



## Le billet vert pourra-t-il rééditer son exploit en 2015?

- *Le dollar US, qui vient de s'apprécier de 9% en termes pondérés en fonction des échanges commerciaux, a connu sa meilleure année depuis 1997. La fin de l'assouplissement quantitatif aux États-Unis l'a clairement soutenu, mais un nouveau geste de détente de la politique monétaire à un niveau jamais vu par les banques centrales d'Europe et du Japon a aussi écrasé l'euro et le yen par rapport au billet vert. Cette divergence de politiques monétaires se poursuivra tout au long de 2015, ce qui laisse entrevoir un nouveau potentiel de hausse pour l'USD, même si nous prévoyons une appréciation moins forte que l'an dernier. Une stabilisation des prix du pétrole et la patience de la Fed pourraient brider le dollar US par ailleurs en plein essor.*
- *Face à la menace de la déflation avec la poursuite du cycle de désendettement qui freine la croissance et donc les prix, la Banque centrale européenne a peu d'autres choix que de se lancer dans l'assouplissement quantitatif en bonne et due forme, ayant déjà acheté des obligations sécurisées et des titres adossés à des actifs. Aux malheurs de l'euro s'ajoute la résurgence de l'incertitude politique qui émane à nouveau de la Grèce. Le rapport EURUSD est en passe de baisser à 1.15 d'ici la fin de 2015.*
- *Fort d'une nouvelle majorité gouvernementale après les récentes élections, le premier ministre du Japon, Shinzo Abe, pourrait aller de l'avant avec les nécessaires réformes structurelles. La politique d'argent facile continuera alors que la Banque du Japon accélère la cadence de la planche à billets, laissant le yen se déprécier par rapport à l'USD à des niveaux jamais vus depuis 2002. Nous gardons confiance dans notre prévision de 128 pour le rapport USDJPY d'ici la fin de 2015.*
- *Nous avons révisé à la baisse nos projections de prix du brut WTI à une moyenne de \$70 le baril en 2015 (comparativement à environ \$90 dans notre prévision précédente). La baisse de nos projections d'inflation et de croissance qui en résulte explique pourquoi nous nous attendons maintenant à ce que la Banque du Canada reporte à 2016 toute hausse des taux d'intérêt. Nous avons par conséquent rajusté nos cibles pour le dollar canadien (par rapport à l'USD) à 1.20 d'ici la fin de 2015. Mais à court terme, le huard pourrait tenir bon à la faveur de la stabilisation des prix du pétrole.*

Stéfane Marion/Krishen Rangasamy

Perspectives des devises*						
	Actuel 2-Jan-15	2015T1	2015T2	2015T3	2015T4	2016T1
USDCAD	1.18	1.16	1.16	1.18	1.20	1.19
Cents U.S. par CAD	0.85	0.86	0.87	0.85	0.83	0.84
EURUSD	1.20	1.20	1.19	1.17	1.15	1.14
USDJPY	120	122	124	126	128	129
AUDUSD	0.81	0.82	0.81	0.79	0.80	0.82
GBPUSD	1.53	1.54	1.52	1.51	1.50	1.52
USDCNY	6.21	6.20	6.17	6.14	6.10	6.08
AUDCAD	0.95	0.95	0.94	0.93	0.96	0.98

\*Fin de période

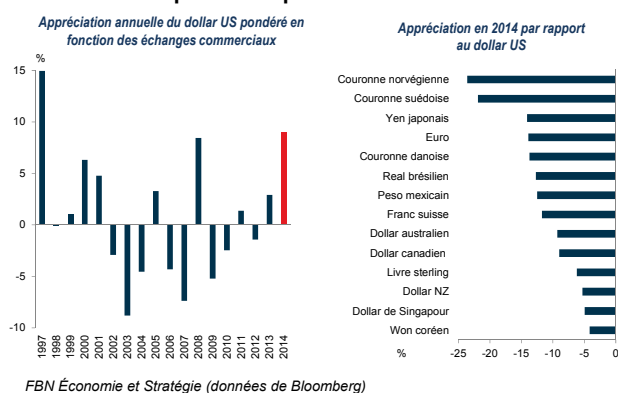
Source : FBN Économie et Stratégie

# DEVISES

## L'USD peut-il rééditer l'exploit?

Le dollar US vient de boucler sa meilleure année depuis 1997. Son appréciation de 9% en termes pondérés des échanges commerciaux est le fruit de la décision de la Fed de mettre fin à l'assouplissement quantitatif, bien que le billet vert ait aussi été avantagé par un nouveau geste de détente de la politique monétaire à un degré inconnu des banques centrales d'Europe et du Japon. Les monnaies sensibles aux matières premières ont aussi écopé puisque la hausse de l'USD a pesé sur les prix de ces marchandises.

### Une année exceptionnelle pour le dollar US en 2014



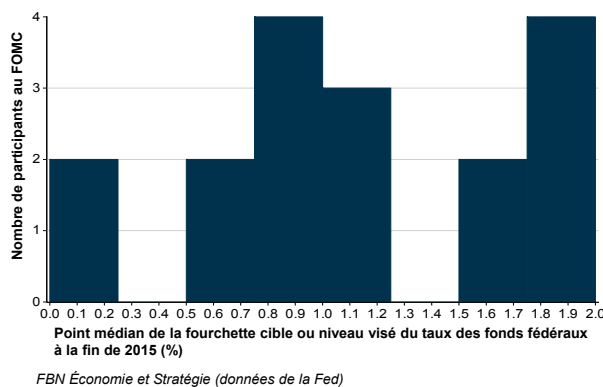
Le billet vert pourrait-il rééditer son exploit en 2015? La divergence des politiques monétaires continuera assurément, ce qui laisse présager de nouvelles hausses de l'USD, particulièrement par rapport à l'euro et au yen. La hausse des rendements obligataires, grâce à la Fed, et les solides perspectives de croissance feront l'effet d'un aimant, attirant les capitaux étrangers vers les États-Unis en 2015. La plus grande économie du monde suit une nette tendance à la hausse, dopée par un secteur privé revigoré. Le marché du travail a décollé et l'augmentation du revenu des ménages qui en découle, doublée d'une essence bon marché et de la reprise des emprunts, devrait encore stimuler la consommation. Les exportations pourraient ralentir un peu à cause du renforcement du dollar, mais cela ne devrait pas empêcher la croissance du PIB des États-Unis d'accélérer du rythme estimé à 2.4% en 2014 à environ 3% cette année, ce qui serait la meilleure performance en une décennie. Cela représente bien plus que la croissance potentielle et est proche des dernières estimations de la Fed.

En plus de ses nouvelles projections, la Fed a décidé en décembre d'ajuster ses indications prospectives en disant qu'elle peut se montrer « patiente » dans la normalisation de sa politique monétaire. Au cours de la conférence de presse qui a suivi la réunion du FOMC, sa présidente, Janet Yellen, a précisé sa pensée en

disant qu'il n'y aura pas de modification des taux au cours des deux prochaines réunions du FOMC. Le changement par rapport aux indications prospectives antérieures selon lesquelles les taux allaient rester bas « pendant une durée considérable » n'est pas négligeable. Bref, des hausses de taux se profilent à l'horizon et les marchés commencent à s'ajuster à une nouvelle donne.

### États-Unis : Hausse des taux par la Fed en vue cette année

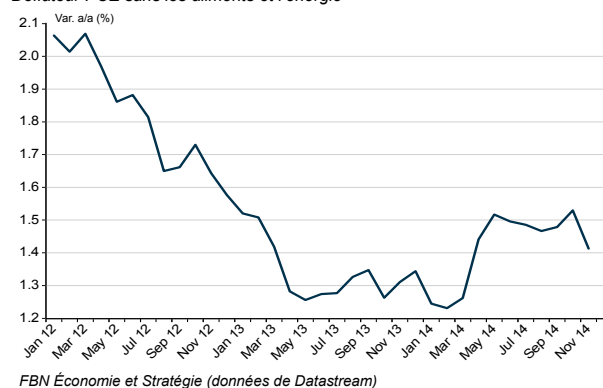
Prévision des taux des fonds fédéraux pour la fin de 2015 selon le FOMC



Les perspectives pour le dollar US sont prometteuses, mais celui-ci pourrait se heurter à une certaine résistance en 2015. Par exemple, le prix du pétrole pourrait se stabiliser un peu, donnant un ballon d'oxygène aux monnaies sensibles aux matières premières. La Fed pourrait aussi décider de relever les taux d'intérêt moins énergiquement que prévu malgré la solide croissance du PIB, si le déflateur PCE (indice des prix à la consommation personnelle) de base reste mou, éventuellement en raison de la persistance d'une faible inflation des salaires et de prix à l'importation bas (grâce à l'appréciation de l'USD de ces deux dernières années).

### États-Unis : L'inflation reste faible

Déflateur PCE sans les aliments et l'énergie



# DEVISES

## Assouplissement quantitatif dans la zone euro?

S'il est une monnaie dont on n'attend pas qu'elle oppose une grande résistance à la hausse du billet vert, c'est l'euro. La monnaie commune, qui vient de connaître sa plus mauvaise année depuis 2005, reste entravée par une économie stagnante et l'incertitude politique. L'incapacité des membres de la zone de mettre en place des politiques et des réformes propices à la croissance continue de maintenir l'emploi et la croissance sous le boisseau, limitant du coup les salaires et les prix. Les marchés semblent partager ces prévisions si l'on en croit les anticipations de l'inflation qui sont maintenant à des plateaux records.

### Zone euro : Prochain arrêt, la déflation?

Prévisions d'inflation mesurées par les swaps d'inflation de 5 ans



Une fois que la déflation s'empare d'une économie, elle peut se révéler persistante et entraîner toutes sortes de problèmes. En dehors de la dévastation qu'elle cause pour la consommation en raison des anticipations de baisse des prix, elle peut aggraver les finances déjà chancelantes des États dans la zone euro en augmentant la valeur réelle de leurs dettes et en limitant le PIB nominal et donc les recettes fiscales. Devant la menace de la déflation en plein cycle de désendettement qui se poursuit, la Banque centrale européenne a peu d'autre choix que de faire suivre ses achats d'obligations sécurisées et de titres adossés à des actifs par un assouplissement quantitatif en bonne et due forme. Bref, nous gardons confiance dans notre prévision de chute du rapport EURUSD à 1.15 d'ici la fin de 2015.

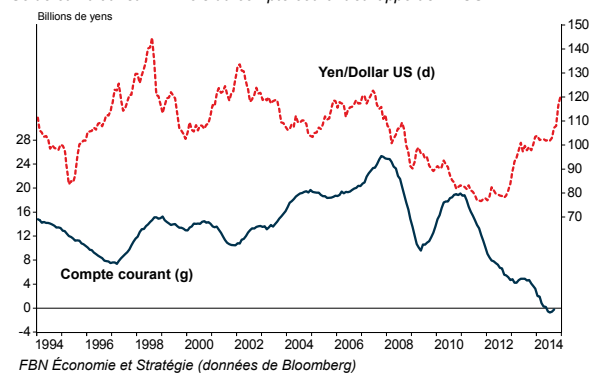
## La politique économique de M. Abe maintient la pression sur le yen

Le Japon, une autre économie qui luttera contre la déflation en 2015, connaîtra une nouvelle année difficile malgré la politique de grande détente de sa banque

centrale. Mais maintenant que les élections de décembre lui ont donné une nouvelle majorité de gouvernement, le premier ministre Shinzo Abe pourrait bien mettre ses réformes structurelles en branle. La politique d'argent facile continuera. La BdJ accélère la cadence de la planche à billets, laissant le yen se déprécier par rapport à l'USD à des niveaux qu'on n'avait pas vus depuis 2002. L'affaiblissement du yen sera une bonne nouvelle pour les exportateurs et permettra au solde du compte courant, qui dérivait à la baisse ces dernières années, de se stabiliser. Nous gardons confiance dans notre prévision de 128 pour le rapport USDJPY d'ici la fin de 2015

### Japon : Le yen soutiendra la balance commerciale en 2015

Solde cumulatif sur 12 mois du compte courant et rapport JPY/USD

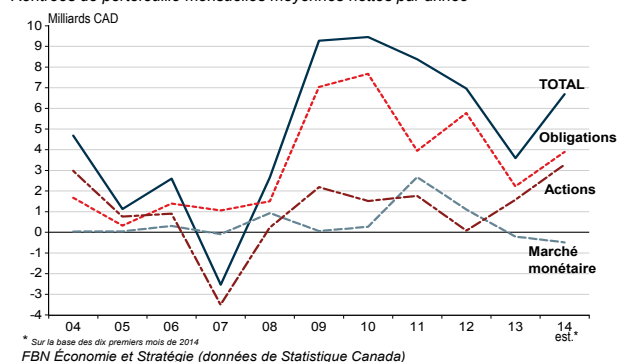


## Le huard a du mal à résister à l'essor du billet vert

Comme les autres grandes monnaies, le dollar canadien a eu du mal à résister à l'ascension de l'USD l'an dernier, auquel il a cédé 9%, enregistrant sa pire performance depuis la récession de 2009. Et ce, malgré le renforcement des rentrées de portefeuille et la croissance de l'économie canadienne à un rythme estimé à 2.4% en 2014, le rythme le plus rapide en trois ans, bien supérieur au potentiel.

### Les rentrées de portefeuille favorables au huard l'an dernier

Rentrées de portefeuille mensuelles moyennes nettes par année



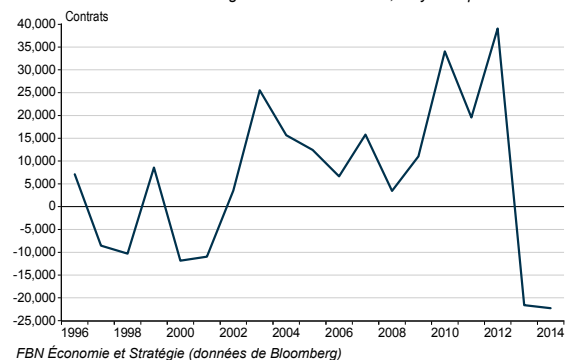
\* Sur la base des dix premiers mois de 2014  
FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

# DEVISES

Alors qu'est-ce exactement qui a plombé le huard en 2014? Les propos lénifiants de la Banque du Canada n'ont certainement pas aidé et expliquent probablement la diminution des rentrées de fonds vers le marché monétaire observée l'an dernier. Les spéculateurs ont aussi augmenté leurs positions courtes nettes sur le dollar canadien, ajoutant à la pression sur la devise – les positions courtes nettes atteignaient en moyenne 25,000 contrats l'an dernier, un record.

## Les spéculateurs en position courte sur le huard

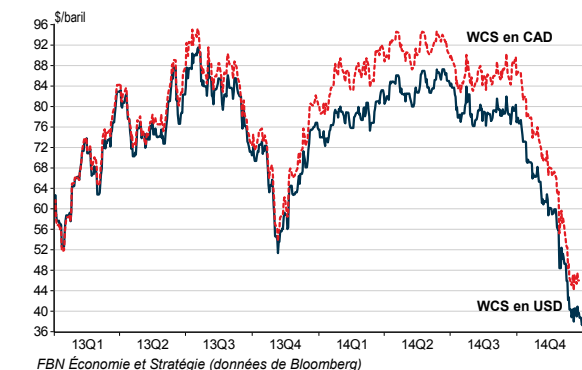
Positions non-commerciales longues nettes sur le CAD, moyenne par année



L'effondrement des prix du pétrole a aussi écrasé le huard vers la fin de l'année, augmentant les craintes pour les perspectives de croissance du Canada en 2015.

## L'effondrement des prix du pétrole a plombé le huard en 2014

Western Canada Select



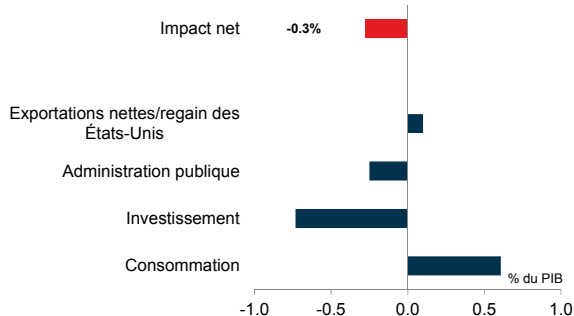
L'ampleur et la vitesse de la chute des prix du pétrole ont pris la plupart des analystes par surprise. Nous aussi, car l'effondrement est disproportionné au regard du jeu de l'offre et de la demande. L'offre est pléthorique, certes, mais la spéculation a sans doute aussi compté. Si, comme nous le prévoyons, les marchés reviennent aux données fondamentales, les prix pourraient rattraper une partie des pertes récentes, surtout si la demande mondiale reste ferme. C'est ce qui explique notre prévision d'une stabilisation du WTI autour de \$70 le baril en moyenne en 2015. Cela représente quand même une baisse d'environ 25% par

rapport à la moyenne de 2014 et a donc des conséquences négatives pour le Canada.

Le secteur de l'énergie, qui compte pour environ 10% de l'économie, s'en ressentira. Les investissements liés à l'énergie, qui atteignent un quart de tous les investissements non résidentiels au Canada, pâtiront le plus. La dérive du pétrole nuira aussi aux recettes publiques en réduisant la croissance du PIB nominal. Le gouvernement fédéral laissera passer les élections avant d'annoncer de mauvaises nouvelles, mais les provinces pourraient être moins patientes. En Alberta, le manque à gagner se traduira probablement par des compressions de dépenses qui saperont la croissance alors que le gouvernement essaie de réduire le déficit budgétaire.

Cela dit, la baisse des prix du pétrole moins cher a aussi des avantages. Les exportateurs ne profiteront pas seulement de la dépréciation du CAD qui est son corollaire, mais aussi du coup de pouce que vaut cette baisse à notre principal partenaire commercial. L'augmentation des investissements par des sociétés non énergétiques pourrait aussi compenser la baisse prévue du côté de l'énergie. De plus, les producteurs qui consomment beaucoup d'énergie comme les fabricants et les consommateurs profiteront de la baisse. Globalement, la chute imprévue de 25% prix du brut WTI entraînera une diminution de la croissance de 0.3% et nous avons donc ramené notre prévision de croissance du PIB en 2015 à 2.2% seulement (comparativement à notre estimation antérieure de 2.5%).

## Estimation de l'effet de la baisse des prix du pétrole\* sur la croissance en 2015



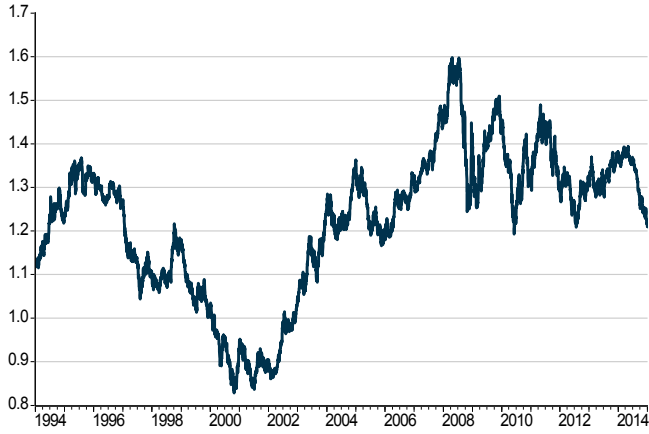
\* À supposer que le baril de WTI atteigne en moyenne US\$70 et le CAD, 1.16 par rapport à l'USD en 2015  
FBN Économie et Stratégie (source : estimations FBN)

La révision à la baisse de nos prévisions de l'inflation et de la croissance explique pourquoi nous nous attendons maintenant à ce que la Banque du Canada reporte ses hausses de taux d'intérêt à 2016. Nous avons par conséquent ajusté nos cibles pour le dollar canadien (par rapport à l'USD) à 1.20 d'ici la fin de 2015.

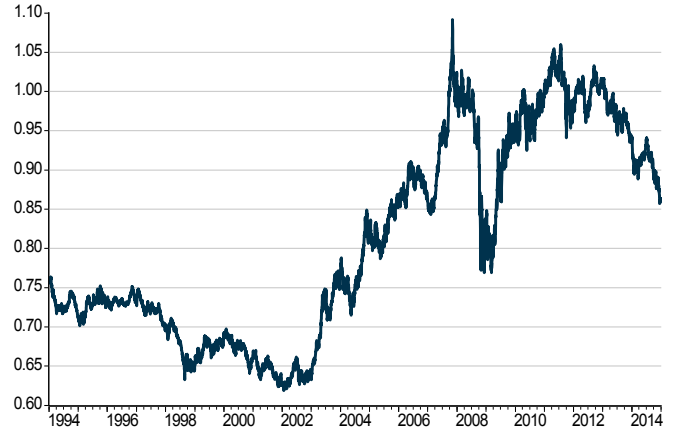
# DEVISES

## Annexe

### Euro



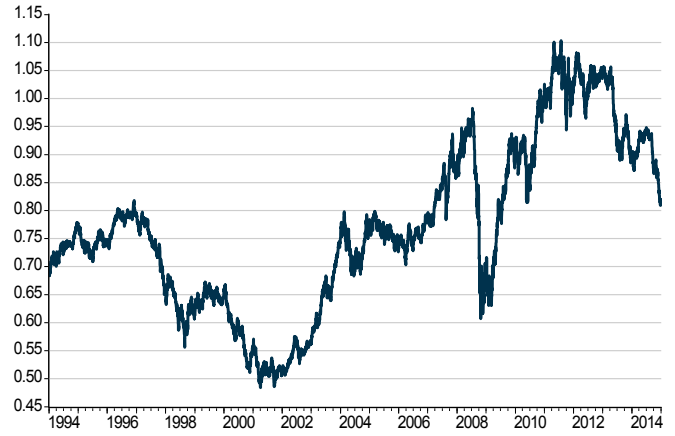
### Dollar canadien



### Yen japonais



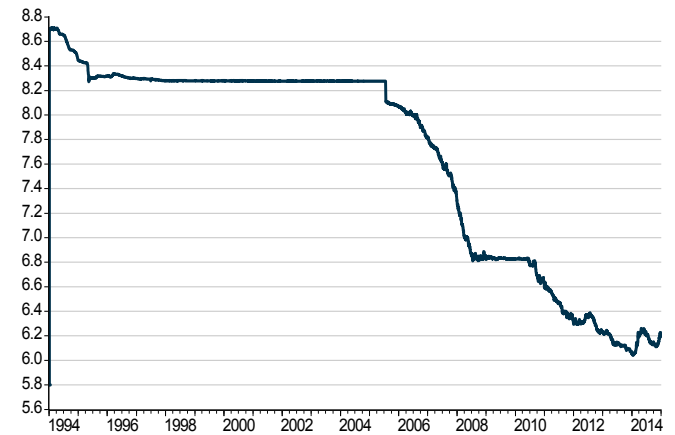
### Dollar australien



### Livre sterling



### Yuan chinois



# DEVICES

---

## GRUPE ÉCONOMIE ET STRATÉGIE

514 879-2529

### Stéfane Marion

*Économiste et stratège en chef*

stefane.marion@bnc.ca

### Paul-André Pinsonnault

*Économiste principal, Revenu fixe*

paulandre.pinsonnault@bnc.ca

### Krishen Rangasamy

*Économiste principal*

krishen.rangasamy@bnc.ca

### Marc Pinsonneault

*Économiste principal*

marc.pinsonneault@bnc.ca

### Matthieu Arseneau

*Économiste principal*

matthieu.arseneau@bnc.ca

**Généralités** : Banque Nationale Marchés financiers est une unité de Financière Banque Nationale Inc. (FBN), filiale en propriété exclusive indirecte et division de la Banque Nationale du Canada. Ce rapport a été produit par FBN. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes. • Les informations contenues dans les présentes proviennent de sources que nous jugeons fiables, toutefois nous n'offrons aucune garantie à l'égard de ces informations qui pourraient s'avérer incomplètes. Les opinions exprimées sont fondées sur notre analyse et notre interprétation de ces informations et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés dans les présentes.

• **Résidents du Canada** : À l'égard de la distribution du présent rapport au Canada, FBN endosse la responsabilité de son contenu. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport ou pour effectuer une opération, les résidents du Canada doivent communiquer avec leur conseiller en placement FBN. • **Résidents des États-Unis** : En ce qui concerne la distribution de ce rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC). Ce rapport a été préparé en tout ou en partie par des analystes de recherche employés par des membres du groupe de NBCFI hors des États-Unis qui ne sont pas inscrits comme courtiers aux États-Unis. Ces analystes de recherche hors des États-Unis ne sont pas inscrits comme des personnes ayant un lien avec NBCFI et ne détiennent aucun permis ni aucune qualification comme analystes de recherche de la FINRA ou de toute autre autorité de réglementation aux États-Unis et, par conséquent, ne peuvent pas être assujettis (entre autres) aux restrictions de la FINRA concernant les communications par un analyste de recherche avec une société visée, les apparitions publiques des analystes de recherche et la négociation de valeurs mobilières détenues dans le compte d'un analyste de recherche. Toutes les opinions exprimées dans ce rapport de recherche reflètent fidèlement les opinions personnelles des analystes de recherche concernant l'ensemble des valeurs mobilières et des émetteurs en question. Aucune partie de la rémunération des analystes n'a été, n'est ou ne sera, directement ou indirectement, liée aux recommandations ou aux points de vue particuliers qu'ils ont exprimés dans cette étude. L'analyste responsable de la production de ce rapport atteste que les opinions exprimées dans les présentes reflètent exactement son appréciation personnelle et technique au moment de la publication. Comme les opinions des analystes peuvent différer, des membres du Groupe Financière Banque Nationale peuvent avoir publié ou pourraient publier à l'avenir des rapports qui ne concordent pas avec ce rapport-ci ou qui parviennent à des conclusions différentes de celles de ce rapport-ci. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis sont invités à communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI. • **Résidents du Royaume-Uni** : Eu égard à la distribution du présent rapport aux résidents du Royaume-Uni, Financière Banque Nationale Inc. a autorisé le contenu (y compris, là où c'est nécessaire, aux fins du paragraphe 21(1) de la loi intitulée Financial Services and Markets Act 2000). Financière Banque Nationale Inc. et sa société mère ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle et/ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des titres ou des instruments financiers connexes qui font l'objet du présent rapport, ou ils peuvent avoir détenu de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes et/ou des achats à l'égard des titres ou instruments financiers connexes en question, que ce soit à titre de mandataire ou pour leur propre compte. Elles peuvent agir dans la tenue d'un marché pour ces titres ou instruments financiers connexes ou avoir déjà agi à ce titre ou peuvent agir à titre de banque d'investissement et/ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements peut baisser ou augmenter. Le rendement passé ne se répétera pas nécessairement à l'avenir. Les placements mentionnés dans le présent rapport ne sont pas disponibles pour les clients du secteur détail. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription ni la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription des titres décrits dans les présentes ni n'en fait partie. On ne doit pas non plus se fonder sur le présent rapport dans le cadre d'un contrat ou d'un engagement quelconque et il ne sert pas, ni ne servira, de base ou de fondement pour de tels contrats ou engagements. La présente information ne doit être distribuée qu'aux contreparties admissibles (Eligible Counterparties) et clients professionnels (Professional Clients) du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. Financière Banque Nationale Inc. est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority et a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD. Financière Banque Nationale Inc. n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority et la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni. • **Droits d'auteur** : Le présent rapport ne peut pas être reproduit que ce soit en totalité ou en partie. Il ne doit pas être distribué ou publié ou faire l'objet d'une mention de quelque manière que ce soit. Aucune mention des informations, des opinions et des conclusions qu'il contient ne peut être faite sans que le consentement écrit préalable de la Financière Banque Nationale n'ait été à chaque fois obtenu.



**BANQUE  
NATIONALE**

**MARCHÉS FINANCIERS**

Une division de la Banque Nationale du Canada