

# RAPPORT HEBDOMADAIRE

19 - 25 décembre 2016

**RAPPORT HEBDOMADAIRE - Survol**

- |    |            |  |
|----|------------|--|
| p3 | Économie   | Restons prudents face aux perspectives du dollar - Arnaud Masset               |
| p4 | Économie   | Russie : maintien des taux, mais possible baisse pour 2017 - Yann Quelenn      |
| p5 | Économie   | La BNS a-t-elle modifié en douce sa politique de change ? - Peter Rosenstreich |
| p6 | Économie   | Les Marchés émergents se stabilisent - Arnaud Masset                           |
|    | Disclaimer |  |

## Économie

## Restons prudents face aux perspectives du dollar

Comme largement prévu, le FOMC a augmenté ses taux d'intérêt de 25 points de base, relevant sa fourchette cible de taux des fonds fédéraux de 0,50 % à 0,75 %. Après un léger repli avant l'annonce, le dollar américain s'est apprécié contre la plupart de ses devises homologues, Janet Yellen ayant dévoilé un graphique de projections qui traduit un positionnement plus agressif. En effet, le marché qui avait eu le temps nécessaire de prendre en compte la deuxième hausse des taux d'intérêt du cycle juste un an après le début du processus de normalisation de la Fed n'espérait pas plus que deux relèvements en 2017. Or, le graphique de projections de l'institution a révélé aux investisseurs que le comité prévoyait un troisième resserrement pour l'année prochaine.

Si l'on analyse le communiqué qui fait état des récentes améliorations en termes de conditions du marché du travail et d'inflation, en comparant les données réelles aux prévisions initiales, l'on constate que le FOMC a légèrement modifié quelques points, ceux les plus significatifs en termes de politique offensive. Le taux de chômage a carrément baissé à 4,6 % en novembre et atteint un niveau que la Fed qualifie de taux de chômage « structurel ». Par ailleurs, les perspectives d'inflation se sont améliorées de manière substantielle (même avant l'élection de Donald Trump) avec la poursuite de la progression de l'indicateur des dépenses de consommation des ménages de base (1,7 % en glissement annuel en octobre), tandis que le taux d'inflation global a fortement augmenté à la faveur du redressement des cours des matières premières.

Malgré cette orientation de type offensif annoncée par la Fed pour les années 2017-2019, nous croyons utile de rappeler à nos lecteurs que, tout comme cette année, la politique de l'institution va dépendre des données économiques. Et, en regardant les statistiques, nous voyons que la Banque centrale des États-Unis s'est la plupart du temps finalement trompée à l'heure de prédire son propre programme de politique monétaire. Souvenons-nous que la Fed avait prévu quatre relèvements pour cette année. Par conséquent, nous pensons que le marché est en train d'aller trop loin une fois de plus (à la faveur de Donald Trump qui a enflammé les attentes du marché avec son plan de relance budgétaire mystère) et fait preuve d'un trop plein d'optimisme au regard des perspectives

américaines dans un contexte de données économiques contrastées et d'incertitudes élevées concernant l'avenir de la situation politique.

En effet, les derniers indicateurs se sont avérés plutôt décevants et n'ont pas confirmé les bons résultats du mois d'octobre. En novembre, l'amélioration du taux de chômage a principalement été induite par une baisse du taux de participation qui est retombé à 62,7 %. Le salaire horaire moyen a reculé de 0,1 % en glissement mensuel, tandis qu'il a glissé de 2,8 à 2,5% en variation annuelle au cours du mois précédent. Les ventes au détail globales n'ont pas été conformes à celles prévues par le consensus : elles ont augmenté de 0,1 % en glissement mensuel contre un taux attendu de 0,3 %, et le même indicateur hors automobile et essence a progressé de 0,2 % au lieu d'une hausse prévue de 0,4 %. Finalement, la production industrielle s'est contractée de 0,4 % en glissement mensuel en novembre, entraînant presque la croissance moyenne sur 6 mois en territoire négatif et laissant paraître l'apathie encore importante du secteur. Un dollar plus ferme ne pourrait par conséquent faire qu'empirer la situation, étant donné qu'il freinerait les exportations américaines et rendrait les biens et services étrangers moins chers, ce qui reviendrait à importer de la déflation.

## Économie

## Russie : maintien des taux, mais possible baisse pour 2017

Vendredi dernier, la Banque centrale de Russie a publié son taux directeur, qui, comme attendu par les marchés, est demeuré inchangé à 10 %. De notre côté, nous pensons que la BCR réduirait ses taux à 9,5 %, soit 50 points de base en moins, en raison de plusieurs signes récents d'embellie de l'économie du pays et notamment de la fermeté du rouble. Le premier concerne l'inflation qui a baissé de 6,1 à 5,7 % depuis la fin du mois de septembre. La banque centrale table toujours sur un taux de 4% pour la fin de 2017, ce qui signifie que les décideurs politiques russes sont susceptibles d'entamer un nouveau cycle d'assouplissement d'ici la fin de l'année. En effet, ils ont laissé entendre la possibilité d'une baisse de taux pour début 2017.

Les fondamentaux restent d'une certaine manière fragiles. Bien que l'inflation soit en voie de repli, le rythme de ce recul semble encore impossible à prévoir, en particulier à cause du ralentissement de la hausse des prix à la consommation. De toute façon, l'indice de prix des produits alimentaires a progressé de 6 % en glissement annuel en octobre.

Il est vrai également que la Russie est toujours en difficulté avec une croissance du PIB de -0,8 % depuis le début de l'année. Néanmoins, compte tenu de l'importante appréciation des cours du pétrole, il se pourrait que l'économie se soit améliorée sur une base annuelle, ce qui pourrait également encourager la mise en place d'un processus de normalisation des taux d'intérêt. L'institution envisage même des taux de croissance du PIB respectifs de 1,5% et 2 % pour 2018 et 2019.

Sur le plan géopolitique, la situation a l'air plus sereine. Les sanctions américaines envers la Russie devraient être levées étant donné que les relations entre les deux pays semblent s'être déjà améliorées depuis l'élection de Donald Trump. Ironiquement, l'Union européenne a décidé de maintenir les sanctions économiques envers le pays six mois de plus dû à la crise en Ukraine.

En outre les conditions de change sont actuellement idéales. En effet, le rouble s'est fortement renforcé contre le dollar américain qui s'échange à 62, ce qui permet à la BCR de réagir plus facilement.

La prochaine réunion de la banque centrale se tiendra le 3 février 2017 et il est fort probable qu'une réduction des taux soit décidée à ce moment-là.

Russia: The rouble is trading at one year-high against the dollar leaving some room to the CBR to act



## Économie

## La BNS a-t-elle modifié en douce sa politique de change ?

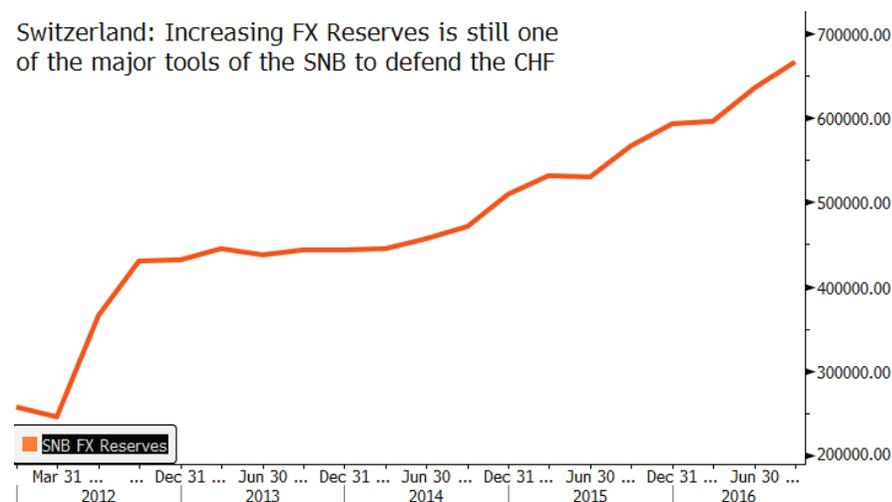
Ce qui semblait être dans l'ensemble une affaire sans intérêt s'est finalement révélé plein de rebondissements. La BNS a maintenu sa fourchette de taux LIBOR à 3 mois entre -0,25 et -0,125 % comme largement prévu. Dans son rapport d'évaluation de politique monétaire, l'institution a indiqué qu'elle estimait que le CHF était surévalué et qu'elle continuerait d'intervenir sur le marché des changes. Elle a également ajouté que ses mesures dans ce domaine visaient à « rendre les investissements en franc suisse moins intéressants ». Les prévisions d'inflation ont légèrement été revues à la baisse depuis le rapport de septembre, de 0,2 % à 0,1% sur le court terme, indiquant tout de même une reprise pour 2017. Faisant référence à l'accélération de l'économie américaine, la BNS a mentionné que l'économie mondiale poursuivait sa reprise conformément aux prévisions, tandis que les répercussions du Brexit étaient moindres que ce qui avait été annoncé.

Compte tenu d'un environnement externe plus brillant, la BNS projette « grosso modo » une croissance du PIB de 1,5 % pour 2017. Le graphique inattendu des projections de la Fed a manqué de relâcher la pression sur le CHF, car la Banque nationale suisse se concentre principalement sur la valorisation de l'EUR/CHF.

Contrairement à son habitude, l'institution conservatrice a glissé quelques insinuations dans son communiqué de politique monétaire. Après un discours standard effectué en septembre « La BNS restera en même temps aussi active sur le marché des changes que besoin est », elle a rajouté « tout en prenant la situation d'ensemble en considération ». Après la réunion, M. Jordan, président de la direction générale de la BNS a démenti qu'il avait cherché à adresser un signal au marché. Les banques centrales ne s'amusant toutefois pas à rajouter des mots juste comme ça, sans raison, il est donc clair que ce rajout est significatif. D'après nous, cela veut dire que la BNS tolérera davantage de flexibilité au niveau du change.

Les ventes d'EUR/USD largement induites par l'annonce de la Fed ont fait chuter l'EURCHF jusqu'à 1,07307. Compte tenu de la hausse de l'inflation, la BNS est susceptible d'accepter un léger niveau de dépréciation de la paire. Étant donné l'accumulation des risques d'événement en Europe à moyen et long terme, le CHF va continuer de s'apprécier par rapport à l'EUR, posant ainsi un problème de taille aux décideurs politiques suisses (vu que dans ce cas les différentiels de taux d'intérêt ont moins d'importance que les valorisations des taux de change). Avec des réserves de devises officielles supérieures à 100 % du PIB, une intervention significative sur le marché des changes est toutefois probable d'autant plus qu'une baisse supplémentaire des taux d'intérêt négatifs, déjà néfastes pour l'équilibre du bilan de la banque et pour l'épargne des consommateurs ne constitue pas une option acceptable.

Switzerland: Increasing FX Reserves is still one of the major tools of the SNB to defend the CHF



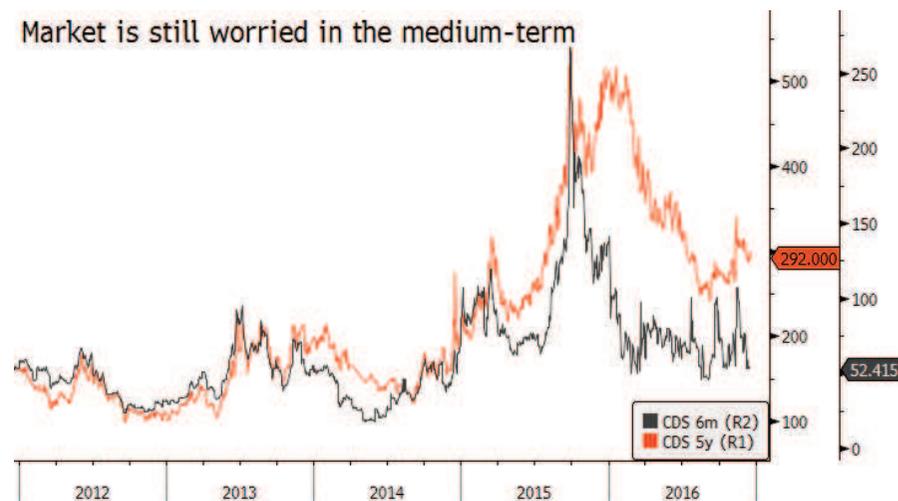
## Économie

## Les Marchés émergents se stabilisent

Après avoir subi une correction majeure déclenchée par le glissement de la Fed vers un programme de taux plus offensif, les devises émergentes ont quelque peu récupéré le terrain perdu vendredi dernier lorsque le dollar américain s'est déprécié de manière générale. Les devises d'Europe de l'Est ont représenté la majeure partie de la chute du billet vert, le rouble russe et le zloty polonais ayant repris un peu de couleur. La livre turque s'est également redressée quelque peu après une chute non négligeable de 2 % faisant suite à l'attaque terroriste survenue à Istanbul le week-end dernier. Les devises sud-américaines ont connu une session mouvementée avant le week-end, les performances du peso colombien et du peso chilien oscillant autour de zéro. Le peso mexicain et le réal brésilien ont évolué en direction contraire, le premier restant sous la pression exercée par le dollar américain et le dernier s'orientant marginalement à la hausse.

Le réal brésilien s'est montré, tout comme la plupart des devises émergentes, insensible aux développements locaux, les investisseurs étant exclusivement intéressés par le dollar et la dernière réunion du FOMC. Même l'approbation par le Sénat d'un amendement constitutionnel visant à limiter l'accroissement des dépenses publiques est passée inaperçue. La Chambre haute a voté en faveur (65 contre 14) du PEC 55 (précédemment le PEC 241) malgré les manifestations massives de la population qui voient largement cette décision comme un autre coup rude pour les classes pauvres. Le président non élu, qui a accédé au pouvoir suite à la destitution de Dilma Roussef au mois d'août dernier est de plus en plus confronté au mécontentement de ses concitoyens étant donné qu'il continu d'appliquer de nouvelles réformes qui n'auraient jamais été acceptées par le gouvernement précédent. Malgré ces nouvelles mesures d'austérité qui devraient aider le pays à remonter la pente et à sortir de la récession, le climat d'incertitude dégagé par le niveau de risque élevé en politique retient les investisseurs internationaux, ce qui a pour effet de peser sur le réal et sur l'ensemble des actifs brésiliens.

Bien que nous pensons que la hausse excessive du dollar reste la principale menace pour l'année 2017, l'instabilité politique actuelle pourrait empêcher un redressement rapide de la monnaie locale. De plus, le caractère imprévisible du futur gouvernement des États-Unis encourage les investisseurs à rester longs sur la monnaie américaine.



## 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.