

RAPPORT HEBDOMADAIRE

23 - 29 mars 2015

RAPPORT HEBDOMADAIRE - Survol

p3	Économie	La tragédie grecque toujours d'actualité - Peter Rosenstreich
p4	Marchés FX	Prudence face au maintien de la politique de la BNS - Ipek Ozkardeskaya
p5	Marchés FX	Mécontentement et mauvais chiffres font reculer le BRL - Ipek Ozkardeskaya
p6	Économie	La Fed ajoute des conditions pour une hausse en juin - Luc Luyet
p7	Marchés FX	La Banque d'Angleterre s'exprime sur le GBP - Luc Luyet
p8	Marchés FX	Positions courtes élevées sur l'EUR : rebond de l'EUR/USD - Luc Luyet
p9	Disclaimer	

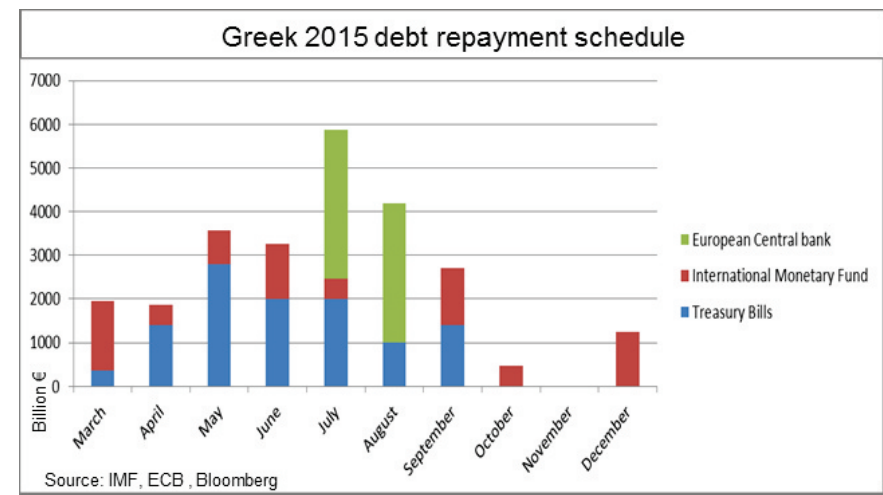
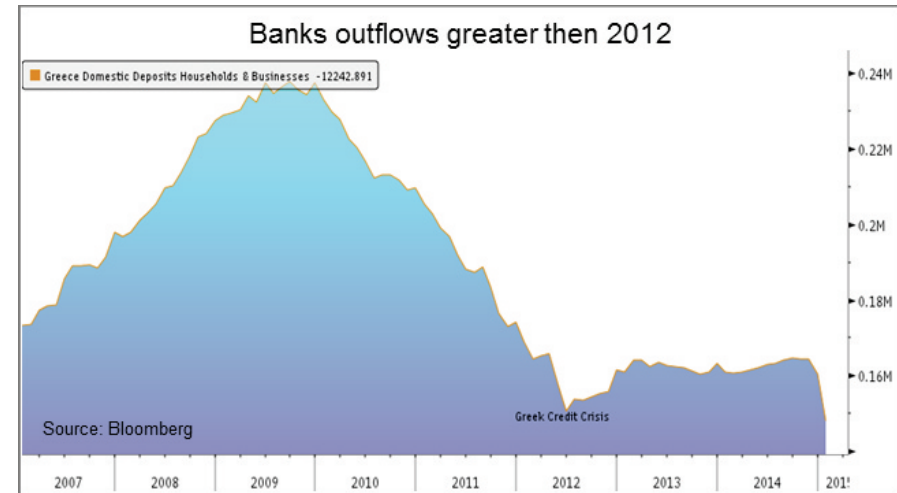
Économie

La tragédie grecque toujours d'actualité

La stratégie actuelle de négociations menée par la Grèce nous laisse sceptiques et la hausse au-delà des 22% des rendements grecs à 2 ans s'en fait le reflet : une tactique qui pousse les créanciers jusqu'au point de rupture avant de trouver un point d'entente de dernière minute. Pendant ce temps, la situation interne du pays se détériore rapidement. Les tensions atteignent leur niveau le plus élevé alors que les demandes de M. Tsipras vis-à-vis de l'Europe sont pour le moins décomplexées. Athènes a snobé les demandes de rapports actualisés sur les finances publiques ou les plans de réformes. Toutefois, après des réunions marathons auprès des leaders européens, la Grèce a promis de soumettre de nouveaux plans de réforme afin de sécuriser les fonds de redressement supplémentaires pour conjurer la banqueroute.

Loin des gros titres, la situation grecque devient hors de contrôle et nécessite de nouveaux fonds pour stopper une dégringolade générale. Signe possible d'un mauvais présage, les media annoncent maintenant que la BCE envisage de permettre à un nombre restreint de banques nationales de racheter des dettes souveraines grecques, quelques jours seulement après avoir accordé une rallonge de l'ELA (mécanisme de fourniture de liquidités de 400 milliards d'€). La croissance a connu une amélioration marginale mais de sérieux vents contraires subsistent. L'incertitude politique pèse sur le comportement financier des principaux acteurs. Les investissements internes et internationaux se sont tout bonnement évaporés. Les dépôts des banques sont liquidés à un rythme alarmant (2-3 milliards d'€ estimés par jour), et atteignent des niveaux bien en-deçà des plus bas de 2012 (suscitant des rumeurs autour du contrôle des capitaux). Par ailleurs, l'évasion fiscale, point clé des mesures de réformes de M. Tsipras, continue de plomber un gouvernement à court de liquidités (bien qu'elle se soit ralentie depuis un déficit impressionnant s'élevant à 1.048 milliard d'€ en janvier).

M. Tsipras n'en semble pas pour autant affecté, n'approuvant qu'au dernier moment les réformes mises en place dans le cadre de l'accord de février. Toutefois, les répercussions politiques qui ont accompagné le pacte de la réforme pour les liquidités ont mis le gouvernement en position difficile. Les citoyens ont élu Syriza, non sur un programme de réformes mais bien sur le maintien d'une position forte face aux créanciers. Tout programme de réforme significatif recevant l'approbation de l'Allemagne est susceptible de se heurter à l'assemblée législative. Les pressions montent sur le front national alors que l'échéance du remboursement des dettes abyssales est imminente (1,4 milliard d'€ prévu en juin, puis 3,5 milliards d'€ prévus en juillet). Le temps presse pour le gouvernement grec pour trouver des solutions nécessaires auprès du FMI, de la BCE et de l'Eurogroupe.



Marchés FX

Prudence face au maintien de la politique de la BNS

L'abandon du peg EUR/CHF pèse sur la balance commerciale suisse, la croissance et l'inflation

Comme prévu, la BNS maintient le statu quo. Les impacts négatifs de l'appréciation du franc de l'après 15 janvier filtrent clairement dans les données économiques. L'excédent commercial suisse s'est contracté à 2,47 milliards en février (le plus bas niveau depuis septembre 2010) avec des exportations qui ont chuté de 2,8% (contre +2,9% il y a un mois) et des importations qui ont augmenté de 3,1% /contre -2,2% précédemment). Le repli de la balance commerciale devrait se confirmer, les produits devenant moins compétitifs en raison d'un franc plus fort et alors que les voisins de la zone euro ont du mal à sortir du marasme économique. Les prévisions de croissance et d'inflation ont été fortement révisées à la baisse. La déflation suisse devrait maintenant passer de 0, 2% (précédentes prévisions) à - 1%, alors que la croissance économique devrait décélérer à 0,9% en 2015 contre 3,1% précédemment prévus. Au vu de la morosité en Europe, une croissance atteignant quasiment 1% est un chiffre optimiste. La probabilité pour la croissance suisse de rejoindre des territoires négatifs au premier semestre 2015 augmente face à des besoins économiques qui requièrent au moins deux trimestres pour absorber le choc provoqué par l'abandon du peg EUR/CHF et se rétablir. La reprise à partir du 3e trimestre pourrait être à la baisse et dépendra de l'activité économique de la zone euro.

Une correction timide sur les marchés monétaires

Suite à la réunion de la BNS, les futures euroswiss ont progressé à 110.92 avant de retomber vers les 110.79 (en ligne avec le taux officiel de -75 pbs) avec des positions ouvertes évidentes d'une fois et demie la moyenne précédente à 15 jours. Le pricing du marché monétaire qui a suivi l'intervention de la BNS confirme que l'anxiété suscitée par des taux négatifs se maintiendra face à des pressions à la vente sur l'EUR qui ne sont pas prêtes à se dissiper. Au vu du contexte macroéconomique mondial, la BNS a de la marge pour tirer les taux encore plus bas en cas d'urgence.

Le marché pourrait aisément absorber une baisse de 15 à 25 points de base si les risques qui visent l'EUR se matérialisaient : Grexit, insolvabilité de la Grèce, colère grandissante contre l'austérité et la BCE. La BNS est suspectée de racheter des montants conséquents d'euros pour maintenir l'EUR/CHF dans son range implicite de 1.05/1.10. La reprise postérieure au FOMC de l'EUR ancrera certainement le marché de l'EUR/USD dans la zone 1.0458/1.0870 (plus bas du 16 mars / Fibonacci 38,2% de chute de février à mars) et permettra à la BNS de reprendre son souffle avant de nouvelles turbulences.

Marchés FX

Mécontentement et mauvais chiffres font reculer le BRL

Marasme politique, l'inflation plus forte compense la faiblesse de l'USD

L'agitation politique au Brésil tire le BRL vers de nouveaux plus bas de 12 ans face au dollar sur la semaine du 20 mars. La reprise qui a suivi le FOMC est restée limitée à 3.1910 alors que les acheteurs sur repli étaient nombreux sous les 3.20 devenus un plancher en raison des pressions politiques persistantes. La démission du ministre de l'éducation, M. Comes, n'a pas calmé les pressions politiques du pays, alors que la présidente Mme Rousseff récemment réélue et son gouvernement se retrouvent sous les feux des projecteurs dans le cadre du scandale de corruption Petrobras. Des mesures anti-corruption seront présentées aujourd'hui mais elles ont peu de chance de satisfaire la population, prête à redescendre dans la rue pendant le week-end. Les traders hésiteront certainement à tenir des positions longues sur le BRL. Nous devrions donc assister à la clôture de longs spéculatifs BRL avant la fin de semaine, ce qui devrait accentuer l'affaiblissement de la monnaie brésilienne.

Alors que les scandales de corruption font monter en puissance le mécontentement de la population, le risque d'une réduction des taux souverains inquiète les investisseurs détenant des actifs libellés en BRL. Les contrats d'échange sur risque de crédit à 5 ans ont atteint des plus hauts de 6 ans (306.340 pbs). Une dégradation de la classification du BRL accélérerait les sorties de capitaux des actifs brésiliens, augmenterait les pressions à la vente sur la devise et, en conséquence, intensifierait la tendance haussière de l'inflation. Comme prévu, l'IPCA-15 (indice national des prix à la consommation national relevé le 15 de chaque mois) a affiché une hausse de 1,24% sur le mois au 15 mars, poussant ainsi l'inflation annuelle à 7,90%, niveaux inédits depuis 2005. Les restrictions sur les prix ayant été levées par le gouvernement, les pressions inflationnistes devraient rester fortes malgré la chute des prix du pétrole (compensée par la dépréciation du réal). La hausse des prix à la consommation devrait conduire à l'annonce d'un nouveau relèvement du taux Selic lors de la réunion politique du 29 avril. Une lecture plus en hausse de l'inflation devrait donc stimuler les faucons de la BCB et déclencher une correction du BRL à court terme grâce à un regain pour les carry trades.

Par opposition, d'un point de vue fondamental, les amateurs de risque devraient se tourner vers une réallocation de leurs fonds vers des actifs alternatifs risqués offrant un spread de taux moins intéressant mais une meilleure visibilité. Il est important de rappeler également qu'un rating inférieur limite la valeur collatérale du BRL et des actifs libellés dans la devise, ce qui impacte donc indirectement le rendement total d'un portefeuille. C'est pourquoi un rendement plus élevé ne justifie pas toujours une allocation accrue.

Une semaine à venir riche en données pour le Brésil : il est temps de regarder la réalité en face

Le BRL aborde une semaine chargée en annonce de chiffres : les investissements directs étrangers, la balance courante, le taux de chômage et le PIB du 4e trimestre donneront la tendance aux traders tout au long de la semaine. De petites améliorations pour le déficit des comptes courants, la réticence des investisseurs étrangers à relancer l'activité dans le contexte du scandale Petrobras et la colère grandissante contre la présidente Rousseff et son gouvernement, conjuguées aux conditions budgétaires fragiles, placent l'économie brésilienne au bord de la stagflation. Les statistiques de la semaine prochaine donneront un aperçu quantifié de la situation économique et détermineront si une nouvelle dépréciation du BRL est justifiée.

L'affaiblissement généralisé de l'EUR a eu peu d'impact sur le BRL. L'EUR/BRL étend ses gains au-delà de 3.50, quel que soit le resserrement des rendements de l'EUR. L'EUR/BRL est actuellement suracheté de notre point de vue : les tentatives pour échapper au marasme politique au Brésil ne justifient plus le retournement de flux de carry vers l'EUR, la situation économique et politique européenne n'étant guère plus brillante.

La survente du BRL face au GBP et au CHF et le positionnement négatif sur les futures spéculatifs (-8550 contrats au 10 mars) indiquent un potentiel de couvertures de shorts décent. Toutefois, elles ne devraient pas intervenir la semaine prochaine.

Économie

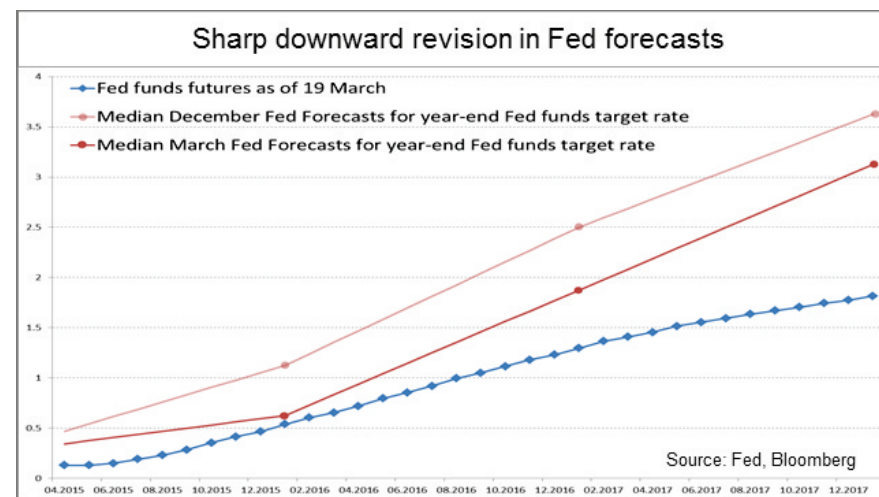
La Fed ajoute des conditions pour une hausse en juin

Les projections économiques de la Fed fortement revues à la baisse

Comme l'on pouvait s'y attendre, la déclaration du FOMC de mars a fait disparaître le mot "patient" de ses "forward guidance", indiquant que la Fed pourrait commencer à relever ses taux lors des réunions à venir. Toutefois, les nombreuses révisions à la baisse des projections économiques de l'organisme, en particulier du taux de chômage à long terme et des perspectives d'inflation à court terme, laissent fortement envisager un report du relèvement après le mois de juin. De fait, en tablant sur un taux de chômage à long terme plus bas (de 5,2%-5,5% à 5%-5,2%), la Fed ajoute des conditions pour le relèvement des taux. Par ailleurs, la présidente de la Fed, Mme Yellen, a également considéré la récente appréciation du dollar USD comme un frein, via le repli des prix des importations, sur l'inflation. Il semble donc probable que l'organisme souhaite éviter une appréciation trop rapide du billet vert.

Revers à court terme pour l'USD mais perspectives à long terme inchangées

Les effets peuvent être observés dans les révisions à la baisse dans les prévisions médianes des taux des fonds fédéraux : de 1,125% à 0,625% pour la fin de l'année 2015, de 2,50% à 1,875% pour la fin de l'année 2016 et de 3,625% à 3,125% pour la fin 2017. Malgré le relèvement probablement reporté des taux, la Fed n'a pas accéléré le rythme des prochaines hausses. Face à ces modifications, un affaiblissement de l'USD était à prévoir. Toutefois, l'effet a probablement été amplifié par les positions longues élevées sur l'USD (voir page 8). Nous pensons que la Fed se montre trop prudente sur les prévisions économiques américaines, alors que de petits changements dans les perspectives de croissance et d'inflation ont entraîné de grandes modifications dans les prévisions des fonds de l'organisme. De fait, nous continuons de tabler sur de nouvelles évolutions positives sur le marché de l'emploi, qui devraient se traduire par une croissance des salaires, alors que la fragilité du secteur immobilier s'explique en partie par les mauvaises conditions météorologiques. En conséquence, bien qu'une action sur les taux en septembre semble dorénavant le scénario le plus probable, la voie empruntée par les prévisions de la Fed laisse place à de belles surprises sur l'USD. Globalement l'affaiblissement du billet vert qui a suivi la tenue du FOMC, ne devrait pas modifier la tendance haussière sous-jacente, en continuant de favoriser les ventes sur une stratégie de rallyes.

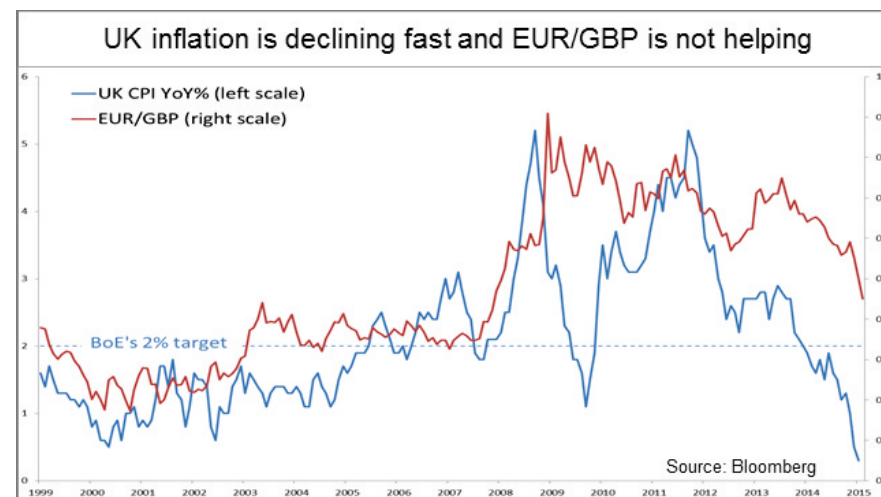


Marchés FX
La Banque d'Angleterre s'exprime sur le GBP
Des nuages noirs menacent la livre

Si les incertitudes liées aux prochaines élections britanniques devraient peser sur le GBP, les commentaires récents des membres de la Banque d'Angleterre laissent à penser qu'une nouvelle appréciation de la monnaie représenterait une menace pour les perspectives d'inflation. En effet, dans un discours prononcé le 12 mars devant des responsables d'entreprises, le gouverneur de la banque, Mark Carney, a déclaré qu'il "serait peut-être approprié de prendre en compte les forces externes déflationnistes suscitées par la combinaison de la faible inflation étrangère et les effets prolongés du renforcement de la livre sterling" dans l'IPC britannique. En outre, la santé persistante du GBP ne devrait pas suffire à réduire le déficit accentué des comptes courants. Bien que les entreprises britanniques soient particulièrement touchées par les récents mouvements du Forex et alors qu'elles ont tendance à importer des matières premières libellées en dollar et à vendre leurs produits à la zone euro, Martin Wheale a également mis en garde le 11 mars sur les risques entraînés par la hausse du taux de change.

Options limitées pour la Banque d'Angleterre pour juguler les flux entrants de GBP

Les allocations de portefeuille expliquent en partie la santé du GBP observées depuis le début de l'année : la plupart des banques centrales européennes ayant poussé les taux vers des territoires négatifs, les divergences en matière de politiques monétaires ont favorisé les flux entrants de GBP. Si la baisse des taux ou l'étendue du QE représentent des solutions extrêmes, la seule option pour la Banque d'Angleterre consiste à contenir les attentes de hausses des taux. Etant donnée l'influence de l'EUR/GBP dans les perspectives d'inflation britannique, la banque centrale favorisera probablement le report d'un relèvement de taux et pourrait même attendre la fin du QE de la BCE, afin de limiter l'attractivité du GBP. L'évolution de la devise devrait dorénavant être davantage influencée par les perspectives de faible inflation britannique que par la solidité des chiffres de la croissance. Nous anticipons donc une nouvelle tendance à la baisse pour la devise : le GBP/USD devrait enregistrer un repli vers son support fort à 1.4231 (plus bas de mai 2010), tandis que l'EUR/GBP devrait se consolider au-delà de la zone de support située à 0.7000, avec des résistances observées à 0.7455 (plus haut du 12/02/2015) et 0.7592 (plus haut du 03/02/2015).



Marchés FX

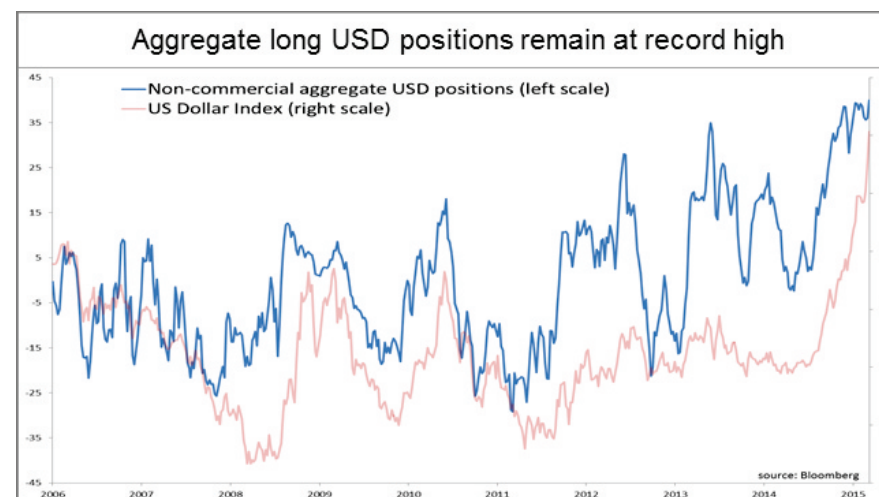
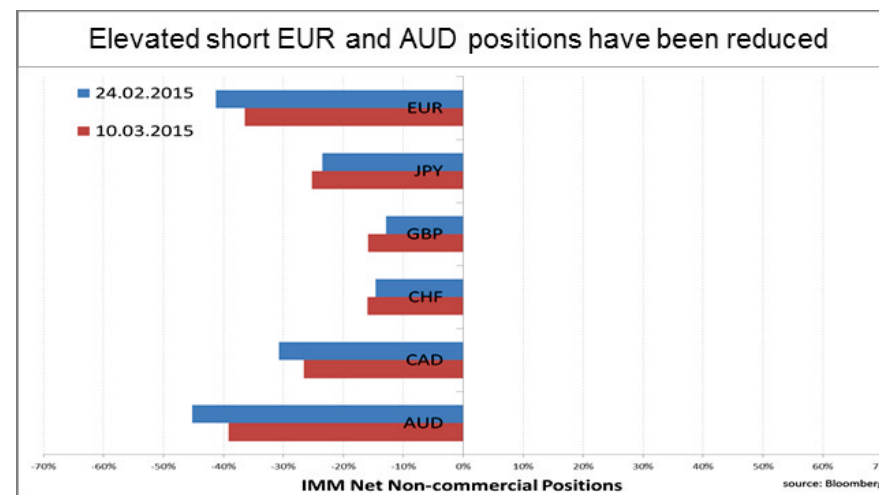
Positions courtes élevées sur l'EUR : rebond de l'EUR/USD

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 10 mars 2015.

Les relatives divergences entre les réductions significatives des positions courtes sur l'EUR, le CAD et l'AUD et le plus haut historique de l'ensemble des positions sur l'USD requièrent quelques explications. La logique veut que l'ensemble des positions USD ne tiennent pas compte les positions ouvertes, à l'inverse d'autres devises. Toutefois, les positions ouvertes prennent en compte les positions commerciales (les couvertures), qui se situent à un niveau élevé. En conséquence, le recul des positions courtes sur l'EUR, l'AUD et le CAD s'explique principalement par la hausse des positions ouvertes. Globalement, les positions courtes élevées persistantes sur l'EUR sont susceptibles d'alimenter tout rebond de l'EUR/USD, comme on peut le constater avec la hausse qui a suivi la réunion du FOMC. Toutefois, la tendance baissière sous-jacente sur l'EUR/USD ne devrait pas en être affectée.

La récente cassure du support clé à 1.4814 sur le GBP/USD combinée à des positions courtes modérées sur le GBP n'augure rien de bon pour la livre. Nos prévisions favorisent un nouveau repli de la devise dans les prochains mois.



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 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.