

# RAPPORT HEBDOMADAIRE

18 - 24 mai 2015

**RAPPORT HEBDOMADAIRE - Survol**

p3	<b>Économie</b>	Intervention verbale - Peter Rosenstreich
p4	<b>Marchés FX</b>	L'économie brésilienne sous pression - Arnaud Masset
p5	<b>Économie</b>	La dette grecque inquiète encore - Yann Quelenn
p6	<b>Marchés FX</b>	La Banque de Thaïlande contre-attaque - Peter Rosenstreich
p7	<b>Économie</b>	La dette du Japon n'est pas encore assez élevée - Yann Quelenn
p8	<b>Marchés FX</b>	En attendant la disparition des facteurs temporaires - Arnaud Masset
p9	<b>Disclaimer</b>	

## Économie

## Intervention verbale

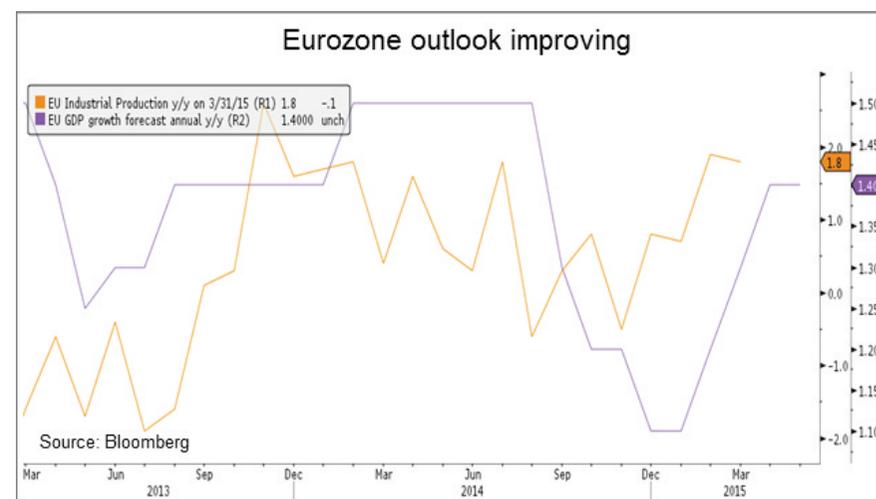
### L'engagement de M. Draghi dans le QE

Les dernières semaines ont été difficiles pour notre call court sur l'EUR/USD. Après un bref mouvement de "pullback", l'EUR/USD a renversé son repli et atteint un plus haut situé à 1.1445, accentuant une vente massive de dollars. La faiblesse du billet vert est le résultat de chiffres économiques moroses aux États-Unis qui n'indiquent en rien une reprise économique post-hivernale que beaucoup prédisaient. Les ventes au détail américaines publiées ont été nulles contre 0,2% attendues et la production industrielle s'est contractée de 0,3%. Le marché de l'emploi se montre moins robuste, avec un rapport sur l'emploi JOLTS qui a augmenté à 4994 contre 5133 précédemment. Les chiffres décevants américains ont encore plus décorréllé les divergences de politique monétaire de l'imaginaire des marchés. Le renforcement persistant de l'EUR/USD semble inquiéter Mario Draghi, président de la BCE. La dévaluation de l'EUR a représenté un facteur clé dans le renouveau économique européen. Les chiffres de la zone ont poursuivi leur redressement cette semaine avec une production industrielle en hausse a/a de 1,8% et une croissance du PIB de 1%. Les prévisions d'inflation, indicateurs du marché sont également à la hausse. Les commentaires largement diffusés et opportuns de M. Draghi ont renforcé la confiance persistante des banques dans leur programme agressif de rachats d'obligations. Le président de la BCE a également souligné que le programme de QE serait mis en œuvre dans toute son ampleur, impliquant la poursuite du rachat d'actifs jusqu'en septembre 2016.

Nous pensons qu'il s'agit d'un effort direct pour minimiser la demande en euros des marchés et privilégier le discours sur la reprise de l'Europe ou stimuler la prise de risque. Avec la stabilisation/le maintien des taux d'intérêt (en particulier sur les rendements allemands et américains), les commentaires de M. Draghi pourraient bien s'avérer un point de réflexion sur la bonne santé de l'euro. Rappelons l'engagement fort du président en 2012 de faire "tout ce qui était possible" pour sauver l'euro.

Aujourd'hui, ce dont le marché a besoin, c'est que cette semaine riche en chiffres de première importance pour les États-Unis (biens durables, ventes passées et à venir de l'immobilier, confiance des consommateurs, PIB et DPC) apporte une lueur d'espoir quant au caractère transitoire de la morosité du 1er trimestre.

Toutefois, les chiffres américains confirment leur recul et nous pourrions observer un affaiblissement de l'euro. L'émergence d'un accord au sein de la BCE sur la gestion du dossier grec n'est pas garantie. Dans le journal allemand Handelsblatt, M. Weidmann, membre de la BCE, a clairement exprimé ses inquiétudes sur l'utilisation par la Grèce du programme ELA pour assurer la liquidité de ses banques nationales. Si l'on assistait à une amélioration aux États-Unis et que les incertitudes grecques persistaient, nous chercherions des occasions de recharger nos positions courtes sur l'EUR/USD.



## Marchés FX

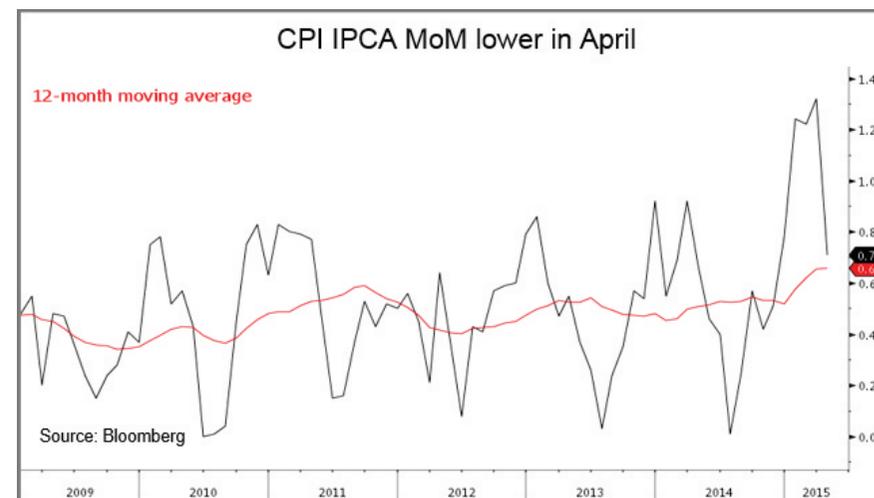
## L'économie brésilienne sous pression

### Renforcement du réal malgré des chiffres économiques en berne

Le réal brésilien a surperformé l'USD tandis que les cambistes montrent leur impatience face au manque de reprise de l'économie américaine. En début de semaine, les ventes au détail aux États-Unis ont stagné alors que les analystes tablaient sur une hausse de 0,2% m/m. Le PPI d'avril s'est inscrit à -0,4% m/m contre +0,1% prévu. Au cours des dernières semaines, tous les signaux pointaient vers un ralentissement de la reprise économique au pays de l'Oncle Sam, et en conséquence, vers un affaiblissement du dollar. Les traders, quant à eux, reportent le premier relèvement des taux de la Fed. Plus au sud, le FMI a publié son rapport sur le Brésil en début de semaine, lequel indique que le pays se trouve "dans une position difficile" et qu'une "contraction de l'activité économique est attendue à court terme". Néanmoins, le FMI prévoit de la croissance à moyen terme tout en soulignant le lien avec la mise en place de réformes visant à améliorer la situation financière du pays et à contrôler l'inflation afin de restaurer la crédibilité perdue. Un affaiblissement du dollar sera un point positif pour la BCB dans le maintien de l'inflation à un niveau inférieur. Du côté des chiffres, les ventes au détail enregistrées en mars au Brésil se sont contractées de -0,9% m/m contre -0,4% att., et viennent s'ajouter aux chiffres décevants. La production industrielle publiée la semaine dernière affiche -3,5% a/a contre -3% att. tandis que l'IPCA brésilien s'établit à 0,71% m/m contre 0,75%, soit son plus bas niveau depuis novembre 2014.

### La BCB sur le point de relever le taux Selic

Nous anticipons le maintien d'un resserrement de la politique monétaire de la BCB par le relèvement du taux cible Selic lors de la prochaine réunion de politique monétaire prévue les 2 et 3 juin. Les derniers chiffres indiquent qu'une hausse de 25 pbs est probable. L'IPCA actuel montre une légère décélération de la forte inflation tandis que le récent et étonnant recul de l'économie annonce une contraction plus sévère encore. L'équilibre des chiffres permettra à la banque centrale brésilienne de relever le taux de 25 pbs à 13,50% et à l'activité économique de reprendre son souffle sans altérer la crédibilité de la banque quant à sa volonté de combattre l'inflation.



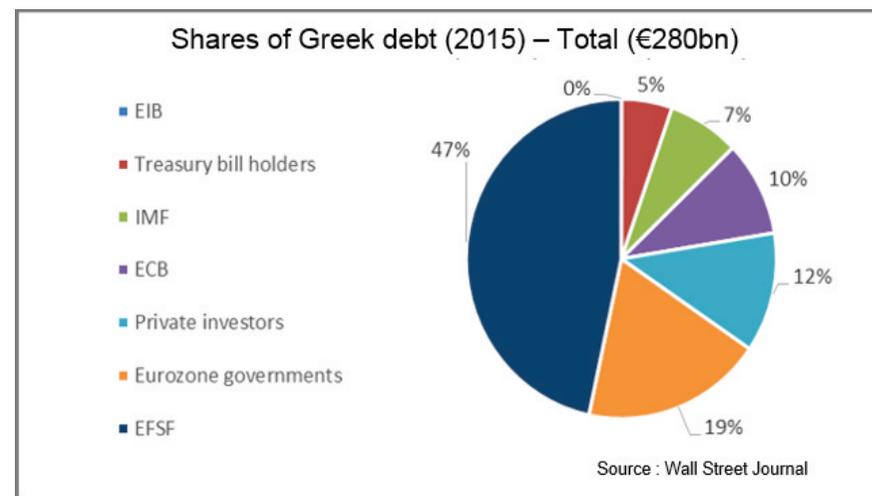
## Économie

## La dette grecque inquiète encore

Alors que le dossier grec nous tient encore tous en haleine, nous nous interrogeons sur la capacité de la Grèce de rembourser un jour sa dette. Rappelons que le montant total de cette dernière s'élève à environ 320 milliards de \$. Pour assurer le service de la dette, les termes de l'aide accordée soulignent la nécessité pour le pays de réaliser un excédent massif de 4,5% du PIB chaque année. En d'autres termes, après le paiement des intérêts, les revenus fiscaux doivent être supérieurs au revenu national de 4,5%. Seule l'Allemagne devrait atteindre cette année un excédent de 2%. Nous anticipons un accroissement des recettes fiscales pour répondre à cet objectif.

La Grèce a confirmé lundi dernier le paiement d'une échéance de 750 millions d'€ au FMI, ce qui monte le montant total de l'échéance de mai à environ 2 milliards d'€. Vendredi dernier, elle devait également rembourser 1,4 milliard d'€ aux détenteurs de Bons du Trésor. Au cours des deux prochains mois, la Grèce devra rembourser un total de 14 milliards, incluant les remboursements au FMI qui représentent 2 milliards. N'oublions pas que la majeure partie de la dette hellénique est due au titre du mécanisme européen de stabilité financière (EFSF), et compte pour 1,5% des paiements sur la période de 2022 à 2050.

Il est probable que la Grèce réussira à rembourser intégralement le FMI. Toutefois, nous pensons que la Grèce sera incapable d'honorer les dettes contractées auprès d'autres créanciers. Faut-il ajouter que le pays doit également assurer le paiements des retraites et les salaires du secteur public ? C'est la principale raison pour laquelle on s'attend à ce que la Grèce se voit accorder une nouvelle aide de 7,2 milliards d'€ avant la fin juin. Nous restons négatifs sur la paire EUR/USD en raison des incertitudes concernant le dossier grec et de nouvelles divergences de politiques monétaires qui appliquent des pressions à la baisse sur la paire. Les vents contraires récents sur les positions longues de l'USD offrent un point d'entrée intéressant pour recharger en positions courtes sur l'EUR/USD.



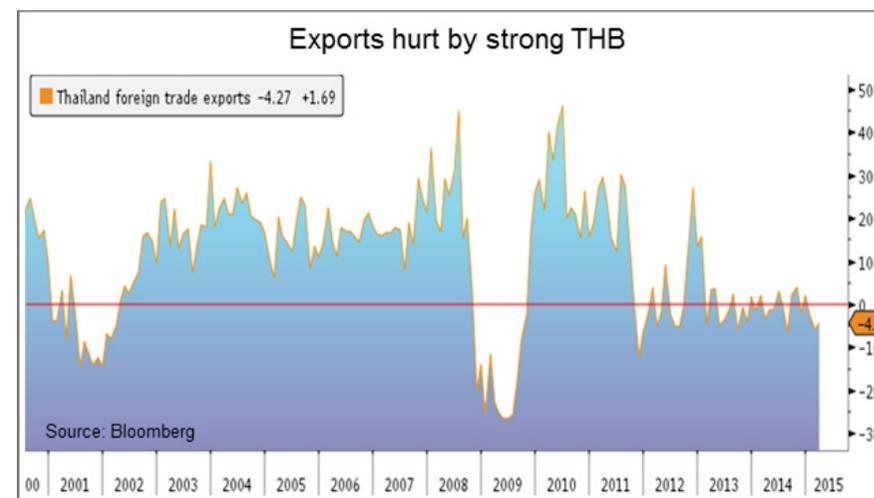
## Marchés FX

## La Banque de Thaïlande contre-attaque

Le baht thaïlandais (THB) a chuté à un plus bas sur 5 ans contre l'USD alors que les responsables politiques ont renforcé leur volonté d'affaiblir la devise. L'USD/THB a atteint 33.89, profitant d'une vente massive d'USD. La guerre des devises de la zone est en cours et particulièrement en Asie. La dévaluation concurrentielle indirecte régionale ne s'effectue pas au même rythme effréné que l'on a pu observer par le passé et, du coup, elle n'est pas perçue par le marché. Le 29 avril, la banque centrale a étonnamment réduit son taux directeur de 25 pbs à 1,5% (seconde baisse en deux mois). En outre, le jour suivant, le gouvernement a assoupli le contrôle des capitaux et permit ainsi aux citoyens de détenir des devises étrangères et d'acquérir des actifs internationaux. La combinaison des initiatives visait clairement à juguler la demande de THB.

La croissance thaïlandaise reste faible et les perspectives sont inquiétantes. L'économie de la Chine ralentit et les partenaires occidentaux de trading appliquent une pression sur la balance commerciale. Pendant ce temps, l'investissement privé et la consommation ont enregistré un fort recul et ce, malgré la hausse des dépenses du gouvernement et les projets de milliards de dollars de développement d'infrastructures largement relayés par les médias. Le THB affiche une meilleure santé que les autres devises régionales et met à mal l'avantage concurrentiel des exportations du pays. Avec une économie en décélération et un gouvernement à la traîne ou incapable de réaliser les ajustements structurels nécessaires, la dévaluation du THB représente un moyen simple de récupérer de la croissance par rapport aux pays voisins via les exportations. Celles-ci représentent les principaux intrants de la croissance économique qui s'est contractée de -4,3% en mars. Une relance des exportations devrait favorablement impacter tous les pans de l'économie thaïlandaise, dont l'inflation. De plus, un THB plus faible pourrait directement stimuler la demande nationale en attirant de nouveaux touristes, tout en incitant les autochtones à acheter des biens et services nationaux.

Dans son récent rapport à tendance "colombe", la BoT a clairement mentionné son appréhension quant à l'appréciation du THB vis-à-vis de ses partenaires commerciaux et de ses concurrents, sans cacher son objectif de dévaluer la devise nationale via l'abaissement des taux et l'assouplissement des contrôles sur les capitaux. Les cambistes doivent anticiper une accélération à la baisse de la course régionale, avec des banques centrales qui prennent des positions proactives. Le taux d'intérêt reste l'outil le plus puissant dont dispose la BoT pour limiter l'appréciation du THB. Face à une spirale déflationniste de plus en plus probable et trois chiffres négatifs consécutifs, nous devons anticiper une nouvelle action politique.



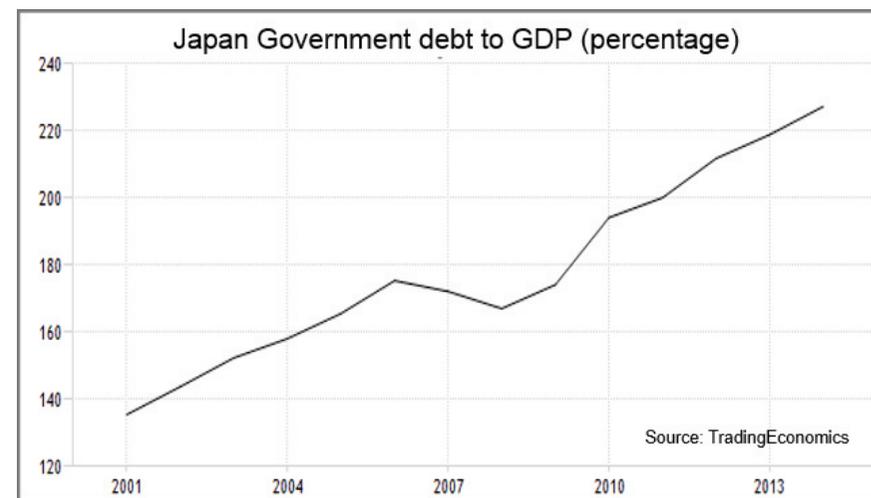
## Économie

## La dette du Japon n'est pas encore assez élevée

L'année passée, le Japon a augmenté les taxes sur les ventes de 5% à 8% pour tenter de contrôler sa dette qui, ramenée au PIB, atteint un ratio stratosphérique de 227,2%, soit le plus élevé au monde. En avril dernier, le pays n'a pas pu ré-augmenter les taxes sur les ventes et l'agence de notation Fitch a révisé à la baisse sa note investment grade de A+ à A en raison des inquiétudes suscitées par cette dette. Ajoutons que le Gouverneur de la Banque du Japon, M. Kuroda a admis que la hausse des taxes à la consommation avait eu un effet négatif sur l'économie en général en impactant directement le pouvoir d'achat des ménages. Pourtant, nous tablons sur une nouvelle hausse de la TVA par la BoJ visant à pousser les attentes inflationnistes malgré leurs conséquences fâcheuses sur l'économie japonaise. La BoJ n'a quasiment d'autre d'option que de jouer davantage sur la corde fiscale de la politique des Abenomics.

D'un point de vue économique, le PIB du 1er trimestre du Japon a augmenté modérément de 1,6% tandis que l'objectif d'inflation a été fixé à 2%. Aujourd'hui, la balance des paiements se porte mieux et s'établit à 2,8 billions de yens contre 2 billions de yens attendus. L'excédent des comptes courants du Japon est à son plus haut sur 7 ans. Pour le moment, l'excédent national profite des prix très bas du brut qui font baisser les importations et d'un JPY très faible qui stimule les exportations. Après la catastrophe de Fukushima en 2011, le Japon s'est davantage tourné vers les importations de produits énergétiques suite à la fermeture de ses réacteurs nucléaires. La baisse des prix du pétrole a donc jusqu'à présent représenté un avantage pour la balance des paiements. Il est clair que la stratégie du premier ministre, M. Abe, qui consiste à déprécier délibérément le yen, a bien fonctionné en permettant au pays de récupérer de la croissance par le biais des exportations. Nous estimons que le Nikkei bénéficiera encore probablement de l'excédent de ces exportations et maintiendra l'équité à un niveau correct face à l'inquiétude du Japon sur la déflation qui est loin d'être terminée.

L'USD/JPY se négocie entre 119.00 et 120.50. La résistance localisée à 120.50 est sans aucun doute en ligne de mire.



+

## Marchés FX

## En attendant la disparition des facteurs temporaires

### Un dégel ralenti ?

Après avoir tourné la page sur les facteurs temporaires parmi lesquels un hiver difficile et une grève portuaire qui ont entraîné une quasi stagnation de l'économie américaine au 1er trimestre (PIB du 1er trimestre a augmenté de seulement 0,2% t/t), qui ont définitivement persuadé la Fed de reporter le premier relèvement de taux, les traders sont en attente des premières bonnes nouvelles pour reprendre le "rally" sur le dollar. Malheureusement, les chiffres du mois d'avril sont également décevants, les emplois non agricoles s'inscrivant à 223k contre 228k tandis que les précédents chiffres publiés étaient révisés à la baisse de 126k à 85k (!). Bizarrement, la plupart des analystes l'ont considéré comme une "bonne" nouvelle, avançant que le ralentissement n'était que temporaire et que les chiffres viendraient confirmer les perspectives d'un environnement favorable à un relèvement des taux par la Fed. Toutefois, les traders n'ont pas acheté face à un EUR/USD d'abord sur le banc de touche avant de reprendre son "rally" jusqu'à atteindre 1.1445 jeudi dernier, bien parti pour tester la résistance clé située à 1.1450 (plus hauts depuis février). Croire en des nouvelles favorables ne suffit pas, les marchés souhaitent voir de réelles améliorations et les derniers chiffres des ventes au détail ne vont pas dans ce sens (0% m/m en avril contre une prévision +0,2%).

### La croissance pourrait accélérer

Nous attendons encore une reprise lente de l'économie américaine avec une accélération significative au 3e trimestre, qui tirera le dollar vers le haut. Au court/moyen terme, les traders sont très impatients de jouer sur un rally à venir du billet vert. En conséquence, les publications consécutives de chiffres "réellement" favorables relanceront l'appréciation de l'USD. La publication des chiffres économique américains se poursuit cette semaine avec les mises en chantier de logements attendues mardi (1020 k attendus, 926k précédemment), l'indice MBA Mortgage Applications mercredi ; les demandes d'assurance-chômage (270k att., 264k préc.), l'indice PMI manufacturier (54.5 att., 54.1 préc.), les ventes de logements existants (5.22m att, 5.19m préc.) et enfin les chiffres de l'inflation prévus vendredi (0,1% m/m att, 0.2% préc. ou -0.2% a/a att., -0,1% préc.). Une inflation supérieure favoriserait un renforcement du dollar.



## 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.