

# RAPPORT HEBDOMADAIRE

15 - 21 décembre 2014

**RAPPORT HEBDOMADAIRE - Survol**

p3	<b>Economie</b>	Zone euro : les grecs se réveillent - Peter Rosenstreich
p4	<b>Marchés FX</b>	La BNS sur ses gardes - Ipek Ozkardeskaya
p5	<b>Economie</b>	Fin des swaps BRL sans conséquence - Ipek Ozkardeskaya
p6	<b>Matières premières</b>	Dégringolade du pétrole - Peter Rosenstreich/Luc Luyet
p7	<b>Marchés FX</b>	La Fed doit modifier sa communication - Luc Luyet
p8	<b>Marchés FX</b>	La banque centrale soutient une NOK affaiblie - Luc Luyet
p9	<b>Marchés FX</b>	Pause sur l'EUR, vente sur l'AUD et le CHF - Luc Luyet
p10	<b>Disclaimer</b>	

## Economie

## Zone euro : les grecs se réveillent

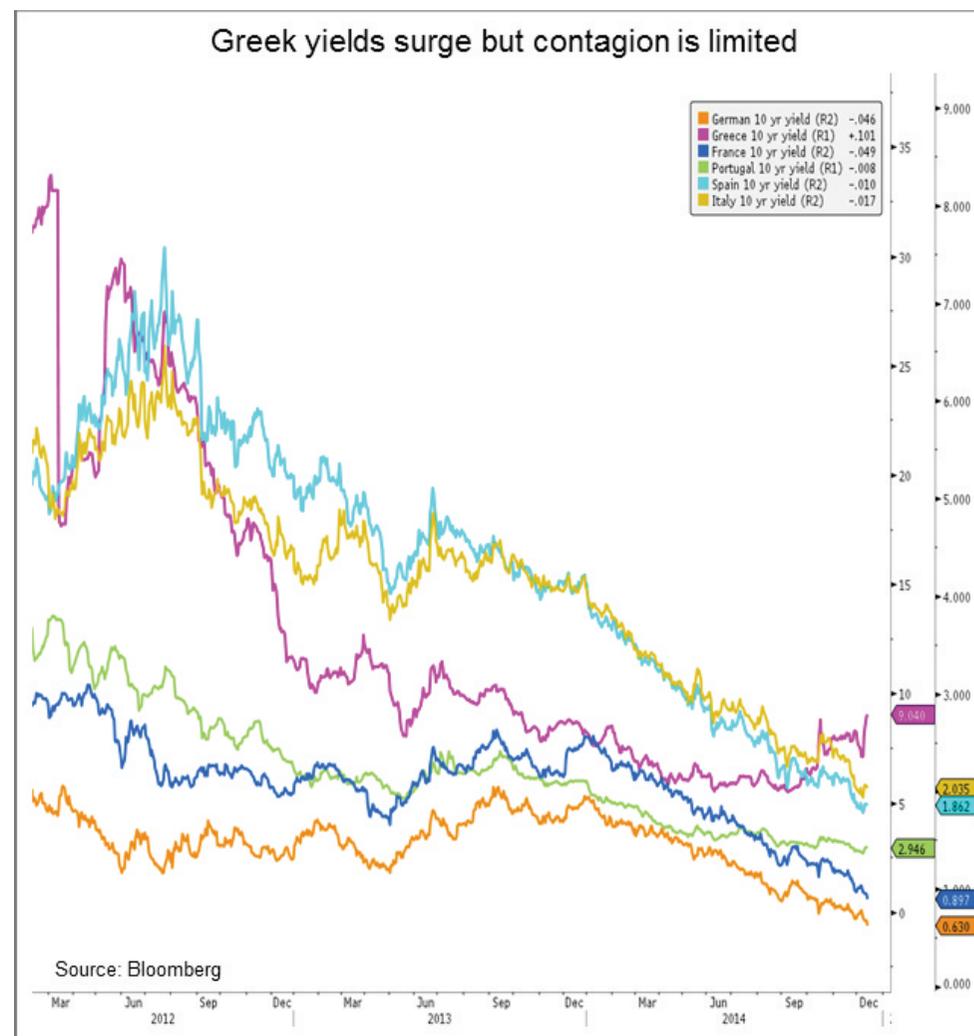
### Le retour du "Grexit" dans le dialecte des traders

Les investisseurs en quête d'explications sur les "ventes massives" s'effectuant actuellement sur les marchés actions n'ont qu'à se tourner vers notre outsider favori : la Grèce. Le fait de "donner des coups de pieds dans une petite boîte en fer", en d'autres termes, adopter une attitude attentiste revenait, il y a 5 ans, à évoquer l'attitude de l'Europe face à la crise de sa dette. Il semble que nous nous retrouvions une nouvelle fois face à ladite petite boîte. Pour être honnête, mis à part les décideurs politiques européens, le monde entier a compris que l'absence de réformes structurelles combinée aux €240 milliards de prêts accordés en urgence revenait à se diriger droit vers le précipice. Le chaos politique a refait surface lundi lorsqu'Antonis Samaras, le premier ministre grec, a annoncé qu'il organiserait un vote anticipé au Parlement le 17 décembre. Si l'idée est de montrer la confiance accordée au gouvernement de M. Samaras, il reste que les enjeux sont énormes. Sur les 300 sièges parlementaires, seuls 155 représentent la coalition de M. Samaras. Il est donc probable que le président de cérémonie, Stavros Dimas manque la supra-majorité de 200 votes (également lors du 2e tour prévu le 23 décembre). Si M. Samaras devait perdre, une élection nationale immédiate serait organisée qui verrait peut-être l'arrivée au pouvoir du parti de l'opposition radicale de gauche, Syriza.

### Restez court sur l'EUR/USD

Malgré quelques améliorations économiques, la troïka maintient le pays à flot et le parti Syriza a menacé de rejeter le renflouement. De nouveau, les marchés se montrent clairement circonspects. Les rendements obligataires périphériques de la Grèce et de la zone euro ont augmenté et les marchés actions régionaux ont enregistré une dégringolade. Comme c'était le cas lors de précédents événements politiques dans le pays, les traders se retrouvent simple spectateurs, sans pouvoir fournir d'analyses convaincantes face à une telle situation dynamique et localisée.

Greek yields surge but contagion is limited



## Marchés FX

## La BNS sur ses gardes

### Déflation : une solide raison pour soutenir le plancher EUR/CHF

Lors de la réunion de politique monétaire du 11 décembre, la BNS a maintenu son objectif de fourchette Libor à 3 mois inchangé, à 0.00-0.25% et a réaffirmé son engagement à défendre le plancher de l'EUR/CHF à 1.20. La communication de la banque révèle des inquiétudes concernant le risque de déflation d'ici l'année prochaine. Le gouverneur Jordan a déclaré que "le cours réellement plus bas du pétrole poussera l'inflation sur un territoire négatif au cours des 4 prochains trimestres". De plus, la menace déflationniste croissante de la zone euro constitue une inquiétude majeure pour les dynamiques de prix suisses. L'effet d'entraînement pèserait davantage sur l'économie du pays qui se bat d'ores et déjà avec la déflation malgré une politique de taux d'intérêt à 0%. En conséquence, la rhétorique de la BNS constitue aujourd'hui un solide argument et un renforcement de l'engagement de l'établissement dans la défense du plancher de l'EUR/CHF à 1.20.

La chute brutale de l'EUR/CHF en-deçà de 1.2015 est un réflexe à une action non pro-active sur les taux d'intérêt. Les traders restent en alerte face à l'expansion monétaire agressive de la BCE qui représente encore un important défi pour le plancher à 1.20. Si celui-ci devait être menacé, la BNS pourrait introduire des taux d'intérêt négatifs sur les comptes de virement. Toutefois, la banque devrait plutôt réagir aux actions menées par la BCE qu'être pro-active. Nul besoin de sortir la grande artillerie, sachant que la marge de manœuvre de la BNS est très étroite et que la BCE est sur le point de mettre en place un QE de large ampleur au cours du prochain trimestre.

A ce stade, la BCE occupe naturellement la place du leader et du principal décisionnaire, la BNS ne faisant que suivre le rythme. Rien de surprenant dans cet équilibre du pouvoir au vu de l'importance de l'économie de la zone euro par rapport à la Suisse. Le 11 décembre, la BCE a accordé un prêt de 129.84 milliards d'euros via la 2e tranche de TLTRO (contre 170 milliards prévus). Le total accordé des deux tranches s'élève à un montant raisonnable de 212.44 milliards d'euros contre 400 milliards ciblés par la BCE lors du lancement du programme. La faiblesse du prêt accroît les probabilités d'une nouvelle action de la BCE.



**Economie****Fin sans conséquence des swaps BRL****Le Brésil devra-t-il mettre un terme au programme de swap ?**

Dans son discours du 9 décembre, M. Tombini, président de la Banque centrale brésilienne, a déclaré que l'intervention de la banque via le programme de swap a atteint son objectif et signalé que ledit programme pouvait faire une pause jusqu'à nouvel ordre. Le but des opérations de swap n'est certainement pas d'endiguer la dépréciation du réal, mais de tempérer la volatilité négative de la devise afin de garantir a minima le contrôle de l'inflation et le déficit des comptes courants du pays. "Depuis son lancement en août 2013, le programme de swap de devises a amorti les fluctuations du risque de change en fournissant une protection aux agents économiques" a précisé M. Tombini. En effet, le réel danger des volatilités fortes du FX est le manque de visibilité sur l'économie réelle via les exportations, les importations, les flux entrants et sortants de capitaux et l'inflation. Les fluctuations récentes sur les marchés émergents avaient rendu nécessaire un programme de swap de la BCB. Cela n'a pas empêché le pays d'entrer en récession au premier trimestre avec une inflation dépassant l'objectif de la BCB fixé à 4.5% +/- 2%, ni d'améliorer le déficit des comptes courants situé à -3.81% du PIB, le plus important depuis le 1er trimestre 2002. A l'inverse, le Brésil a peut-être évité de nouveaux dommages économiques, en particulier au cours de la période de volatilité supérieure à 25%, avant les élections présidentielles d'octobre.

Les tensions politiques s'étant maintenant relâchées et malgré le mécontentement des marchés de voir Dilma Rousseff occuper le fauteuil présidentiel pour quatre autres années, le nouveau ministre des finances, Joaquim Levy cible une croissance supérieure grâce à une politique fiscale plus stricte, un défi de taille. La BCB doit également conserver une posture financière solide en vue d'assurer, le cas échéant, le soutien monétaire nécessaire aux marchés. Selon M. Tombini, une politique fiscale renforcée "devrait faciliter la convergence de l'inflation vers l'objectif de 4.5%". Mais il s'agira avant tout de convaincre les investisseurs que la consolidation fiscale aboutira à la croissance. Dure tâche en perspective !

**La dépréciation du BRL n'est pas le problème, la volatilité, si.**

Si l'on tient compte des très bons chiffres de l'économie américaine qui conduisent les marchés à espérer un abandon prochain de la notion de "temps considérable" et une annonce de planning plus précis pour la normalisation des taux, nous percevons une direction unique pour l'USD/BRL. Le BRL fait partie des "Cinq Fragiles", devises les plus sensibles aux rendements américains (avec la TRY, le ZAR, l'INR et l'IDR) et restera sujet aux pressions à la vente liées à la Fed. Aller à l'encontre de cette prédisposition s'avérerait coûteux et inefficace pour la BCB qui doit utiliser intelligemment ses ressources. Dans cette mesure et même si la BCB renouvelle ses ventes de swap, le BRL devrait encore s'affaiblir. Néanmoins, une intervention correctement définie de la banque serait la bienvenue afin de tempérer la volatilité, principal obstacle aux mesures macro-économiques brésiliennes. De même, il est intéressant de noter que la BCB sera inévitablement amenée à remonter son Selic face au resserrement de la politique de la Fed. Nous tablons sur une marge de 12.50% dans un premier temps, plus haut niveau de 2011. Une nouvelle hausse dépendra du degré de pression des dynamiques internes et externes sur l'économie à l'aube 2015 avec une nouvelle équipe aux manettes en butte aux défis internationaux.

**Les techniques à court terme de l'USD/BRL pointent vers une tendance à la hausse**

L'USD/BRL a dépassé les 2.6500 suite aux paris sur la dépréciation du Real sans le soutien de la banque centrale. Le MACD (12, 26) a mis le pied en zone verte suggérant une extension de la tendance haussière large depuis le début septembre. Nous surveillons une fourchette 2.50/2.75 pour la fin de l'année confirmant le canal haussier. Les offres sur option s'orientent à la hausse au-delà des 2.50/2.52 à l'approche du 30 décembre.

## Matières premières

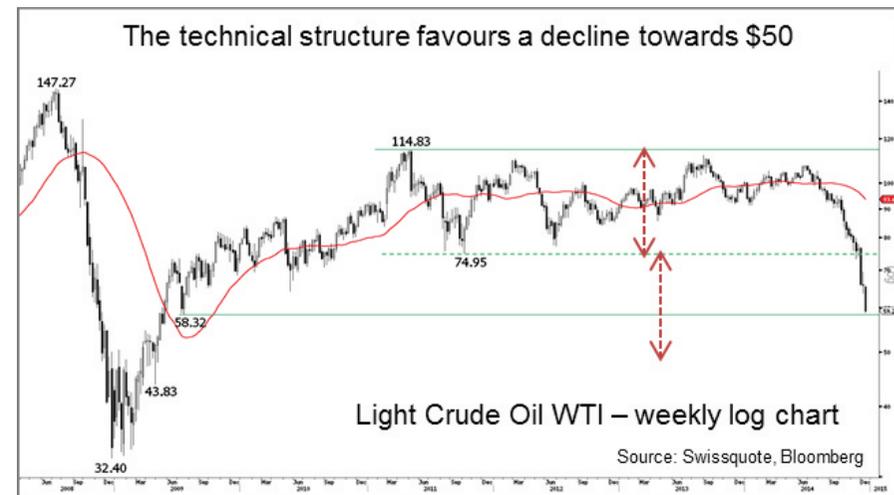
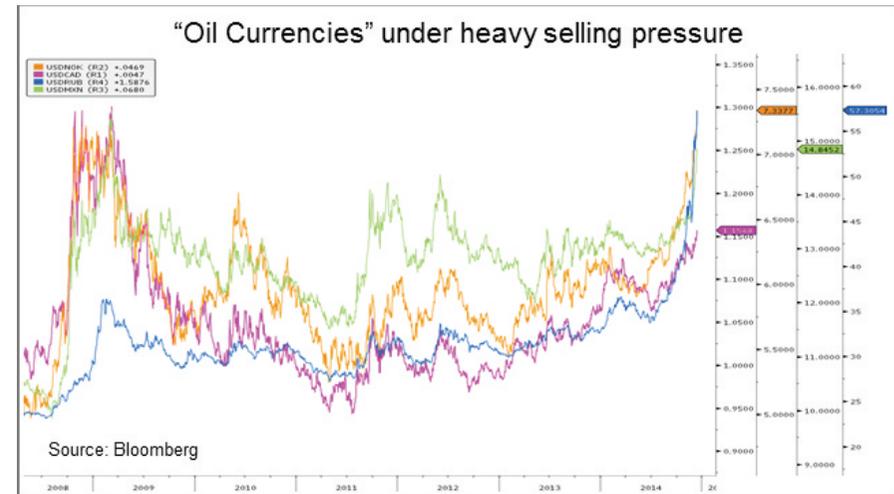
## Dégringolade du pétrole

### Les devises pétrolières chutent fortement

Sur les marchés FX, les devises pétrolières que sont la NOK, le RUB, le CAD et le MXN, ont connu des pressions à la vente extrêmes alors qu'elles ont été les plus exposées aux mouvements tarifaires soudains du pétrole. Les rendements inférieurs norvégiens combinés à la baisse des cours ont propulsé l'USD/NOK vers un plus haut de 7.3674. La décision prise par la banque centrale russe d'augmenter les taux de 100 pbs à 10.50% n'a pas rassuré le marché, face à des spéculateurs qui poussent l'USD/RUB à 57.974. Les traders ont peut-être perçu la hausse des taux comme un acte désespéré et un signal clair de mauvaise passe pour l'économie russe. L'USD/CAD a augmenté à 1.1500 (bien que la paire ait connu un volume de ventes moins fort que les autres). Ainsi pour chaque mouvement de \$10 sur les prix du pétrole, le CAD évolue aux environs de 3-5 cents, soulignant l'importance de l'élargissement des exportations pour le pays. Finalement, l'USD/MXN se situe dorénavant au-dessus de son plus haut sur cinq ans à 14.8359 et approche de la bande supérieure de Banxico à 1.5%, comme exception pour des investissements étrangers plus bas alors que le Mexique ouvre son industrie énergétique aux forages privés. Face à l'OPEC qui prend ses distances par rapport à la gestion des marchés mondiaux du brut (excédent de pétrole et demande faible), nous tablons sur une nouvelle tendance à la baisse.

### La structure technique favorise la baisse des prix

Si l'on observe le graphique du WTI, les cours sont proches du support à 58.32. Etant données les conditions de surventes générales, la probabilité d'une phase de consolidation à court terme ne doit pas être sous-estimée. Toutefois, à plus long terme, la cassure à la baisse de la fin novembre à partir d'une phase distributive à trois ans implique un risque à la baisse théorique à \$48.92. En conséquence, en l'absence de tout signe de capitulation ou de formation de base, la structure technique favorise un mouvement vers le seuil psychologique à \$50.00. Une résistance pour un mouvement à contre-courant peut être observée à \$69.54 (plus haut du 01/12/2014).



## Marchés FX

## La Fed doit modifier sa communication

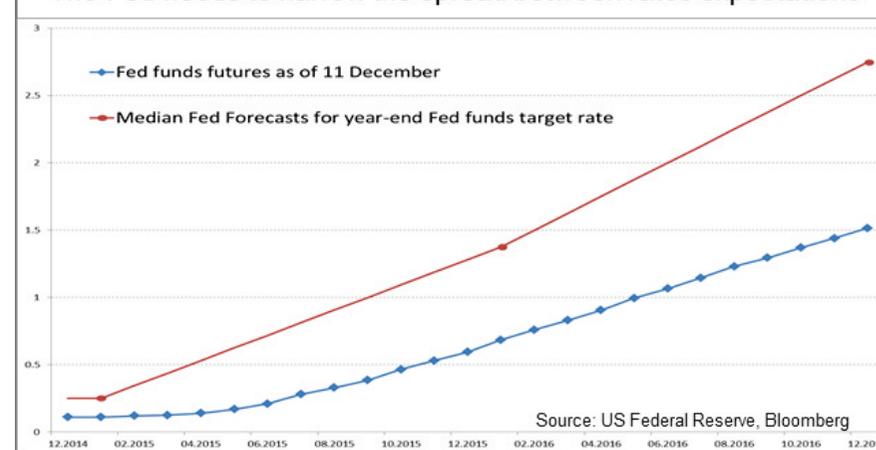
### Il est probable que la Fed modifie ses directives

Lors de la réunion du 17 décembre du CFOM, les membres de la Fed auront probablement à l'esprit le spread significatif entre les prévisions du CFOM et les attentes du marché concernant les fonds de la Fed. De fait, la médiane des prévisions du CFOM en septembre appelle un taux cible des fonds de la Fed à 1.375% d'ici la fin de l'année 2015, tandis que les attentes du marché restent encore proches de 0.650%. La différence représente presque une divergence de trois réunions. Par ailleurs, ce spread augmente pour les prévisions de la fin de l'année 2016 : la médiane des membres du CFOM est à 2.875%, tandis que les attentes du marché intègrent un taux plus bas que 1.600%, entraînant un spread supérieur à 1.250%. Etant donné les derniers chiffres du marché de l'emploi qui continuent de pointer vers un léger mieux, les prévisions du CFOM ne devraient pas s'orienter vers un repli. Toutefois, la Fed souhaiterait éviter une nouvelle crainte de "crise de tapering", un rapprochement entre les prévisions de la Fed et les attentes du marché serait salutaire. Dans cette mesure, la Fed devrait écarter tout ce qui pourrait encourager les attentes trop "dovish" du marché. En conséquence, la notion de "temps considérable" devrait être abandonnée en décembre. Néanmoins, la nouvelle rhétorique devrait encore souligner la non-urgence du relèvement des taux et la dépendance forte du timing des données économiques à venir.

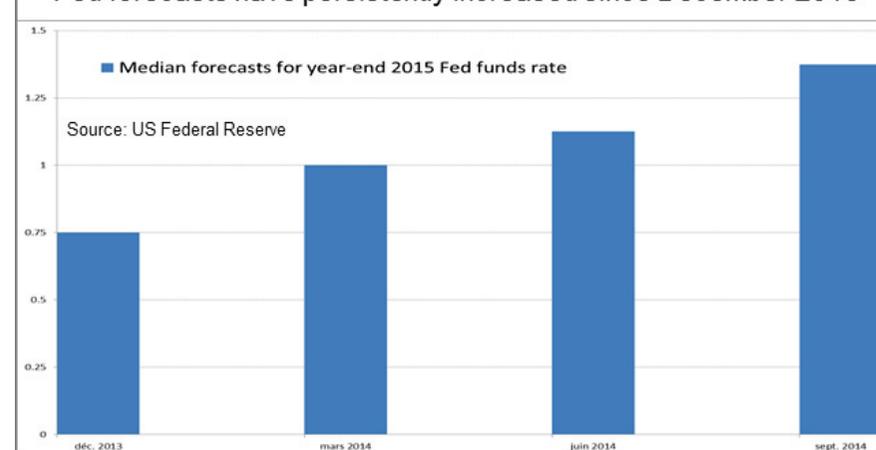
### Les attentes du marché devraient être supérieures

L'abandon de la notion de "temps considérable" devrait accroître la probabilité d'une hausse des taux en juin. Toutefois si viennent s'y ajouter un discours sur la patience et la dépendance aux données économiques, les attentes du marché devraient supérieures sans entraîner de forte volatilité, en particulier si les pressions inflationnistes restent réduites. Globalement, le rapprochement des prévisions de la Fed et des attentes du marché devrait provoquer un renforcement du dollar USD, alors que l'ajustement sera probablement dû aux attentes moins "dovish" du marché.

### The Fed needs to narrow the spread between rates expectations



### Fed forecasts have persistently increased since December 2013



## Marchés FX

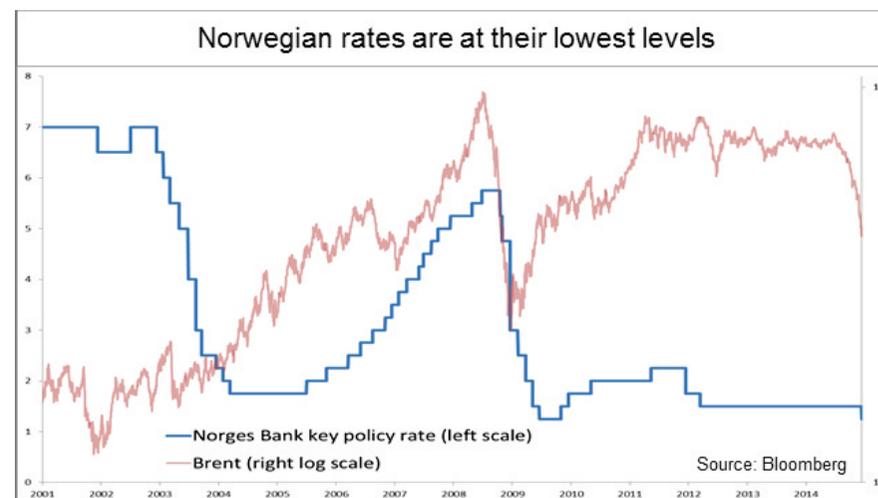
## La banque centrale soutient une NOK affaiblie

### Les perspectives de croissance de la Norvège touchées par son industrie pétrolière

La forte baisse des cours du pétrole a plombé les perspectives de croissance de la Norvège, alors que le pays s'appuie fortement sur ses industries pétrolière et gazière. Dans ce contexte, M. Olsen, gouverneur de la banque norvégienne a réduit les taux de 25 pbs à 1.25%, un niveau atteint uniquement en 2009 pendant une brève période. Cette décision s'est accompagnée d'une dégradation des perspectives de croissance en raison des effets d'entraînement potentiels de l'affaiblissement de l'industrie du pétrole sur l'économie élargie. En effet, le repli persistant de la production de pétrole pèse sur les dépenses d'investissement et a déjà conduit à une réduction de plus de 10% de la main d'oeuvre dans l'industrie pétrolière cette année. La forte chute des cours mènera probablement à de nouvelles mesures de réduction de coûts. Alors que l'économie norvégienne devient plus dépendante des secteurs non pétroliers pour soutenir la croissance, la baisse des taux et l'affaiblissement de la devise devraient soutenir ces industries. Néanmoins, la réduction des taux a surpris les marchés, alors que contrairement à la plupart des pays, l'inflation se trouve proche de l'objectif de la Banque norvégienne à 2.5% et devrait évoluer à la hausse, principalement en raison des pressions inflationnistes entraînées par la dépréciation de la NOK. En conséquence, la baisse des taux signale un changement clair dans la position de la banque centrale alors qu'une l'inflation supérieure est tolérée pour soutenir l'économie norvégienne.

### La NOK casse les niveaux critiques techniques

Si l'on observe l'USD/NOK, les prix évoluent au-delà de la résistance clé à 7.3145 (top de décembre 2008), confirmant un intérêt à l'achat malgré une hausse sur-étendue significative. En conséquence, en dépit de possibles phases correctrices à court terme, un nouveau renforcement est attendu. Une zone de résistance est donnée à 7.8270 (top d'août 2008) et le seuil psychologique à 8.0000. Un support se situe à 7.1994 (plus bas intraday). L'image technique sur l'EUR/NOK est approximativement la même, alors que les prix évoluent au-delà de la résistance clé à 9.1483 (top de juin 2009). Le niveau de 9.5000 pourrait agir comme une résistance psychologique, tandis qu'une résistance majeure se trouve à 10.16 (pic de décembre 2008).



## Marchés FX

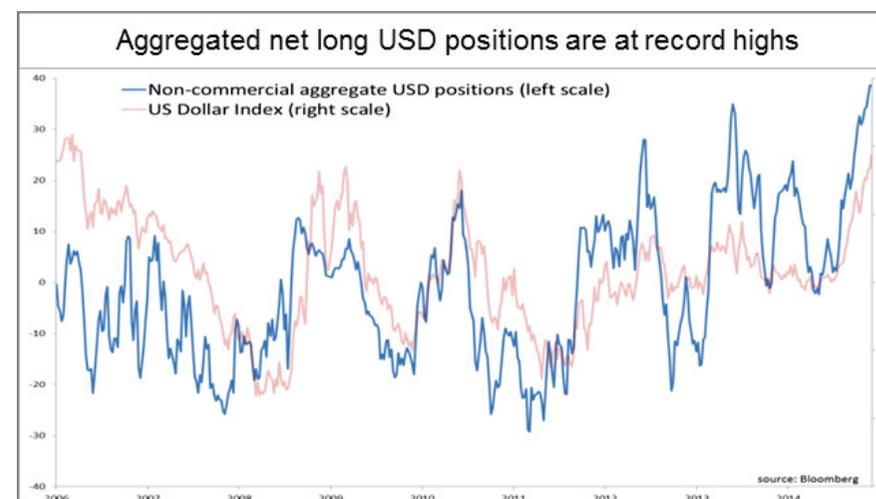
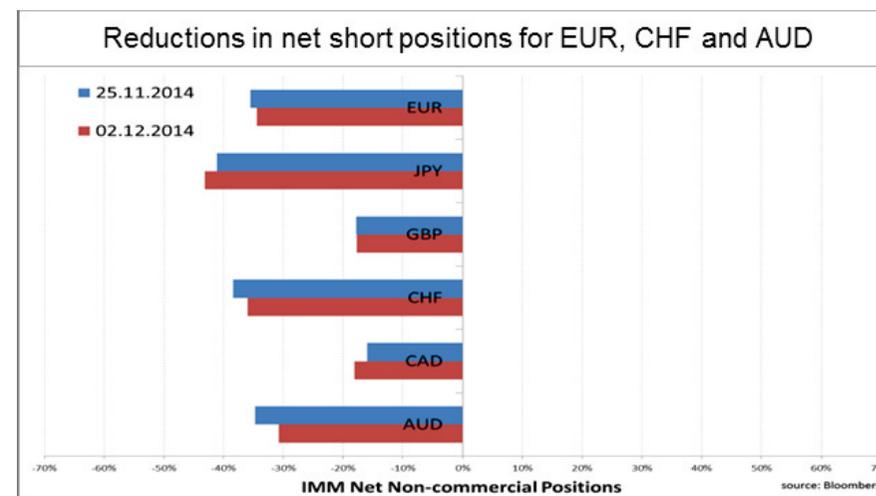
## Pause sur les ventes d'EUR, d'AUD et de CHF

**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 décembre 2014.

A l'exception du yen japonais, on observe une pause dans l'accumulation de positions agressives courtes sur l'euro, le dollar australien et le franc suisse. Même si ce dénouement de positions courtes peut durer, il ne devrait pas modifier la tendance sous-jacente de faiblesse des cours contre le dollar USD. D'un autre côté, les positions courtes nettes JPY continuent d'augmenter malgré des niveaux déjà élevés. L'ensemble des positions longues sur l'USD s'inscrivent à un plus haut record qui, d'un point de vue du positionnement, souligne une forte sensibilité à tout risque baissier sur la devise.

Le positionnement court net de la GBP est resté principalement inchangé après des semaines de repli. Etant données les attentes relativement "dovish" du marché sur le chemin suivi par la BCE en termes de taux, nous percevons des possibilités pour une augmentation des positions longues de la GBP au vu des perspectives relativement positives de l'économie britannique sur les prochains mois.



## DISCLAIMER

Bien que toutes les précautions aient été prises pour assurer la fiabilité des données mentionnées dans ce document et utilisées pour la recherche des sujets qui y sont traités, Swissquote Bank et ses filiales ne peuvent en garantir l'exactitude et déclinent toute responsabilité pour toute erreur ou omission, ou quant à l'exactitude, l'exhaustivité ou la fiabilité des informations qu'il contient. Ce document ne constitue pas une recommandation de vendre et/ou d'acheter des produits financiers et ne peut être interprété comme une sollicitation et/ou une offre d'effectuer des transactions. Ce document est un document de recherche et ne constitue en aucun cas un conseil d'investissement ou une sollicitation au trading de valeurs mobilières ou d'autres types d'investissements.

Bien que tout investissement implique un certain degré de risque, le risque du trading en devises étrangères hors échange peut être considérable. En conséquence, si vous envisagez de participer à ce marché, vous devez être conscients des risques inhérents à ce type de produit pour être à même de prendre des décisions d'investissement en connaissance de cause. La matière présentée dans ce document ne peut en aucun cas être considérée comme un conseil ou une stratégie de trading. Swissquote Bank s'efforce d'utiliser des informations fiables et variées mais n'en confirme ni l'exactitude ni l'exhaustivité. De plus nous n'avons aucune obligation de vous notifier les changements apportés aux opinions ou aux informations contenues dans ce document. Les prix mentionnés dans ce rapport ne le sont que dans un but d'information.

Ce rapport ne peut être distribué que lorsque les lois qui lui sont applicables le permettent. Rien dans ce rapport n'a pour but d'indiquer qu'une stratégie d'investissement ou une recommandation qui y est décrite soit adaptée ou appropriée aux circonstances individuelles de leur récipiendaire ou, de manière plus générale, qu'elle constitue une recommandation personnelle. Le rapport n'est publié qu'à des fins d'information, il ne constitue pas une publicité et ne peut être interprété comme une sollicitation ou une offre d'acheter ou de vendre des valeurs mobilières ou des instruments financiers quels qu'ils soient, et ce dans quelque juridiction que ce soit. Aucune confirmation ou garantie, que ce soit expresse ou implicite, n'est fournie quant à l'exactitude, l'exhaustivité ou la fiabilité des informations contenues dans le document, à l'exception des informations concernant Swissquote Bank, ses filiales et ses sociétés apparentées. Le rapport n'est pas non plus censé être un traité exhaustif ou un résumé des valeurs mobilières, marchés ou développements qui y sont décrits. Swissquote Bank ne garantit pas la réalisation de profits par les investisseurs, ou qu'elle partagera les profits de ses investissements avec les investisseurs ; elle n'accepte non plus aucune responsabilité pour les pertes résultant d'investissements. Les investissements comportent des risques et les investisseurs doivent faire montre de prudence dans leurs décisions d'investissement. Le rapport ne doit pas être traité par ses récipiendaires comme un substitut à leur propre jugement. Les avis exprimés dans ce rapport ne le sont qu'à des fins d'information et sont susceptibles de changement sans notification préalable et peuvent être différents ou contraires à d'autres avis exprimés par d'autres divisions ou groupes de Swissquote Bank, qui peuvent utiliser des critères ou des hypothèses de base différents. Swissquote Bank décline toute responsabilité pour toute transaction, résultat, gain ou perte, qui découleraient de ce rapport, en tout ou en partie.

Swissquote Bank Strategy Desk décide à sa seule discrétion de ce que la recherche doit couvrir, mettre à jour ou cesser de couvrir. Les analyses contenues dans ce document se basent sur de nombreuses hypothèses. Des hypothèses de base différentes peuvent aboutir à des résultats très différents. Les analystes responsables de la rédaction de ce rapport peuvent interagir avec le personnel du trading desk, le personnel de vente et d'autres entités afin de recueillir, synthétiser et interpréter les informations des marchés. Swissquote Bank n'a aucune obligation de mettre à jour les informations contenues dans le rapport et décline toute responsabilité pour tout résultat, gain ou perte, découlant, en tout ou en partie, sur cette information.

Swissquote Bank interdit spécifiquement la redistribution de ce document en tout ou en partie sans sa permission écrite et décline toute responsabilité pour les actions des tiers à cet égard. © Swissquote Bank 2014. Tous droits réservés.