefois, nous considérons celle-ci comme transitoire car l'investissement public va probablement régresser. Comme prévu, la production industrielle a été limitée mais elle se maintient encore à un bon niveau en raison du marché national. Dans le QIR, les prévisions de croissance du PIB ont été abaissées de 50 pbs à la fois pour 2016 et 2017 avec des chiffres respectifs à 2-3% a/a et 2,5%-3,5%. Le comité a admis un risque baissier sur la croissance en raison de la persistance des prix bas du pétrole, d'un affaiblissement de la croissance aux États-Unis et des incertitudes qui touchent les marchés financiers au niveau mondial. Les prévisions de croissance nous paraissent optimistes car le retard pris par la reprise industrielle américaine, le ralentissement de la production pétrolière nationale et la faiblesse prolongée de la demande en Chine vont entraver toute expansion. Un MXN faible devrait apporter un répit aux exportations mais le QIR incluait une analyse indiquant la faible sensibilité des exportations manufacturières à la dépréciation du taux de change à court terme.

Nous tablons sur une amélioration continue du MXN face à l'USD à court terme car les spreads des taux américains ne devraient pas se compresser davantage. Nous restons toutefois prudents car l'appétence au risque mondiale et les prix des matières premières auront un impact plus large sur le peso que sur les spreads de rendements. Banxico restera offensive pour combattre davantage la dépréciation du MXN (suite au relèvement des taux préemptifs récents qui visaient les risques fiscaux plutôt que l'inflation) par le biais de nouvelles hausses de taux. Nous n'anticipons aucun changement lors de la réunion du 18 mars de Banxico mais le résultat dépend de la tournure que prendra le FOMC le 16 mars. Avec le doigt de Banxico posé sur le "gâchette" et la stabilité des marchés mondiaux, les traders sur devises à la recherche de rendements élevés devraient vendre pendant la reprise actuelle de l'USD/MXN pour un test à court terme des 17.50.



Économie

Situation délicate pour la BNS

A l'approche de la réunion de la BCE, le marché s'inquiète de plus en plus des possibles effets d'un assouplissement massif par la banque centrale européenne sur l'EUR/CHF. Les dépôts à vue de la Banque nationale suisse ont significativement augmenté sur les dernières semaines et suggèrent que la banque est intervenue sur le marché Forex pour affaiblir le franc suisse. Les dépôts à vue nationaux ont progressé d'environ 10 milliards CHF depuis le début de l'année à 415 milliards de CHF au début du mois de mars alors que l'EUR/CHF a testé le 1.12 avant de chuter fortement à 1.0815.

Jeudi, après une longue attente, le président de la BCE a annoncé la mise en place d'un nouvel ensemble de mesures destinées à donner de l'élan à la croissance et à l'inflation dans la zone euro. La BCE a réduit ses 3 principaux taux d'intérêt et abaissé le principal taux de refinancement de 0,5% à 0%. Elle a également réduit le taux de dépôt de 10 pbs à -0,40% et réduit le taux de la facilité de prêt marginal de 5 pbs à 0,25%. La banque centrale européenne a accru le montant mensuel du programme de QE de 20 milliards d'euros à 80 milliards d'euros, élargi le programme d'assouplissement quantitatif à des obligations d'entreprises de haute qualité et annoncé une nouvelle série d'opérations ciblées de refinancement à long terme (TLTRO). Mais tel un enfant trop gâté, si dans un premier temps, le marché s'est réjoui du cadeau de la BCE, il a rapidement fait la moue. Il est vrai que les investisseurs se demandent si ces mesures incitatives supplémentaires seront suffisantes pour relancer la croissance et raviver l'inflation.

Que cela implique-t-il pour la BNS ? A court terme, la déception du marché a ôté un poids des épaules de la BNS car les investisseurs s'inquiètent toujours de l'effet réel des nouvelles mesures. Mais à moyen ou long terme, c'est une autre histoire en raison de la pression sur les taux européens qui pèserait mécaniquement sur la monnaie unique.

La BCE a donc mis la BNS dans une position délicate, le franc CHF ayant une forte sensibilité aux taux de change européens et la BNS ne disposant que d'outils limités pour défendre le CHF.

Si de nouvelles pressions haussières s'exercent sur le CHF, la BNS se tient prête à recourir à l'intervention verbale, à l'intervention directe sur le Forex et aux taux négatifs (durcissement des exemptions de taux d'intérêt négatifs), voire même au contrôle de capitaux pour protéger le CHF. Ces outils politiques pourraient être utilisés à tout moment pour défendre la devise d'une nouvelle appréciation (en particulier face à l'EUR). Comme nous l'avons évoqué précédemment, la BNS se montrerait davantage réactive que proactive dans sa réponse politique, contrôlant de près l'adaptation du marché à ce nouvel environnement.

Si l'EUR/CHF devait creuser sous 1.07, il est peu probable que la BNS réagisse la première en réduisant à nouveau les taux d'intérêt en territoire négatif. Au lieu de cela, nous attendons un durcissement de des exemptions, qui reste l'outil le moins coûteux à utiliser, car cela limiterait l'impact du taux d'intérêt négatif sur les comptes épargne. Comme d'habitude, la BNS utilisera certainement la menace d'une intervention sur le Forex, tout en y intervenant que modérément. Le bilan dangereusement élargi de la BNS limitera toute intervention directe sur le marché, lourde et donc plus efficace.

Économie

Mario Draghi sort (encore) son bazooka

Il est certain que la crise actuelle européenne s'avère plus sévère que prévue. Le taux de chômage global augmente dans de nombreux pays et les montants des dettes, pour la plupart d'entre eux, ne semblent pas soutenables à long terme. Jusqu'à présent, l'Allemagne, leader européen, semblait être la seule bénéficiaire de l'Union européenne. De fait, elle a été le seul pays capable de réduire sa dette et d'afficher une hausse de sa compétitivité. L'Europe d'aujourd'hui semblait taillée pour elle.

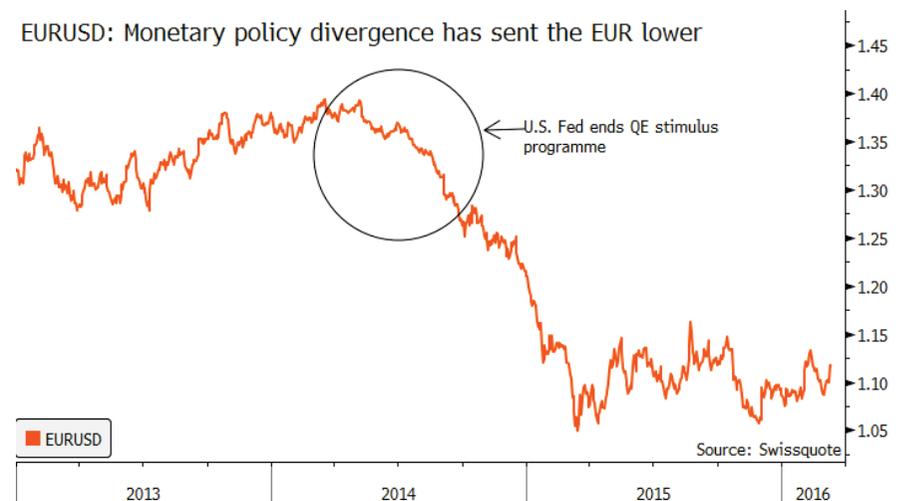
Derrière cette image, les chiffres allemands publiés récemment ne font plus exception. Les commandes des usines ont chuté pour le deuxième mois consécutif en janvier, en s'inscrivant à -0,1% m/m. Toutefois, les statistiques de décembre ont été révisées à la hausse à -0,2% m/m. Il semblerait même, et c'est inquiétant, que l'Allemagne n'est pas satisfaite des politiques monétaires européennes menées actuellement.

La Banque centrale européenne envoie assurément un mauvais signal en utilisant les mêmes politiques monétaires que celles appliquées par les États-Unis et le Japon sur les dernières décennies et ce, sans obtenir de résultats satisfaisants. Lors du dernier meeting de la BCE, le 10 mars, le consensus était très clair et l'organisme n'a pas déçu les marchés financiers en dopant le rythme du QE de 20 milliards d'euros à 80 milliards d'euros. Le taux de dépôt a été abaissé de -0,3% à -0,4% tandis que le taux de refinancement a été rabattu à 0%.

Il est important de rappeler que la pression à la baisse sur l'EUR/USD s'estompe alors que les marchés commencent à questionner la vraie nature de la divergence de politique monétaire. La Fed se débat pour relever les taux et pour la première fois, des discussions ont eu lieu autour des taux d'intérêt négatifs. Toutefois, nous le savons, il ne s'agit pas d'une option car la compétitivité de l'Euro prendrait un sacré coup si les marchés excluaient encore une hausse de taux cette année.

Les prévisions d'inflation européennes ont été réduites de 1% à 0,1% pour 2016, ce qui est loin de l'objectif d'inflation de la BCE fixé à 2%, tandis que les projections de croissance ont été réduites de 1,7% à 1,4% en raison des incertitudes persistantes mondiales et de la faiblesse de la demande mondiale. Mario Draghi a sorti son bazooka. Il offre même davantage que les attentes du marché. Mais nous craignons que cela ne s'avère insuffisant à court terme. Après des années de QE, l'inflation aux États-Unis et au Japon a calé à environ 0. Qu'attendre alors de la BCE ? Certainement pas plus que les résultats observés à l'étranger.

EURUSD: Monetary policy divergence has sent the EUR lower



Économie

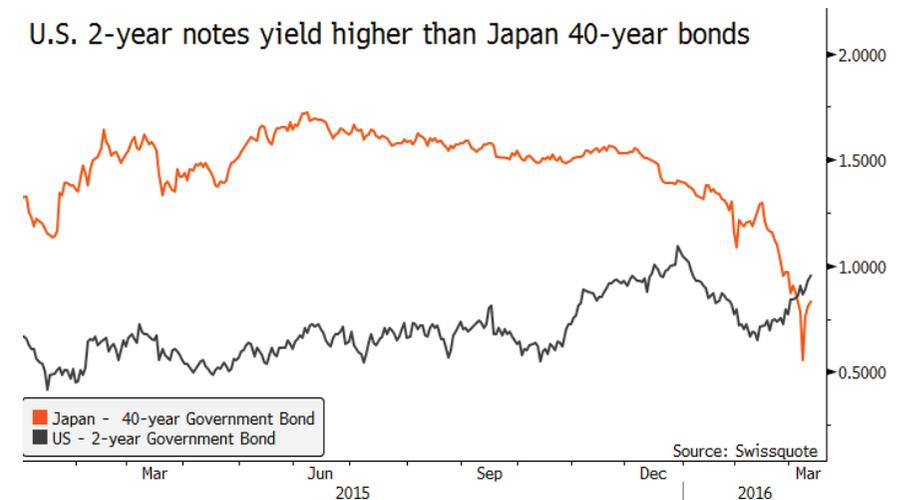
Déflation sans fin au Japon

La guerre contre la déflation se poursuit au Japon et elle est loin d'être achevée. Malgré des efforts massifs sur les 10 dernières années, la publication de l'indice des prix à la production de février a montré un repli de 3,4% a/a. Il s'agit du 11e mois consécutif de baisse. Un assouplissement accentué n'a pas fourni l'impulsion nécessaire pour tirer le pays hors de la déflation et les chances d'observer de futurs résultats sont minces. Les politiques monétaires appliquées sur la dernière décennie n'ont fait que propulser la dette à des niveaux stratosphériques. Pour l'instant, la dette publique se situe aux alentours de 9,1 billions de dollars USD.

Les Abenomics actuels sont tout sauf une réussite. Le premier ministre japonais Shinzo Abe n'a pas réussi à relancer l'économie. La stimulation des dépenses des consommateurs a constitué l'objectif principal puisqu'elles représentent 60% de l'économie japonaise. Les chiffres récents ont montré des ventes de détail encore moroses avec des dépenses qui se contractées de 1,1% m/m en janvier. Par ailleurs, la mesure fiscale des Abenomics a eu un impact plus large que prévu en 2014 lorsque la taxe sur les ventes a augmenté de 5% à 8%. Selon nous, le gouvernement japonais rechigne à relever à nouveau la taxe à 10% car cela empêcherait certainement l'inflation d'atteindre l'objectif d'inflation de 2%.

Le problème majeur est que l'engagement de la banque centrale du Japon est déjà total. Le monde est témoin que la dette du Japon devient insoutenable si l'inflation ne remonte pas. Le gouverneur Kuroda termine son mandat en mars 2018 et il est peu probable que le cercle vicieux cesse d'ici là. Pour l'instant, le yen ne s'apprécie que sur la base de son statut de valeur refuge ce qui est paradoxal, puisqu'il s'agit de la devise de l'un des pays les plus endettés au monde.

U.S. 2-year notes yield higher than Japan 40-year bonds



Marchés FX

Positionnement non-commercial de l'IMM

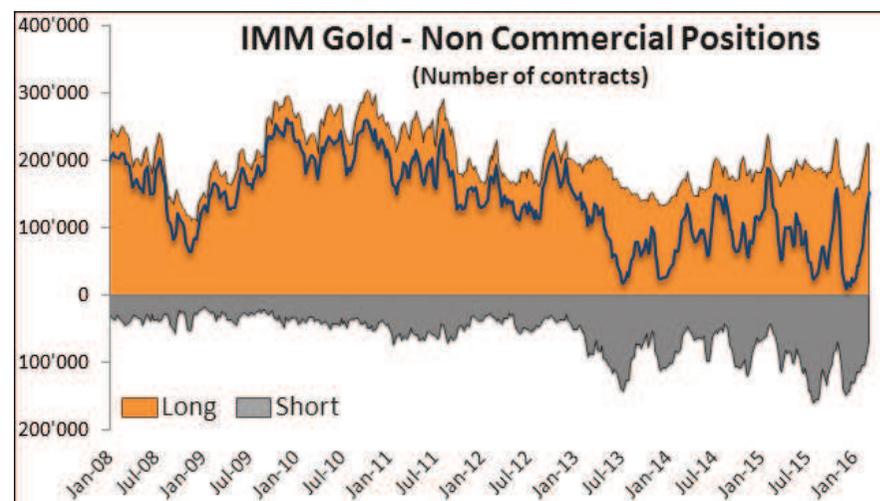
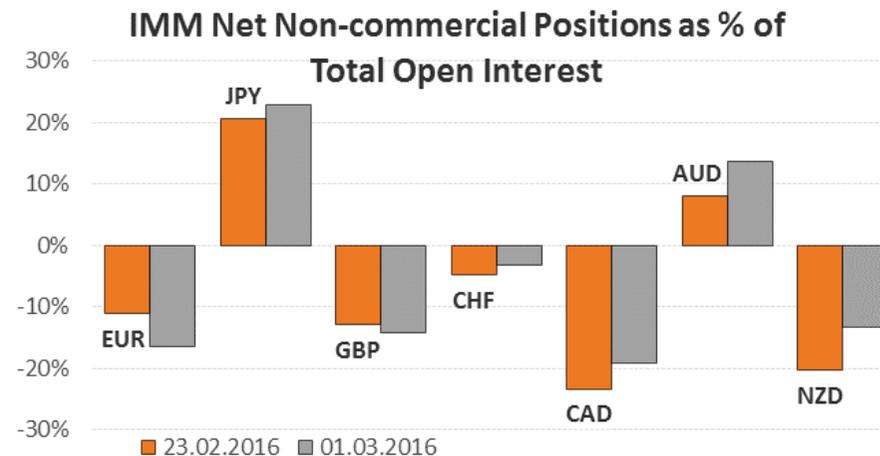
Le positionnement non-commercial du Marché Monétaire International (IMM) est utilisé pour observer les flux de fonds d'une devise à l'autre. Il est généralement considéré comme un indicateur contrariant quand un positionnement extrême est atteint.

Les données de l'IMM couvrent les positions des investisseurs pour la semaine clôturée le 1er mars 2016.

Les traders ayant ajusté leur portefeuille en prévision de la dernière réunion de la BCE qui a eu lieu jeudi dernier, les positions courtes nettes de l'EUR ont fortement augmenté. Les positions courtes ont progressé à 16% du total des positions ouvertes, elles étaient de 11% une semaine auparavant. Nous pensons que les spéculateurs vont réduire leurs positions courtes sur l'EUR car ils anticipent la décision de la banque centrale.

Les positions longues nettes sur l'or ont continué à progresser. L'environnement hautement incertain, qui détériore la confiance dans la capacité des banques centrales à stimuler l'inflation, la faiblesse de la demande mondiale et le ralentissement de l'économie chinoise, ont donné un autre élan au métal jaune. Les positions longues sur l'or ont encore gagné 5%.

La position longue nette du yen s'est également confirmée avec des spéculateurs se sont rués sur la devise refuge. Etant donné le niveau extrême des positions longues, le chiffre devrait baisser au cours de la semaine à venir.



Themes Trading

Reprise au Brésil

Depuis septembre 2014, le Brésil est au cœur d'une tempête économique et politique. La devise locale, le réal brésilien, a perdu plus de 50% de sa valeur face au dollar USD, chutant à un plus bas historique en septembre 2015 alors que les investisseurs fuyaient les actifs risqués pour des investissements "refuges", afin d'échapper aux turbulences politiques du pays. Par ailleurs, l'anticipation du cycle de resserrement de la Réserve fédérale a renvoyé les capitaux vers les investisseurs mondiaux. Pour la première fois depuis 2009, l'indice d'actions référence local, le Bovespa, a évolué sous les 44.000 points, tandis que les rendements sur les obligations du Brésil se sont envolées alors que les prix ont dégringolé. Pour couronner le tout, le Brésil a perdu sa notation "investment grade" au début du mois de septembre 2015, S&P révisant sa catégorie à la baisse de -BBB à BB+ avec des perspectives négatives (suivi par Moody's en février dernier), et alors que le gouvernement se débat pour stabiliser le déficit fiscal.

Face à une crise politique majeure, le réal brésilien se retrouve sous pression constante, le marché est au plus bas et nous pensons qu'il est temps de rechercher les opportunités d'investissement. Par ailleurs, au niveau macroéconomique, avec des prévisions croissantes de désinflation et une croissance qui décélère, les principales banques centrales, dont la Réserve fédérale, choisiront probablement de retarder le relèvement des taux jusqu'à 2017. Cela annoncerait une période de prise de risques et de recherche de rendements sur les marchés émergents. De nombreux titres brésiliens émis par des sociétés de grande qualité sont maintenant disponibles à des valorisations très attractives.

Analyse & Portefeuille - Swissquote Bank Strategy Desk



Since inception ▲ 13.59%

1-month return 34.94%

Return day -1.23%

Est. dividend yield 1.34%

Inception date 02/10/15



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.