



Rien ne semble pouvoir arrêter le dollar US

- Avec la fin des politiques de dépréciation de la Fed, rien ne semble maintenant pouvoir arrêter le dollar US. Certes, nous sommes encore à plusieurs mois des premières hausses de taux d'intérêt, mais les marchés n'attendent peut-être pas jusque-là, surtout si les statistiques économiques des États-Unis demeurent solides. Les anticipations de hausse des taux devraient augmenter au cours des prochains mois, ce qui aidera à entretenir l'élan du billet vert, surtout que l'euro et le yen seront sous pression grâce à la BCE et la BdJ.
- Les injections de liquidités de la Banque centrale européenne sous forme d'achats d'obligations sécurisées et de titres adossés à des actifs se sont révélées trop faibles et trop tardives. La courroie de transmission de la politique monétaire reste inopérante comme en atteste le crédit qui se contracte encore et étouffe les dépenses d'investissement et de consommation, contribuant à la stagnation de l'économie de la zone euro. Devant l'imminence d'une déflation, on peut s'attendre à ce que la BCE maintienne les vannes de l'injection monétaire grand ouvertes au cours des prochaines années en essayant de doper l'économie et, donc, les prix. Nous avons révisé à la baisse notre prévision pour EURUSD à 1.15 d'ici la fin de l'année prochaine.
- Le programme de Shinzo Abe est passé à la vitesse supérieure en octobre grâce à la Banque du Japon qui a décidé d'augmenter son rythme d'achat d'actifs à 80,000 milliards de yens par an, soit une hausse de 10,000 milliards. Le fonds de réserve public pour les retraites a également annoncé qu'il allait augmenter sa pondération d'actions et d'obligations étrangères. Ces mesures devraient maintenir la pression sur le yen afin qu'il se déprécie, et nous avons donc relevé notre taux de change prévisionnel USDJPY pour fin 2015 à 120.
- Devant les propos continuellement accommodants de la banque centrale, nous avons reporté au dernier trimestre de 2015 notre projection d'une première hausse des taux d'intérêt par la Banque du Canada. Le dollar canadien subira par conséquent des pressions, surtout si la Fed commence à normaliser sa politique monétaire l'an prochain. Nous nous attendons maintenant à ce que le rapport USDCAD culmine à 1.17 en 2015, ce qui correspondrait à un huard valant environ 85 cents US.

Stéfane Marion/Krishen Rangasamy

Perspectives des devises*

	Actuel 31-Oct-14	2014T4	2015T1	2015T2	2015T3	2015T4
USDCAD	1.13	1.12	1.13	1.15	1.17	1.15
Cents U.S. par CAD	0.89	0.90	0.89	0.87	0.86	0.87
EURUSD	1.25	1.25	1.22	1.19	1.17	1.15
USDJPY	112	112	114	116	118	120
AUDUSD	0.88	0.87	0.85	0.84	0.83	0.82
GBPUSD	1.60	1.60	1.59	1.58	1.57	1.57
USDCNY	6.11	6.11	6.10	6.09	6.10	6.09
AUDCAD	1.00	0.97	0.96	0.97	0.97	0.94

*Fin de période

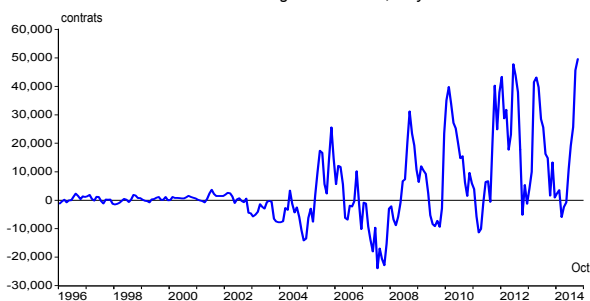
DEVISES

La fin officielle de la DQ

Le dollar US a encore bien de la marge pour monter, surtout avec l'arrêt des politiques de dépréciation de la Fed. Le FOMC a une telle confiance dans l'économie qu'il a décidé, à sa réunion d'octobre, de retirer un peu de ses mesures de stimulation en mettant fin à son programme de détente quantitative qui dure depuis longtemps. Il a même ajusté ses indications prospectives en disant que, bien que les taux des fonds fédéraux devraient rester bas pendant « une durée considérable », une hausse pourrait intervenir plus tôt ou plus tard, selon l'évolution de l'emploi et de l'inflation. À en croire le bond de l'USD après l'annonce, les marchés semblent convaincus que les hausses auront lieu plus tôt. Même les spéculateurs ont poussé leurs positions longues sur l'USD plus haut que jamais.

États-Unis : Positions spéculatives longues records sur l'USD

Positions non commerciales nettes longues sur l'USD, moyenne mensuelle



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

L'optimisme pour l'économie américaine et, donc, les arguments en faveur d'un resserrement de la politique monétaire ont été renforcés par un marché du travail en progrès, qui a, jusque-là cette année, créé en moyenne 220,000 emplois privés nets par mois, ce qui représente le meilleur début d'année depuis 1998. Les chiffres de la croissance du PIB ont aussi été solides comme le roc, à un rythme annualisé de 4.1% au T2 et au T3, soit la meilleure performance sur deux trimestres depuis 2003. On peut s'attendre à ce que la croissance ralentisse un peu au T4 après l'activité frénétique des deux précédents trimestres, mais elle devrait rester bien soutenue l'an prochain par un secteur privé rasséréiné. Bref, tout est en place pour que l'USD continue d'augmenter par rapport à la plupart des grandes devises au cours de la prochaine année.

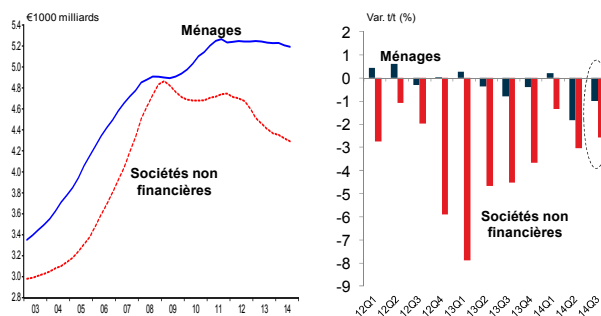
La chute de l'euro n'est pas finie

Après plusieurs mois de repli, l'euro s'est un peu stabilisé en octobre. Les résultats des tests de résistance de la Banque centrale européenne ont révélé que les plus grandes banques commerciales ont suffisamment de fonds propres pour résister à un ralentissement, ce qui a peut-être rassuré les marchés.

Mais les tests ont quand même rappelé les problèmes persistants du système bancaire puisque 13 des 130 banques participantes manquent de fonds propres – elles ont neuf mois pour combler l'insuffisance – et l'exposition à des prêts non productifs est estimée à €879 milliards, soit 18% de plus que ce qu'on pensait initialement. Bref, il ne faut pas s'attendre à ce que la courroie de transmission de la politique monétaire reprenne son rôle rapidement. Les bilans des banques restent généralement faibles, ce qui explique que le crédit continue de reculer. Le troisième trimestre de 2014 a été marqué par la onzième baisse de suite des prêts à des sociétés non financières et la cinquième baisse du crédit aux ménages depuis six trimestres.

Zone euro : Nouvelle contraction du crédit au T3

Prêts aux ménages et aux sociétés non financières



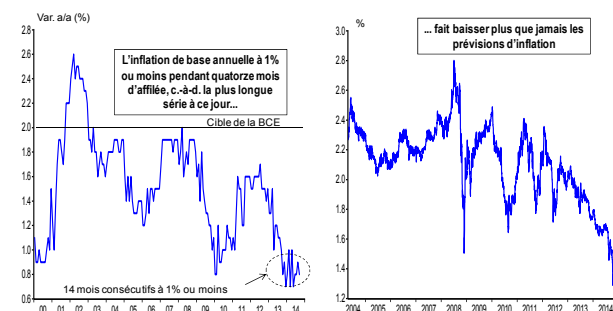
FBN Économie et Stratégie (données de Eurostat)

Comme le manque de crédit étouffe l'investissement et la consommation, il ne faut pas s'étonner que l'économie de la zone euro continue de stagner. La croissance du PIB devrait à nouveau être faible au T3 et le taux de chômage reste près de ses niveaux records. Les injections de liquidités de la BCE sous forme d'achats d'obligations sécurisées et de titres adossés à des actifs sont insuffisantes et trop tardives. Le taux d'inflation d'ensemble annuel est maintenant près du creux de 2009, alors que la série de taux d'inflation de base annuelle inférieurs à 1% (14 mois consécutifs maintenant) n'a pas de précédent. Les anticipations d'inflation sont maintenant au plus bas.

Zone euro : Les prévisions d'inflation continuent de diminuer

IPC hors énergie, aliments, alcool et tabac

Swaps d'inflation à 10 ans



FBN Économie et Stratégie (données de Eurostat, Bloomberg)

DEVICES

Devant l'imminence d'une déflation, on peut s'attendre à ce que la BCE maintienne les vannes de l'injection monétaire grand ouvertes au cours des prochaines années pour essayer de doper l'économie et, donc, les prix. La banque centrale vise maintenant à faire remonter son bilan au niveau de 2012, c.-à-d. à €1,000 milliards de plus qu'actuellement, et cela maintiendra l'euro sous pression. Nous avons révisé à la baisse notre prévision pour EURUSD à 1.15 d'ici la fin de l'année prochaine.

Le programme de Shinzo Abe passe la vitesse supérieure

Le programme de Shinzo Abe est passé à la vitesse supérieure grâce à deux annonces importantes en octobre. La Banque du Japon a décidé d'augmenter son rythme d'achat d'actifs à 80,000 milliards de yens par an, soit une hausse de 10,000 milliards. La décision n'a pas été prise à l'unanimité, puisque tout juste plus de la moitié des membres y étaient favorables. Le fonds de réserve public pour les retraites a également annoncé qu'il allait doubler sa pondération d'actions, à 50% (25% d'actions japonaises et 25% d'actions étrangères) et augmenter sa pondération d'obligations étrangères à 15%, au détriment des obligations japonaises dont la représentation sera réduite à 35% seulement. Ces mesures devraient maintenir la pression sur le yen afin qu'il se déprécie, et nous avons donc relevé notre taux de change prévisionnel USDJPY pour fin 2015 à 120.

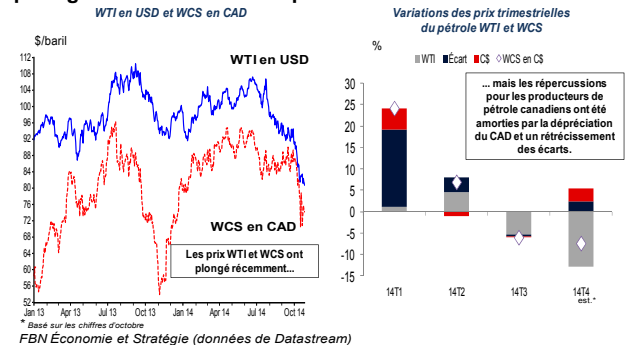
La politique de la BdC continuera d'entraver le huard

Le dollar canadien subit les vents contraires soulevés par l'ascension du billet vert. En octobre, le rapport USDCAD dépassait en moyenne 1.12 pour la première fois depuis 2009. La dépréciation du huard a continué malgré de bonnes statistiques de l'emploi – l'*Enquête sur la population active* indiquait une création nette de 74,000 emplois le mois précédent – et le taux d'inflation annuel de base s'est maintenu obstinément au-dessus de 2%. Le CAD souffre de son statut de pétrodevise, au moment où les prix mondiaux du pétrole chutent et l'entraînent avec eux – le prix du Brent est descendu au plus bas depuis 2010 alors que celui du WTI atteint un plancher qu'on n'avait pas vu depuis deux ans.

Si la baisse des prix du pétrole n'est pas une bonne nouvelle, elle ne veut pas dire pour autant que tout est noir pour le Canada. Les perspectives économiques globales restent positives non seulement en raison de la résurgence des États-Unis (qui continuera de soutenir nos exportations générales), mais aussi parce que les effets d'une baisse des prix du pétrole ont été un peu amortis. Les effets stabilisateurs de l'affaiblissement du

dollar canadien et d'un rétrécissement des écarts de prix entre le brut West Texas Intermediate et le Western Canada Select (le prix que touchent nos exportateurs de pétrole) ont été secourables. Et, la baisse du WCS (en CAD) ce trimestre devrait être beaucoup moins prononcée que celle du WTI.

Canada : Les exportateurs de produits de base en partie protégés du tassement des prix

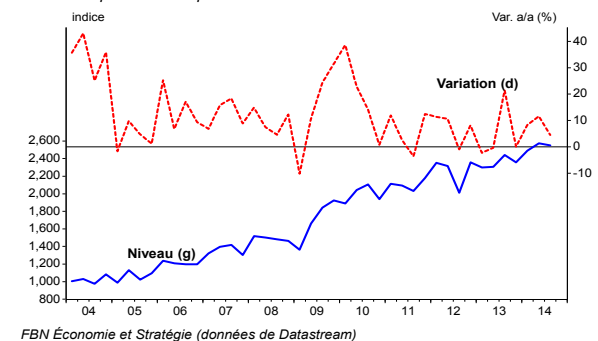


Les marchandises autres que l'énergie ne se portent pas trop mal non plus, les producteurs de la foresterie et de l'agriculture obtenant des prix en CAD qui sont encore élevés en termes historiques. Cette évolution ne laisse pas entrevoir un important ralentissement économique ou de graves problèmes budgétaires pour Ottawa et les provinces.

Bien entendu, les prix du pétrole pourraient encore descendre au cours des prochains mois, mais nous ne sommes pas particulièrement pessimistes à cet égard. Nous croyons en effet que la récente chute du pétrole n'est pas due à la demande. L'économie mondiale continue de croître grâce à la résurgence des États-Unis, mais aussi aux économies émergentes dont l'activité de fabrication demeure en expansion comme en attestent les indices des directeurs des achats du secteur manufacturier dépassant encore le niveau 50 dans des pays tels que le Mexique, l'Inde, l'Indonésie, Taïwan, le Vietnam et, bien entendu, la Chine. Les importations pétrolières de cette dernière devraient d'ailleurs rester près des records absolus, ce qu'on ne verrait pas si la croissance était compromise.

Chine : La demande de produits de base croît encore

Volume d'importations de pétrole brut



DEVISES

Les pressions à la baisse semblent plutôt venir du côté de l'offre. Grâce à l'essor énergétique des États-Unis, l'emprise de l'OPEP sur le marché pétrolier mondial a nettement diminué. Certes, l'Arabie saoudite, producteur clé, pourrait augmenter sa production et réduire les prix pour essayer de récupérer des parts de marché, ce qui ferait encore baisser le cours du pétrole. Mais une guerre des prix serait coûteuse pour le royaume et pourrait limiter les capacités de financer la participation militaire accrue du pays à la lutte contre les menaces régionales montantes.

À notre avis, le pétrole entrave moins le huard que la politique de la Banque du Canada. La banque centrale a martelé avec persistance un message accommodant ces derniers mois et continuera de le faire au cours des prochains trimestres. Son dernier *Rapport sur la politique monétaire* révèle une nette révision des prévisions de croissance mondiale de la banque en 2015. Celle-ci estime que le monde est en plus mauvaise forme qu'en juillet. Son évaluation de l'économie canadienne était aussi loin d'être encourageante. Si la BdC reconnaît la reprise en cours du secteur des exportations, elle a aussi dit que celle-ci commençait à être limitée par la destruction de capacités survenue pendant la dernière récession, particulièrement dans le secteur manufacturier. La BdC était aussi pessimiste au sujet des investissements des entreprises, disant qu'ils « pourraient être retardés davantage qu'on s'y attendrait dans un cycle normal ». Bref, sur la base de son évaluation selon laquelle l'économie canadienne présente « une offre excédentaire considérable », la banque centrale pense qu'un maintien des mesures de stimulation monétaire s'impose.

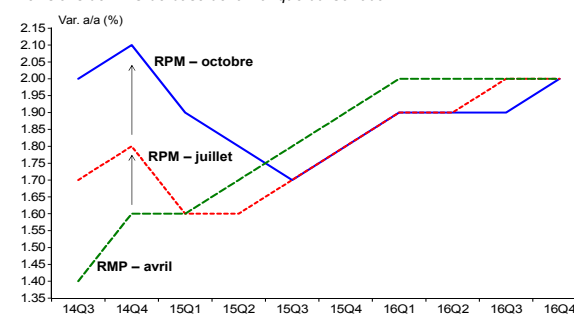
La Banque du Canada ne veut pas répéter les erreurs de politique de la BCE et de la Riksbank, qui ont toutes deux dû faire machine arrière ces dernières années devant les menaces de déflation après avoir augmenté prématurément les taux d'intérêt. La BdC continuera donc de pécher par excès de prudence. Sa politique a nettement évolué avec le changement de gouverneur. La politique Carney qui consistait à garder un penchant en faveur d'une hausse des taux pour parer aux menaces à long terme pour la croissance telles que l'endettement des ménages a été remplacée par l'insistance du gouverneur Stephen Poloz sur le soutien de la croissance à court terme par des taux d'intérêt bas et un dollar bon marché. Ce changement d'attitude a été nettement négatif pour le dollar canadien et le restera pendant un temps encore.

Devant la persistance de la banque centrale à rester accommodante, nous avons reporté au dernier trimestre de 2015 le moment où la Banque du Canada commencera à augmenter ses taux d'intérêt. La diminution des prix des aliments et de l'énergie lui donnera un peu de marge pour les prochains trimestres.

Mais nous doutons que la BdC puisse retarder les hausses bien au-delà de cette échéance sans mettre en jeu sa crédibilité comme banque centrale ayant pour mandat la maîtrise de l'inflation. D'ores et déjà des questions se posent au sujet de son aptitude à évaluer les marges de capacité inutilisées actuelles dans l'économie – la BdC elle-même l'a reconnu dans le RPM – et, donc, de l'inflation. Le fait que l'inflation de base cette année ait été régulièrement plus importante que ce qu'estimait la BdC laisse penser que celle-ci exagère peut-être la marge de capacités inutilisée actuelle de l'économie.

La BdC rehausse ses prévisions d'inflation de base

Prévisions de l'IPC de base de la Banque du Canada

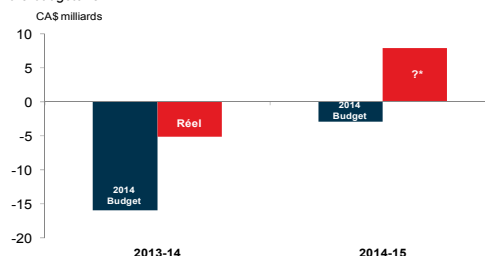


FBN Économie et Stratégie (données de la Banque du Canada)

Si, comme nous le prévoyons, la croissance du PIB accélère à 2,5% l'an prochain, c.-à-d. encore une année de croissance supérieure au potentiel, l'écart de production se résorbera plus tôt que le milieu de 2016, comme l'estime la banque centrale. Par conséquent, si nous nous attendons maintenant à ce que la baisse du huard soit un peu plus prononcée au deuxième semestre de l'an prochain (en raison du report des hausses de taux d'intérêt), nous maintenons notre objectif de rapport USDCAD de 1.15 d'ici la fin de 2015, en prévoyant un resserrement de la politique monétaire de la BdC vers la fin de cette année-là. L'amélioration des rendements soutiendra le huard à la fin de 2015, tout comme d'ailleurs le premier excédent budgétaire d'Ottawa depuis plusieurs années qui devrait rassurer les investisseurs étrangers sur les perspectives canadiennes. Un stimulus budgétaire du gouvernement fédéral sera certainement un atout pour la croissance économique l'année prochaine.

Canada : Un excédent budgétaire peut-être dès cette année

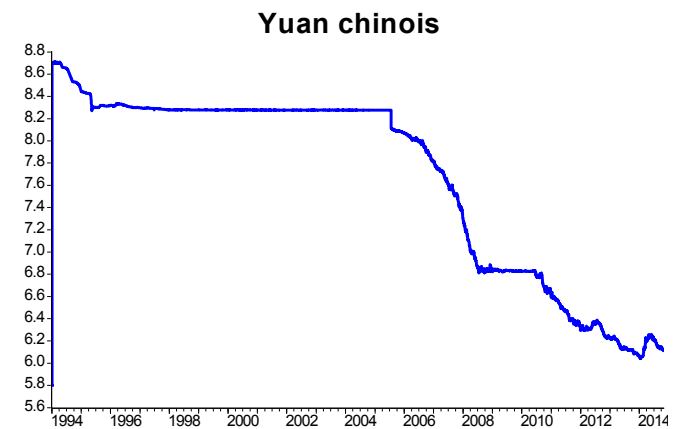
Équilibre budgétaire



* Estimations budgétaires pour 2014-2015 ajustées pour tenir compte de la surprise positive de l'exercice précédent (-0,4-d déficit de \$10,7 milliards de moins)
FBN Économie et Stratégie (données Comptes publics du Canada 2014)

DEVISES

Annexe



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

DEVICES

GROUPE 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