

# RAPPORT HEBDOMADAIRE

21 - 27 mars 2016

**RAPPORT HEBDOMADAIRE - Survol**

p3	Économie	Nul besoin d'agir mais la BNS se tient prête - Peter Rosenstreich
p4	Économie	Norvège : entre inflation et compétitivité - Yann Quelenn
p5	Économie	Les actifs brésiliens jouent aux montagnes russes - Arnaud Masset
p6	Économie	Détérioration de la croissance, le Pérou maintient ses taux - Peter Rosenstreich
p7	Économie	La Fed fait marche arrière sur les 4 hausses de taux - Yann Quelenn
p8	Marchés FX	IMM Non-Commercial Positioning - Arnaud Masset
p9	Themes Trading	
	Disclaimer	

## Économie

## Nul besoin d'agir mais la BNS se tient prête

La BNS a manifestement adopté une position réactive plutôt que proactive. Les pressions s'étant relâchées, elle observe maintenant l'évolution des choses. Comme nous l'avions prévu, la banque a maintenu ses taux directeurs (taux de dépôt à vue à -0,75% et LIBOR à 3 mois de -0,25% à -1,25%), sans toucher davantage aux exemptions des banques sur les taux négatifs. Sa boîte à outils étant plutôt vide, le durcissement des seuils d'exemptions servirait de première frappe (hors interventions mineures et systématiques sur le Forex). Nous avons eu droit à la rhétorique classique sur le CHF "nettement surévalué" et sur la Banque qui "restera active sur les marchés Forex". Nous n'en attendions pas moins et les marchés sont restés sans réaction face à la menace. Le discours de la BNS indique que les prévisions d'inflation conditionnelle doivent être révisées à la baisse, le repli des cours du pétrole ayant contribué à affaiblir les pressions inflationnistes. Dans ce qui nous paraît être une vision optimiste, l'inflation devrait retourner sur un territoire positif dans l'année qui vient. Au regard des perspectives mondiales, la BNS a évoqué la performance économique comme étant "légèrement plus faible" alors que "l'industrie manufacturière et le commerce ont encore stagné" d'où des perspectives "économiques mondiales moins favorables qu'en décembre". La croissance du PIB est dorénavant prévue entre 1% à 1,5%. Enfin, le ralentissement des prix de l'immobilier a été "confirmé", avec une décélération des prêts hypothécaires qui montre une faiblesse des fondamentaux (le ton est atténué par rapport au précédent discours).

Contrairement à ses précédentes actions qui ont poussé la BNS à réagir, les toutes récentes mesures d'assouplissement de la BCE sont perçues comme un signe avant-coureur de taux négatifs. L'EUR/CHF présente la plus forte sensibilité aux différentiels de taux d'intérêt, parallèlement à l'appétit pour le risque. Bien que M. Draghi ait assuré que les taux pouvaient encore être abaissés, le passage subtil des taux d'intérêt à l'assouplissement du crédit signale que le recours à de nouvelles baisses est peu probable. Le manque de vigueur du CHF indique que le marché était satisfait, le resserrement des spreads moins probable et la pression sur la BNS s'est relâchée. A l'avenir, la Banque restera vigilante et les flux intrants de capitaux potentiels venant d'

Europe résultant d'actions de la BCE ou d'événements ponctuels (Brexit, Grexit, élections espagnoles, etc.). Mis à part un événement choc, nous anticipons une tendance à la hausse de l'EUR/CHF à court terme. La résistance de l'EUR/CHF à 1.10229 reste l'objectif haussier principal.

Malgré les récents commentaires du président de la BNS, M. Jordan, suggérant que la stratégie de politique monétaire avait limité l'attrait du CHF, nous suspectons que la BNS n'a plus entièrement le contrôle. De plus, un abaissement de la bande inférieure des taux négatifs à -1,25% ou une expansion du bilan de 100%+ du PIB entraîne des risques de déstabilisation, difficiles à modéliser. Nous approuvons Andrea Maechler, membre du conseil d'administration de la BNS, lorsqu'elle déclare qu'il y a des limites à l'efficacité de la banque centrale. Et nous croyons que la BNS est très proche de ces limites. Dans un premier temps, la banque ciblera probablement les exemptions aux taux négatifs. Pour l'instant, elle s'abstiendra de plonger la main dans sa boîte à outils peu fournie, mais compte tenu de la détérioration des perspectives d'inflation de la BCE et des prévisions de croissance, des mesures politiques complémentaires devraient à notre avis être nécessaires. Nous restons négatifs sur l'EUR/CHF en raison de la montée des risques en Europe et de la demande régulière d'actifs refuges à long terme.

## Économie

## Norvège : entre inflation et compétitivité

### Repli des fondamentaux économiques

Au début de la semaine dernière, la Norges Bank a abaissé son taux de dépôt à un plus bas historique de 0,75% à 0,50%. La Banque centrale norvégienne tente d'alimenter la croissance dans un pays où le quart de son économie dépend de l'industrie pétrolière. En 2015, le PIB a enregistré 1% a/a, soit une baisse de 2,3% l'année précédente, principalement en raison de la baisse des investissements. Toutefois, les dépenses des consommateurs et les exportations étaient en progression l'année dernière, les deux en hausses respectives de 2% et 2,6%. Le chômage progresse et s'il reste relativement bas, il a grimpé de 3,5% en 2014 à 4,4% en 2016. La croissance des salaires devrait subir un contrecoup. Les conditions économiques en repli ont suffi à convaincre la Norges Bank d'abaisser les taux afin d'importer de l'inflation et de rendre l'économie plus compétitive.

### Les risques nationaux sont importants

Le principal problème de cette dévaluation compétitive est que la BCE et la Suède mènent la même politique monétaire. La BCE tente clairement de dévaluer une nouvelle fois la monnaie unique et la Suède a déjà adopté les taux négatifs. La dévaluation compétitive pousse la Norges bank à conserver sa politique monétaire accommodante. Par ailleurs, la fin des prix bas du pétrole aurait l'effet inverse de renforcer la devise norvégienne. Cette stratégie de dévaluation compétitive n'est pas sans risque puisqu'elle pourrait nuire à la stabilité des prix. En effet, l'inflation est loin d'être faible. L'IPC de 2015 a enregistré 3,1% a/a. Par conséquent, la Norges Bank souhaite accroître les risques d'inflation à la hausse ce qui annulerait le gain de compétitivité résultant d'une couronne plus faible. Enfin, et c'est un point essentiel, des taux bas pourraient sous-tendre une bulle immobilière.

### Les taux d'intérêt négatifs sont en ligne de mire

Les perspectives économiques de la Norvège sont incertaines. Il est nécessaire d'accroître la compétitivité en dévaluant la devise pour stimuler la croissance et les revenus, dans la mesure où les politiques monétaires de l'Europe et de la Suède en particulier sont si agressives que les taux négatifs sont encore en place. En d'autres termes, la Norvège fait actuellement le pari de sacrifier la stabilité des prix au nom de la compétitivité.

## Économie

## Les actifs brésiliens jouent aux montagnes russes

Au cours des deux dernières semaines, le réal brésilien s'est retrouvé pris entre l'instabilité politique croissante et un rally des matières premières. Comme si la volatilité n'était pas assez élevée, le FOMC a surpris mercredi dernier le marché qui anticipait un signal plus "hawkish", et a abaissé ses prévisions pour 2017 pour les taux des fonds fédéraux à 0,875%, comparativement à 1,375% lors de son meeting de décembre, en invoquant un ralentissement mondial accru et la haute volatilité des marchés financiers. En d'autres termes, la Fed anticipe maintenant deux hausses des taux pour 2016 contre 4 initialement.

Mercredi dernier, la crise politique est montée d'un cran au Brésil après que la présidente Dilma Rousseff a nommé Luiz Inacio Lula da Silva, chef de cabinet et qu'un juge fédéral a publié l'enregistrement d'une conversation suggérant que la présidente a offert ce poste à Lula pour le protéger de poursuites judiciaires en cours. La position au sein d'un cabinet garantit l'immunité contre les charges actuelles de blanchiment d'argent et de fausses déclarations, bien que la Cour Suprême brésilienne soit habilitée à le juger. Des millions de brésiliens sont alors descendus dans la rue pour appeler à la démission de Dilma Rousseff. On pourrait penser que le désordre politique pèse lourdement sur les actifs brésiliens mais il n'en est rien. Les investisseurs voient ces événements d'un bon œil car ils pourraient contribuer à débloquent l'impasse de la réforme et remettre le pays sur la voie de la croissance. Dernier rebondissement, un juge a bloqué la nomination de Lula comme chef de cabinet, en avançant qu'elle ferait capoter les investigations en cours.

Séparément, la baisse de l'aversion au risque et l'espoir d'une demande chinoise plus forte ont soutenu les cours du minerai de fer, l'un des secteurs clés des exportations et ont poussé les prix d'environ 50% depuis la mi-janvier. De même, la plupart des matières premières ont connu une reprise forte : le brut WTI (West Texas Intermediate)

a testé le niveau de 40\$ pour la première fois depuis mi-décembre et l'or a enregistré une hausse de 17% depuis le début de l'année. Le réal brésilien a largement progressé jeudi alors que les protestants descendaient dans la rue. L'USD/BRL devrait connaître des pressions haussières renouvelées, le rally des matières premières perdant de la vitesse et les investisseurs se concentrant sur les inquiétudes croissantes entourant l'avenir politique du pays.

Iron Ore recovery boost BRL (inv. USD/BRL)



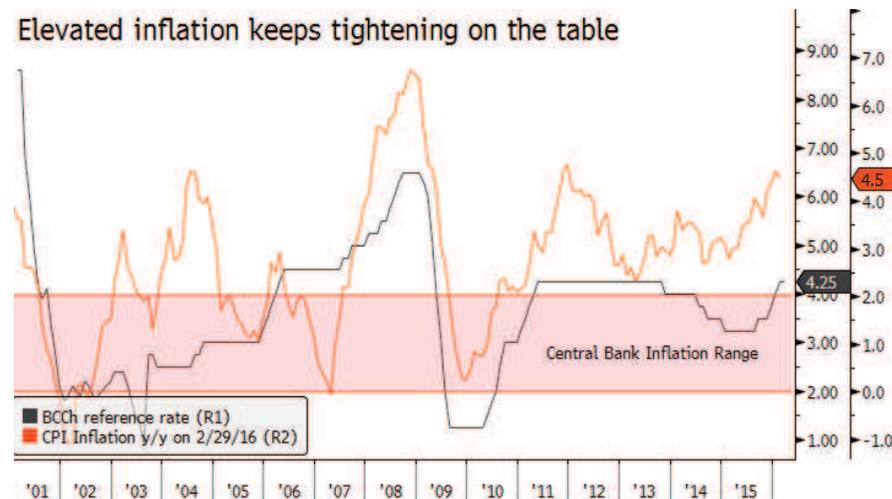
## Économie

## Détérioration de la croissance, le Pérou maintient ses taux

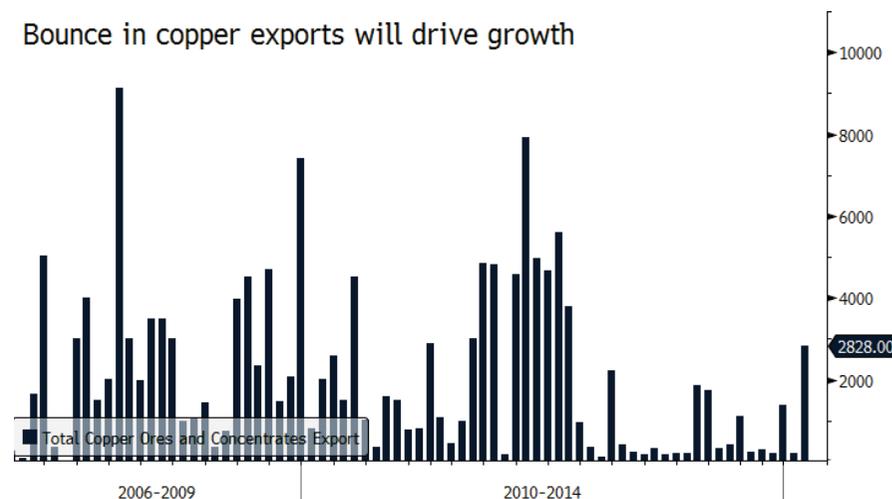
Avec la reprise actuelle des métaux de base, les traders du Forex ont à nouveau concentré leur attention sur le Chili. La combinaison favorable d'une Fed "dovish", d'une reprise des matières premières et de rendements élevés a permis au peso chilien d'amorcer une remontée. La croissance du PIB au 4e trimestre a confirmé une détérioration de la croissance car les chiffres ont déçu en progressant de 1,30% contre une attente à 1,60% et un précédent chiffre à 2,20%. Toutefois, les principales statistiques ont enregistré une amélioration alors que la confiance interne est relancée, ce qui est essentiel pour l'accélération de la croissance. Les exportations de cuivre ont bondi de 2054,1\$ à 2267,6\$ et pourraient être le signe d'un plus bas pour la matière première qui est une donnée critique pour l'économie du pays. La confiance des consommateurs a augmenté de 3,3 pp à 37,6% en février. Il est surprenant de constater que la hausse a coïncidé avec l'annonce par le FM que de nouvelles taxes seraient nécessaires au vu des prix faibles du cuivre. La confiance des entreprises s'est également améliorée, dans une moindre mesure, suggérant globalement que les mesures du climat des affaires ont atteint un creux au 1er trimestre (coïncidant avec un renversement du repli des matières premières). Les prévisions d'inflation sont restées moroses alors que l'inflation globale de février a connu une décélération de 0,5% à 0,3% m/m mais le chiffre annuel se maintient à 4,7%, bien au-delà de la fourchette officielle de tolérance de 2-4%.

La BCCh, Banque centrale du Chili, a maintenu le taux de 3,50% pour le troisième mois consécutif, en adoptant une stratégie attentiste après des mouvements "hawkish" en 2015. La décision n'a pas modifié la ligne alors que les éléments du discours ont confirmé son biais au resserrement. Dans le discours qui a suivi, la BCCh a souligné que la politique monétaire mondiale restera plus expansionniste tandis que les perspectives pour la croissance des marchés développés et les prévisions d'inflation ont été une nouvelle fois révisées à la baisse. Du côté de l'inflation, les prévisions à moyen terme sont restées ancrées à 3%, indiquant que les pressions à court terme seraient transitoires. Nous basant sur une reprise marginale des prix des matières premières qui appuierait la croissance, nous tablons sur une hausse supplémentaire de 25 pbs à 3,75% pour 2016. Pourtant le risque, étant données la baisse des perspectives de croissance mondiales qui affaiblit naturellement les prévisions d'inflation, et les craintes d'une appréciation du PEN suggèrent une pause prolongée. La prochaine publication du Rapport de politique monétaire (IPoM) devrait apporter plus de clarté à nos prévisions et signaler la fin de la théorie du cycle de resserrement.

Elevated inflation keeps tightening on the table



Bounce in copper exports will drive growth



## Économie

## La Fed fait marche arrière sur les 4 hausses de taux

Comme prévu, la Fed a laissé ses taux inchangés de 0,25% à 0,50%. Quoi qu'il en soit, les marchés financiers avaient exclu toute annonce de hausse des taux lors de cette réunion de mars. Ils anticipent désormais une hausse des taux avant septembre.

Dans les déclarations du FOMC, les termes clés ont été comme d'ordinaire orientés vers le marché de l'emploi et l'objectif d'inflation. Toutefois, les conditions du marché de l'emploi en constante amélioration n'ont pas donné l'élan prévu à l'inflation malgré la légère reprise des mois précédents. Néanmoins, celle-ci continue à se maintenir sous l'objectif à plus long terme des 2%. La Fed est convaincue que l'effet de la baisse des prix de l'énergie et des importations va s'atténuer et va accroître les pressions inflationnistes. Les prix de l'énergie augmenteront peut-être, mais nous pensons que l'affaiblissement de la demande globale continuera à tirer les prix vers le bas. L'objectif d'inflation de la Fed de 2% semble bien loin.

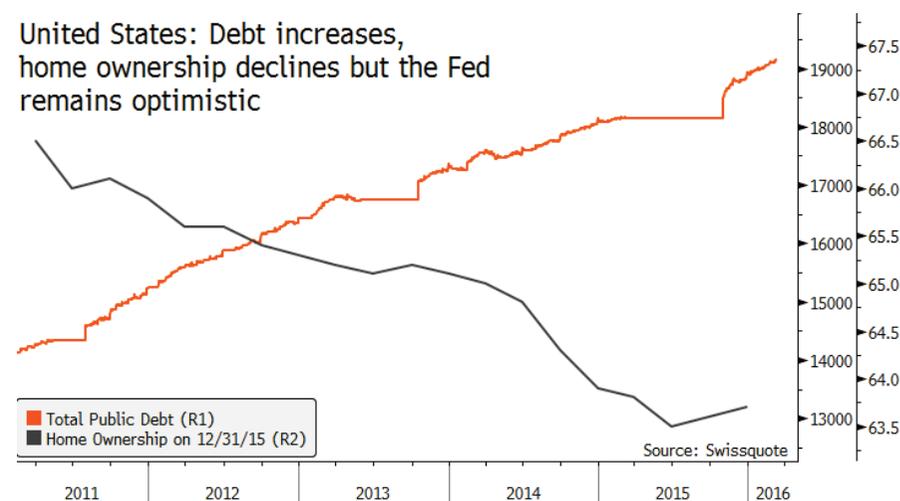
Il est vrai également que, d'après les chiffres officiels, les conditions du marché de l'emploi ont connu une amélioration constante. Le taux de chômage a chuté sous les 5%, malgré une faiblesse continue du secteur manufacturier. La situation était similaire en décembre et n'a pas empêché la Fed de relever ses taux. En d'autres termes, nous pensons que le marché de l'emploi n'est pas le principal moteur d'une hausse des taux si, bien sûr, il reste aussi résilient qu'il l'est aujourd'hui.

De notre point de vue, les prix de l'énergie et les importations sont loin d'être les seuls moteurs d'un relèvement des taux de la Fed. Les conditions économiques et financières mondiales constituent également des facteurs importants qui empêchent la banque centrale américaine d'agir. Toutefois, la Fed refuse clairement d'admettre que le ralentissement chinois a souligné les difficultés sous-jacentes de l'économie américaine. Les exportations chinoises ont chuté de 25% en 2015, indiquant que les pays occidentaux ont tout simplement moins acheté en Asie. En conséquence, le secteur manufacturier souffre, ce qui met le marché de l'emploi sous pression.

Malheureusement, il n'est fait aucune mention de ces difficultés nationales dans les discours du FOMC, laissant penser que la Fed pourrait être trop optimiste en ce qui concerne la santé actuelle de l'économie américaine.

Il est également important de noter que les élections présidentielles de cette année déclencheront probablement un sentiment patriotique chez le consommateur américain qui tend à se renforcer lors de tels événements. La situation pourrait apporter un nouvel élan à la consommation et pousser l'inflation (légèrement) plus haut, ce qui viendrait soutenir le relèvement de taux sans être suffisant, à notre avis, pour déclencher une hausse cette année.

United States: Debt increases, home ownership declines but the Fed remains optimistic



## Marchés FX

## Positionnement non-commercial de l'IMM

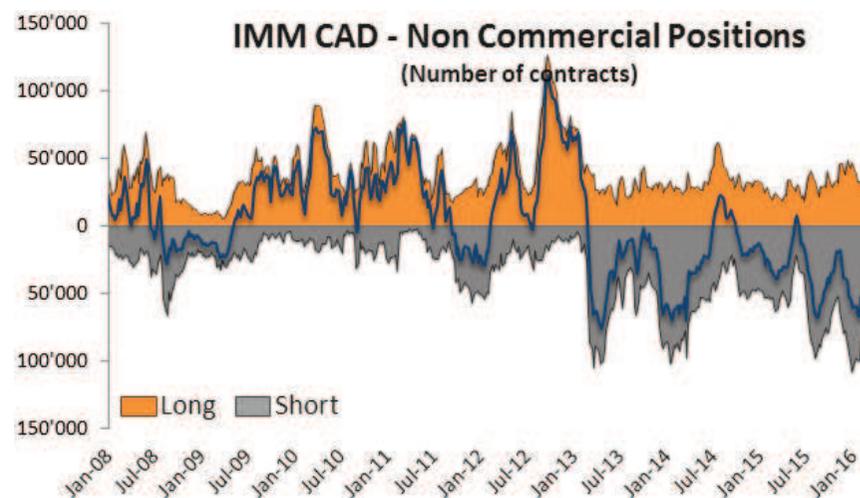
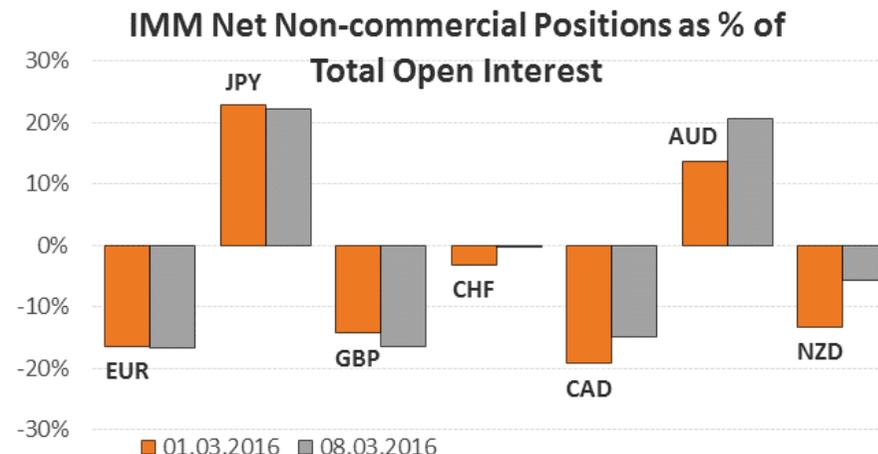
Le positionnement non-commercial du Marché Monétaire International (IMM) est utilisé pour observer les flux de fonds d'une devise à l'autre. Il est généralement considéré comme un indicateur contrariant quand un positionnement extrême est atteint.

Les données de l'IMM couvrent les positions des investisseurs pour la semaine clôturée le 8 mars 2016.

Les positions longues nettes sur l'USD ont continué à baisser, les spéculateurs ayant ajusté leur portefeuille en prévision du FOMC. Les participants du marché se montrent de plus en plus baissiers sur les perspectives du dollar USD alors que le ralentissement mondial et les marchés financiers volatils devraient empêcher la Fed de relever les taux pour l'instant.

Les positions courtes nettes du NZD ont chuté significativement en réaction à l'accélération de la reprise des matières premières. En une semaine, les positions nettes courtes se sont contractées de 13,2% à 5,7% du total des positions ouvertes. Cette tendance devrait s'accroître avec des spéculateurs qui continuent à renverser leurs positions.

Les positions courtes sur le CAD ont également chuté, atteignant 14,7% du total des positions ouvertes alors que la devise a connu un coup de fouet suite à la remontée du pétrole brut. La devise devrait continuer à tirer parti de la reprise de l'or noir. Depuis la mi-janvier, le CAD a augmenté de plus de 10% face au dollar USD.



## Themes Trading

## Cuivre

Après des années de repli, le cuivre, à l'instar d'autres métaux industriels, connaît une reprise impressionnante. En plus d'être l'un des métaux industriels les plus populaires dans les transactions, le cuivre est un baromètre essentiel de la santé de l'économie mondiale. On retrouve le métal dans toutes les applications, des circuits imprimés à la plomberie et il occupe une part importante dans les économies des pays en développement.

La chute des cours du cuivre à partir de 2010 a été le signe précurseur de la stagnation mondiale qui continue de hanter la planète jusqu'à aujourd'hui. Pourtant, la stabilisation des perspectives de croissance en 2016, menée par la BCE et la Banque du Japon qui ont appliqué des mesures incitatives complémentaires, a dopé le métal industriel. Parallèlement, l'engagement de la Chine dans un objectif de PIB de 6,5% à 7% soutiendra l'amélioration des cours puisque le pays représente 45% de la demande mondiale de cuivre. A court terme, le cuivre reste en "backwardation", c'est à dire en déport, ce qui indique des inquiétudes en termes d'offre car les ruptures de production aident finalement à équilibrer le marché. Face à l'optimisme ambiant et aux prévisions de demande qui dépassera l'offre, cette matière première exceptionnelle devrait continuer à se renforcer.

Nous avons étudié ce thème en analysant des actions de compagnies minières dont la majeure partie des revenus est générée par la production de cuivre, ainsi qu'un ETF directement corrélé aux prix des futures.



## 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.