



La Fed peut se montrer patiente

- *À la lumière de la situation économique mondiale toujours anémique et des risques pour la croissance et l'emploi aux États-Unis, nous avons décalé au T4 la prochaine intervention anticipée de la Fed. Nous avons par conséquent révisé nos prévisions pour refléter la persistance de la faiblesse de l'USD à court terme, bien que nous continuions de nous attendre à ce que le billet vert remonte plus tard cette année quand la Fed finira par hausser les taux d'intérêt, comme elle en a prévenu les marchés qui n'en tiennent actuellement pas compte dans leurs cours.*
- *Maintenant que la Fed marque une pause, l'euro peut jouir d'une certaine stabilité temporaire. Mais les mesures de stimulation supplémentaires de la Banque centrale européenne devraient limiter tout progrès de la monnaie commune par rapport au dollar américain au deuxième semestre. De la même manière, le yen devrait subir une pression quand la Banque du Japon ouvrira un peu plus ses vannes monétaires. Mais la diminution rapide du nombre d'obligations disponibles à acheter pourrait faire perdre son efficacité à l'assouplissement quantitatif et nous avons donc revu à la baisse la dépréciation du yen sur l'horizon de prévision.*
- *Le dollar canadien a le vent en poupe, profitant de la mollesse de l'USD, de la remontée des prix du pétrole et des investissements de portefeuille. Mais comme nous l'avons déjà dit, la dépendance du Canada à l'égard des rentrées de capital à court terme pour financer son important déficit du compte courant expose le huard à la moindre saute d'humeur. Nous avons donc ajusté nos prévisions pour la monnaie pour refléter le regain à court terme du CAD; nous nous attendons à ce que le huard perde de son élan vers la fin de l'année quand la Fed resserrera sa politique.*

Stéfane Marion/Krishen Rangasamy

Perspectives des devises*						
	Actuel 28-Avr-16	2016T2	2016T3	2016T4	2017T1	2017T2
USDCAD	1.26	1.24	1.23	1.26	1.29	1.27
<i>Cents U.S. par CAD</i>	<i>0.80</i>	<i>0.81</i>	<i>0.82</i>	<i>0.79</i>	<i>0.77</i>	<i>0.79</i>
EURUSD	1.13	1.14	1.15	1.12	1.10	1.13
USDJPY	108	107	110	115	115	117
AUDUSD	0.76	0.78	0.79	0.76	0.74	0.76
GBPUSD	1.45	1.47	1.49	1.45	1.43	1.47
USDCNY	6.48	6.48	6.47	6.49	6.51	6.47
AUDCAD	0.96	0.97	0.97	0.96	0.96	0.96

*Fin de période

Source : FBN Économie et Stratégie

DEVISES

La Fed remet la hausse des taux d'intérêt à plus tard

Après avoir atteint un sommet inégalé depuis 13 ans en janvier, le dollar US pondéré en fonction des échanges a perdu de sa vigueur, plombé par des statistiques économiques américaines faibles et donc une diminution de la probabilité de nouvelles hausses des taux d'intérêt par la Fed. Les spéculateurs ont encore accentué le mouvement de baisse du billet vert en réduisant leurs positions nettes longues au plus bas depuis 2014.

Les spéculateurs perdraient-ils confiance dans l'USD?

Positions non commerciales nettes longues sur l'USD



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Le tout-puissant dollar américain peut-il rebondir? Comme les marchés s'attendent à ce qu'il n'y ait pratiquement pas de nouvelles hausses des taux d'intérêt cette année, l'USD pourrait effectivement rebondir si la Fed changeait subitement de ton et se montrait plus ferme dans ses ambitions de normalisation monétaire.

À sa réunion d'avril, la Fed ne pouvait pas éviter de parler du ralentissement économique en cours, mais elle a essayé de continuer de faire passer le message qu'elle compte relever les taux d'intérêt cette année en évitant de se montrer trop accommodante. Elle a souligné les caractéristiques fondamentales positives telles que la solidité du marché du travail, l'augmentation du revenu réel des ménages et la confiance des consommateurs. Elle a aussi insisté davantage sur l'économie intérieure et a retiré de son communiqué la phrase se rapportant aux risques qu'entraîne l'évolution de la scène internationale (bien qu'elle ait mentionné que la situation économique et financière mondiale sera surveillée de près).

Par conséquent, la Fed a laissé la porte entrouverte en vue d'une hausse des taux en juin. Une hausse est-elle possible si tôt? Les bénéfices des sociétés et les dépenses d'investissement sont faibles et, historiquement, cela se solde par une diminution de la création d'emplois, même si c'est avec un certain décalage. À la lumière de la situation économique mondiale toujours anémique et des risques pour la croissance et l'emploi aux États-Unis, nous avons reporté au T4 le moment où la Fed pourrait passer à l'action. À ce moment-là, les incertitudes concernant le

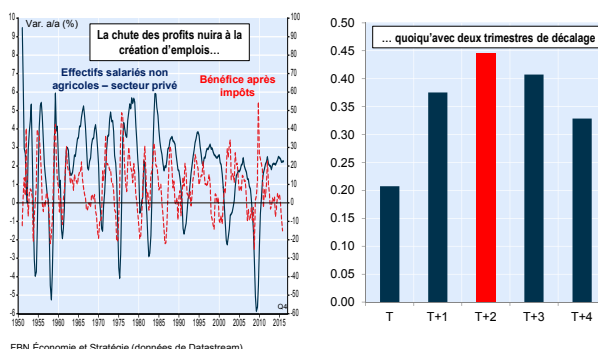
Brexit ne devraient plus être qu'un souvenir, et la Fed aura aussi une meilleure idée de la réaction de l'économie mondiale au rééquilibrage de la Chine.

Nous avons par conséquent révisé nos prévisions pour refléter la persistance de la faiblesse de l'USD à court terme, bien que nous continuions de nous attendre à ce que le billet vert remonte plus tard cette année quand la Fed finira par hausser les taux d'intérêt, comme elle en a prévenu les marchés qui n'en tiennent actuellement pas compte dans leurs cours.

États-Unis : Ralentissement à venir du marché du travail?

Emploi privé et bénéfice des sociétés après impôts

Corrélation entre la variation trimestrielle de l'emploi et des bénéfices après impôts



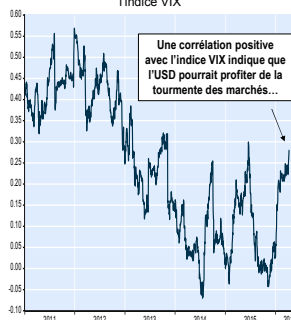
FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

L'aversion pour le risque, avec la montée de l'indice VIX, qui déclenche une ruée vers les valeurs sûres, donc sur l'USD, pourrait être une autre source de vigueur pour le billet vert. Mais cela ne se produirait que si la perte de confiance du marché n'était pas accompagnée d'une diminution des écarts des taux d'intérêt américains par rapport à d'autres grandes économies. L'effet de l'indice VIX est en effet minime par rapport à celui des écarts de taux d'intérêt sur l'USD.

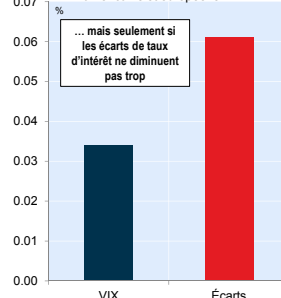
Le dollar US peut-il rebondir?

Corrélation sur 100 jours entre les variations de l'USD pondéré des échanges commerciaux et l'indice VIX

Variation (%) de l'USD pondéré en fonction des échanges pour une variation de 1% de l'indice VIX et des écarts des taux d'intérêt américains et européens



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)



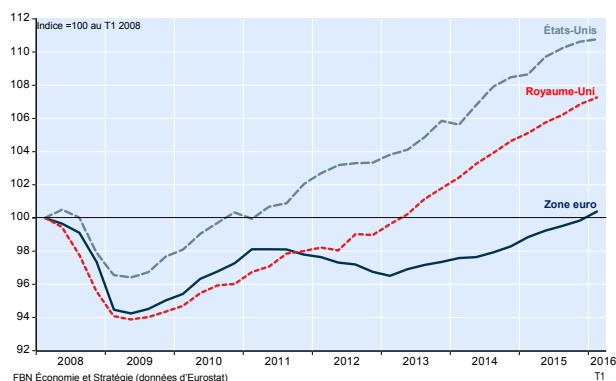
La BCE n'a pas bougé en avril

Maintenant que la Fed marque une pause, l'euro peut trouver une certaine stabilité malgré la politique de détente de la Banque centrale européenne. La BCE n'a pas bougé

DEVISES

en avril, mais il est fort probable qu'elle injecte une nouvelle dose de mesures de stimulation au deuxième semestre. La banque centrale a clairement fait savoir que la politique doit rester accommodante pour éviter que le contexte de très faible inflation ne s'incruste avec des effets secondaires sur les salaires et la fixation des prix. Le président de la BCE, Mario Draghi, a même reconnu que l'inflation pourrait être négative cette année. La déflation reste donc une menace, comme en atteste l'estimation de -0.2% du taux d'inflation annuelle en avril et la persistance d'une croissance lente. Certes, le PIB réel de la zone a cru de 2.2% en rythme annualisé au premier trimestre, mais cela après une série de résultats faibles. Et comme nous l'avons vu après le premier trimestre de l'année dernière (lorsque la croissance était encore plus forte), la zone a souvent du mal à maintenir l'élan. Grâce aux gains du T1, la production est maintenant de retour au pic de 2008. Cela contraste fortement avec les États-Unis et au Royaume-Uni, où le PIB est supérieur aux niveaux de 2008 de 11% et 7% respectivement.

Zone euro : La production maintenant de retour aux niveaux de 2008
PIB réel



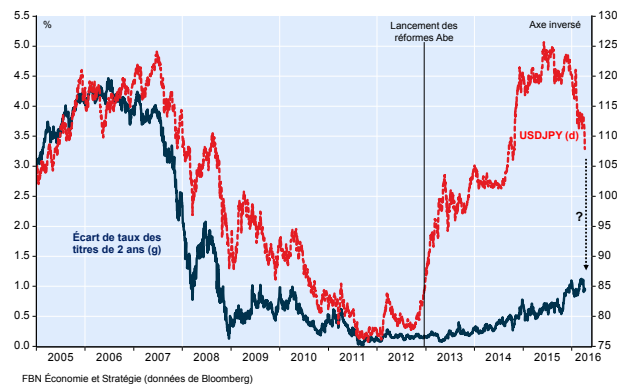
Les huit années perdues sont essentiellement à imputer à une politique budgétaire déficiente. Et comme les gouvernements de la zone continuent de rejeter l'idée de mesures de stimulation budgétaires conséquentes, tout le poids du soutien de la croissance pèse sur les épaules de la BCE. Comme l'a dit le président Draghi à sa dernière conférence de presse, la politique de la BCE a été « la seule » à soutenir la croissance. De nouvelles mesures de stimulation de la BCE freineraient les progrès de l'euro par rapport à l'USD au deuxième semestre.

Les dangers de la vigueur du yen

Le yen a continué de monter par rapport à l'USD en avril, avec un quatrième gain mensuel sur cinq mois. La monnaie japonaise a maintenant augmenté de 12% depuis novembre dernier. Mais qu'est-ce qui pousse cette devise? Les indices rassurants de la Fed récemment ont peut-être joué. Toutefois, les marchés perdent probablement aussi confiance dans la Banque du Japon. On se souviendra qu'avant 2013, le taux de change yen/dollar américain avait tendance à suivre d'assez près les écarts entre les obligations de 2 ans des États-Unis et du Japon. Mais le

taux USDJPY a commencé à dévier de ces écarts à la fin de 2012 quand Shinzo Abe a pris le pouvoir en promettant des mesures de stimulation monétaires massives dans le cadre de son grand plan de réformes pour relancer la croissance et ranimer l'inflation. Mais après trois années de réforme Abe qui se soldent par un bilan surgonflé de la BdJ, le marché se demande maintenant si la BdJ est en mesure de poursuivre sa politique de détente. La création monétaire a eu un effet limité sur l'inflation, et les anticipations d'inflation à long terme en particulier reviennent au niveau d'avant la réforme Abe, c.-à-d. près de zéro. La croissance économique reste faible. Les taux d'intérêt sont déjà négatifs, alors que l'assouplissement quantitatif semble plafonné par la diminution des obligations que la banque centrale peut encore acheter. Le manque d'efficacité de la politique explique peut-être pourquoi la Banque du Japon n'a pas adopté de mesures de stimulation supplémentaires en mars et avril. La réforme Abe étant remise en question, il reste peu de raisons que le taux USDJPY diverge des écarts de rendement.

Le yen se rapproche-t-il des écarts de taux des obligations?
USDJPY et écart de taux des titres de 2 ans entre les États-Unis et le Japon



On ne sait cependant pas encore si les autorités peuvent permettre au yen de rester aussi vigoureux. Premièrement, il y a tout lieu de craindre que les anticipations d'une poursuite de l'appréciation du yen conduisent à un dénouement désordonné d'opérations de portage qui pourrait entraîner des liquidations d'actifs dans le monde entier. Deuxièmement, la crédibilité du gouvernement est en jeu. Les réformes Abe pourraient encore porter fruits si le gouvernement décidait d'adopter une politique budgétaire expansionniste de poids. Emprunter — et à vil prix — pour investir dans l'avenir non seulement augmenterait la croissance actuelle et le potentiel de l'économie, mais accroîtrait aussi l'offre d'obligations, ce dont la BdJ a besoin pour élargir ses mesures d'assouplissement quantitatif.

Par conséquent, nous attendons toujours une intervention de la part des autorités japonaises. L'ouverture un peu plus grande des vannes monétaires par la banque centrale devrait exercer une pression sur le yen. Mais la diminution rapide du nombre d'obligations disponibles à acheter pourrait faire perdre son efficacité à l'assouplissement

DEVISES

quantitatif et nous avons donc revu à la baisse la dépréciation du yen sur l'horizon de prévision.

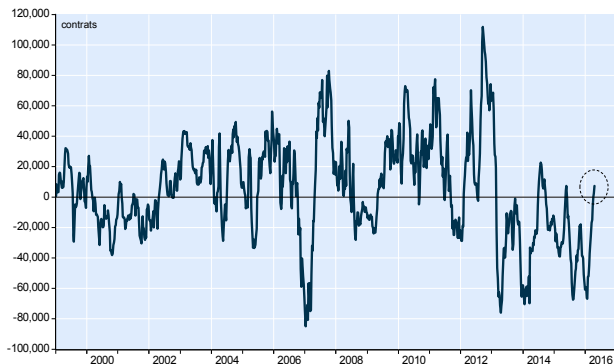
Le huard a le vent dans les voiles

Le dollar canadien est en ce moment poussé par un important vent porteur. L'augmentation des prix du pétrole et l'embellie de l'économie ont fait monter le huard, portant le taux USDCAD de 1.46 en janvier à moins de 1.26 au cours des trois derniers mois.

Même la Banque du Canada a dû reconnaître l'amélioration des perspectives économiques dans son *Rapport sur la politique monétaire* d'avril – elle a rehaussé la prévision de croissance du Canada pour 2016 à 1.7% pour tenir compte des mesures de relance budgétaires du gouvernement fédéral. Mais la banque centrale a gardé un ton conciliant en soulignant les risques pour l'économie mondiale et un abaissement du profil de croissance des États-Unis avec une « composition moins favorable aux exportations canadiennes ». La banque centrale ne voulait pas stimuler davantage la hausse du huard. Mais cela n'a pas empêché le marché de changer d'avis sur le taux de financement à un jour dont il s'attend maintenant à ce qu'il monte au cours de la prochaine année (alors qu'il en prévoyait plutôt une réduction avant la réunion de politique monétaire de la BdC). Cela, plus les spéculateurs qui se sont mis à acheter des CAD pour la première fois depuis un an, explique l'envol du huard.

Canada : Les spéculateurs détiennent maintenant des positions longues sur le CAD

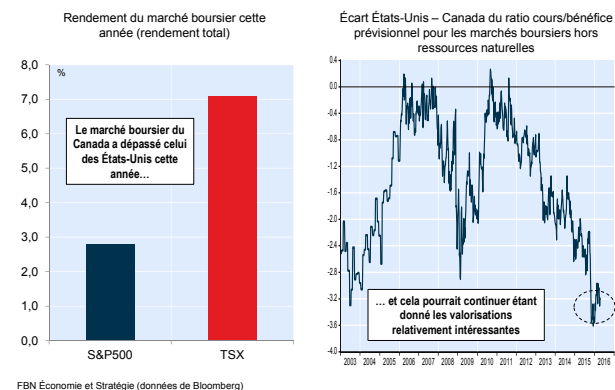
Positions nettes longues non commerciales en CAD



Vers où se dirigera le huard maintenant? L'élan pourrait bien pousser le taux USDCAD vers 1.20 à court terme. En plus de la mollesse de l'USD et de la remontée des prix du pétrole, le huard peut aussi compter sur les rentrées de portefeuille. Les données sur les opérations internationales sur valeurs mobilières révèlent que les investisseurs étrangers accroissent leurs achats d'actions canadiennes et cela explique en partie pourquoi le TSX dépasse d'une bonne marge les marchés boursiers du monde développé depuis le début de l'année. Cette tendance favorable pourrait continuer étant donné que les actions canadiennes restent relativement bon marché sur la base des ratios cours/bénéfice – si on exclut le secteur déprimé des

ressources naturelles, la différence entre les ratios C/B prévisionnels des États-Unis et du Canada est grande selon les normes historiques.

Canada : Le TSX peut encore monter

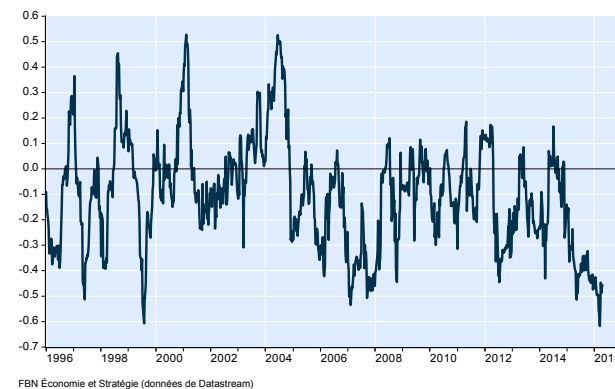


Mais comme nous l'avons déjà mentionné, la dépendance du Canada à l'égard des flux de capitaux à court terme (comme les mouvements de portefeuille) pour financer son important déficit du compte courant est une arme à double tranchant. Si la morosité devait gagner les investisseurs, ces flux s'inverseraient et feraient perdre des plumes au huard.

La course du huard pourrait aussi s'arrêter net si l'USD reprenait de la vigueur sous l'influence d'une Fed moins accommodante. Une appréciation du dollar américain se traduit souvent par une baisse des prix du pétrole, ce qui pourrait infliger un coup double au huard plus tard dans l'année.

Le dollar US et les produits de base évoluent en sens inverse

Corrélation sur 26 semaines entre les variations de l'USD pondéré des échanges commerciaux et l'indice des produits de base



Par conséquent, si nous avons ajusté nos prévisions de taux de change pour refléter l'amélioration des perspectives à court terme pour le CAD, nous nous attendons à ce que le huard perde de l'élan vers la fin de l'année.

DEVISES

Annexe

Euro



Dollar canadien



Yen japonais



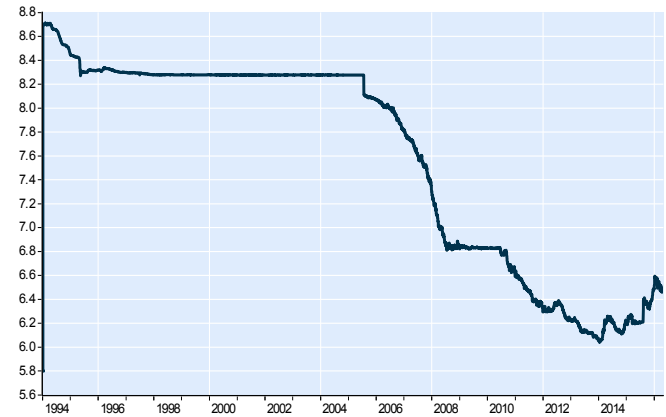
Dollar australien



Livre sterling



Yuan chinois



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

DEVICES

ÉCONOMIE ET STRATÉGIE

Bureau Montréal
514 879-2529

Bureau Toronto
416 869-8598

Stéfane Marion
Économiste et stratège en chef
stefane.marion@bnc.ca

Marc Pinsonneault
Économiste principal
marc.pinsonneault@bnc.ca

Warren Lovely
DG, recherche et stratégie secteurs publics
warren.lovely@bnc.ca

Paul-André Pinsonnault
Économiste principal, Revenu fixe
paulandre.pinsonnault@bnc.ca

Matthieu Arseneau
Économiste principal
matthieu.arseneau@bnc.ca

Krishen Rangasamy
Économiste principal
krishen.rangasamy@bnc.ca

Angelo Katsoras
Analyste associé, géopolitique
angelo.katsoras@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