



Dévaluation concurrentielle

- *Le dollar américain pondéré en fonction des échanges continue de profiter de la divergence des politiques monétaires. La vigueur de l'économie américaine a fait augmenter la probabilité des hausses de taux d'intérêt par la Fed au moment même où plusieurs autres grandes banques centrales semblent avoir adopté des stratégies de dévaluation concurrentielle non seulement en augmentant leurs mesures de stimulation mais en laissant entendre qu'elles sont prêtes à en faire davantage. Le billet vert a donc le champ libre à court et moyen termes. Cela dit, nous nous attendons à un ralentissement du rythme d'appréciation de l'USD cette année. La faiblesse de l'inflation limitera la capacité de la Fed de resserrer sa politique monétaire alors que le dénouement des positions spéculatives longues, massives, pourrait aussi rogner les ailes du billet vert.*
- *Le programme d'assouplissement quantitatif de la Banque centrale européenne qui doit débuter en mars est important. Le bilan de la BCE ne dépassera peut-être pas celui de la Fed en termes absolus, mais il grossira plus en termes relatifs – en proportion de la taille des économies respectives, le bilan de la BCE sera plus important que celui de la Fed. De telles politiques de dévaluation devraient saper l'euro. On se rappellera que le dollar US pondéré en fonction des échanges avait sombré de 18% du sommet au creux lors de l'adoption d'un programme semblable par la Fed.*
- *Le dollar canadien a perdu plus de 20% de sa valeur par rapport au dollar américain au cours des deux dernières années. Cela dit, son recul a été moins spectaculaire par rapport aux autres monnaies, en raison des dévaluations concurrentielles pratiquées par les autres banques centrales. Donc, si la Banque du Canada a voulu voir dans sa baisse de taux surprise de janvier une assurance contre les risques à la baisse liés à l'inflation et à la stabilité financière, le gouverneur Stephen Poloz avait peut-être aussi en tête la compétitivité relative du huard et la protection des parts de marché. Nous nous attendons à ce que la BdC réduise à nouveau les taux à sa réunion de mars, ce qui pourrait maintenir le dollar canadien sous pression à court terme. Cela ne veut pas dire que le huard restera sur une pente descendante. Une reprise des prix du pétrole aiderait à combattre les vents contraires engendrés par des rendements défavorables et à assurer un certain soutien au dollar canadien.*

Stéfane Marion/Krishen Rangasamy

| Perspectives des devises* | | | | | | |
|----------------------------------|---------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | Actuel 3-Fév-15 | 2015T1 | 2015T2 | 2015T3 | 2015T4 | 2016T1 |
| USDCAD | 1.24 | 1.26 | 1.27 | 1.28 | 1.27 | 1.25 |
| <i>Cents U.S. par CAD</i> | <i>0.80</i> | <i>0.80</i> | <i>0.79</i> | <i>0.78</i> | <i>0.79</i> | <i>0.80</i> |
| EURUSD | 1.15 | 1.14 | 1.13 | 1.12 | 1.10 | 1.10 |
| USDJPY | 117 | 118 | 120 | 122 | 125 | 125 |
| AUDUSD | 0.78 | 0.76 | 0.75 | 0.75 | 0.74 | 0.74 |
| GBPUSD | 1.51 | 1.50 | 1.49 | 1.48 | 1.47 | 1.47 |
| USDCNY | 6.26 | 6.27 | 6.28 | 6.28 | 6.29 | 6.29 |
| AUDCAD | 0.96 | 0.96 | 0.95 | 0.96 | 0.94 | 0.93 |

*Fin de période

Source : FBN Économie et Stratégie

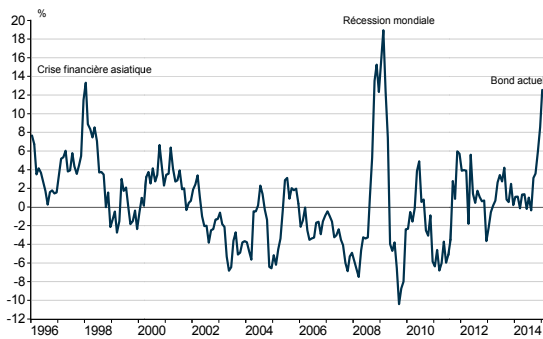
DEVISES

Bond atypique de l'USD

Le dollar US pondéré en fonction des échanges en est maintenant à son septième mois de hausse sans interruption ce qui lui a permis de rattraper le sommet de son cycle de 2009. L'appréciation de plus de 12% depuis juillet dernier est impressionnante, surtout si l'on considère que de tels gains sont atypiques en dehors d'une période de crise. Les deux dernières fois que l'USD avait enregistré de tels bonds remontent à la récession mondiale de 2008-2009 et à la crise financière asiatique en 1998.

Bond atypique de l'USD en dehors d'une crise

Dollar US pondéré en fonction des échanges, variation sur 7 mois



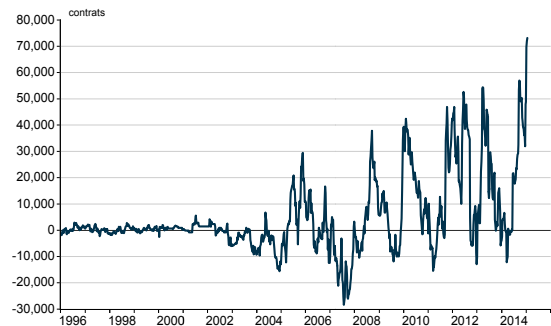
FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

Mais cette fois-ci, l'économie mondiale ne semble pas être en crise. Certes, sa croissance n'est pas brillante, notamment en raison de la stagnation qui continue dans la zone euro et d'une économie plus léthargique en Chine (due aux efforts de rééquilibrage de Pékin), mais les perspectives mondiales restent positives pour 2015. La plus grande économie du monde, celle des États-Unis, est en passe de croître au rythme le plus rapide depuis des décennies. Les économies émergentes devraient aussi profiter de l'amélioration de la demande américaine, de monnaies plus concurrentielles par rapport à l'USD et de la baisse des prix du pétrole. Une énergie moins chère aide aussi à contenir l'inflation, ce qui permet aux banques centrales de grandes économies de soutenir la croissance en maintenant une politique monétaire très accommodante.

Alors si la cause n'est pas une ruée vers la sécurité due à une crise, qu'est-ce qui motive le bond de l'USD? La divergence des politiques monétaires est un inducteur majeur, c'est clair. L'économie américaine plus vigoureuse a fait monter la probabilité de hausses de taux par la Fed au moment où plusieurs autres grandes banques centrales ont non seulement assoupli la politique monétaire mais aussi exprimé leur intention de continuer sur cette voie à court et moyen termes. Les spéculateurs ont aussi amplifié l'ascension du billet vert par leurs positions nettes longues record.

Paris spéculatifs records en faveur du dollar US

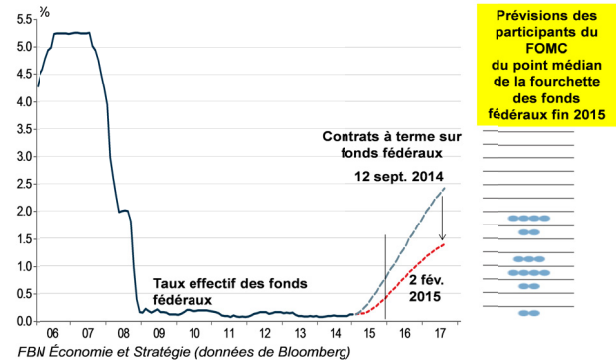
Positions non commerciales nettes longues sur l'USD



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

La hausse du billet vert peut-elle continuer toute l'année 2015? Certes, la Fed pourrait maintenant plus facilement procéder à une hausse surprise des taux d'intérêt. Les marchés ont nettement réduit leurs attentes à l'égard du taux des fonds fédéraux – les contrats à terme sur les fonds fédéraux situent maintenant le taux d'intérêt en dessous de 0.50% d'ici la fin de l'année, c.-à-d. pas beaucoup plus haut que la fourchette actuelle de 0 à 0.25%. Cela semble extrêmement accommodant comparativement à l'opinion des membres du FOMC sur le niveau des taux d'intérêt d'ici la fin de l'année.

États-Unis : Les marchés ne croient pas aux prévisions de hausses des taux d'intérêt du FOMC



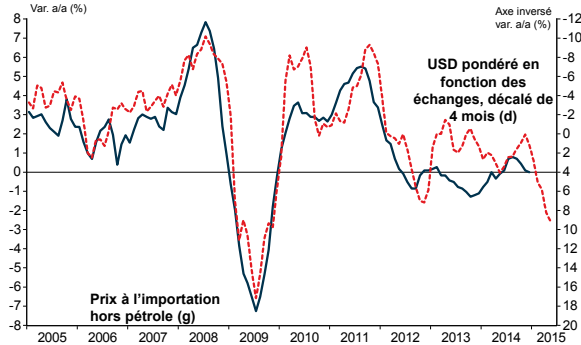
Les marchés ne semblent pas croire le FOMC, peut-être à cause du contrecoup pour l'économie qu'on attend de l'essor du billet vert. De fait, les exportateurs commencent déjà à ressentir les répercussions selon le dernier *Livre beige* de la Fed. La hausse de l'USD au cours de la dernière année pourrait aussi atténuer des perspectives d'inflation déjà faibles. Le taux d'inflation annuel mesuré par le déflateur du PCE en décembre était au plus bas depuis la récession de 2008-2009. Cela s'explique en partie par l'effondrement des prix de l'énergie. Mais les prix étaient déjà très faibles même si l'on exclut les facteurs passagers comme ceux de l'énergie à en croire l'indice PCE de base qui affiche un taux d'inflation annuel d'à peine 1.3% en décembre, soit

DEVISES

le plus bas niveau depuis mars 2014. Et étant donné l'effet négatif d'une appréciation de l'USD sur les prix à l'importation, il y a de fortes chances que l'inflation selon l'indice PCE reste faible et bien en dessous de l'objectif de 2% de la Fed pendant les prochains trimestres.

États-Unis : Les prix à l'importation se contracteront probablement cette année

Dollar US pondéré en fonction des échanges et indice des prix à l'importation



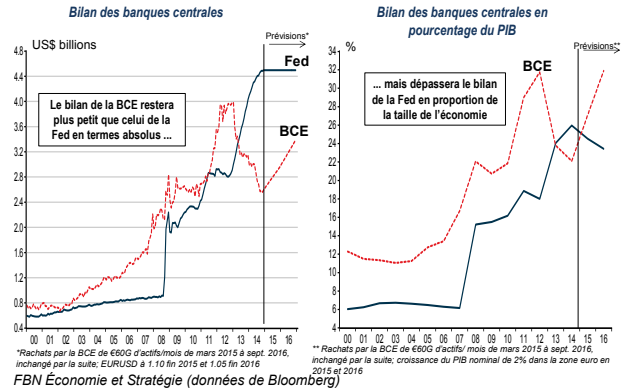
FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

Bref, la faiblesse de l'inflation limitera la capacité de la Fed de resserrer considérablement sa politique monétaire. Si l'USD a encore de la marge pour augmenter, à la faveur des politiques monétaires divergentes, nous nous attendons à un ralentissement du rythme d'appréciation cette année. Le dénouement de certaines positions spéculatives longues, massives, pourrait aussi couper le souffle au billet vert.

La BCE lance l'AQ

Après avoir essayé en vain de ranimer la croissance du crédit et de l'économie ces dernières années à l'aide de mesures conventionnelles, la Banque centrale européenne a finalement opté pour une approche plus énergique. La BCE a annoncé en janvier qu'elle amorcera un programme d'assouplissement quantitatif sous forme de rachat de €60 milliards d'obligations privées et publiques par mois sur le marché secondaire. La banque centrale compte appliquer ce programme de mars 2015 à septembre 2016 (ce qui entraînera des rachats de €1,100 milliards), même si elle a indiqué clairement que le programme pourrait être prolongé au-delà de cette date ou se terminer plus tôt si les objectifs économiques étaient atteints. Le programme d'assouplissement quantitatif de la BCE est de fait indéterminé. Le bilan de la BCE ne dépassera peut-être pas celui de la Fed en termes absolus, mais il grossira plus en termes relatifs – en proportion de la taille des économies respectives, le bilan de la BCE sera plus important que celui de la Fed. Ces mesures draconiennes, même si elles arrivent tard à notre avis, s'imposaient compte tenu de la menace croissante de déflation dans la zone euro.

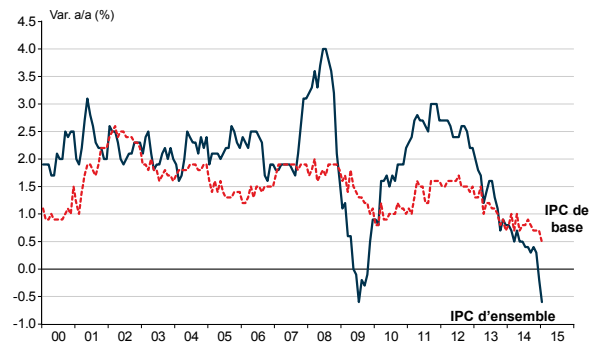
Zone euro : La BCE active la planche à billets



Le taux d'inflation annuel de janvier de -0.6%, le plus faible depuis juillet 2009, n'était pas uniquement attribuable aux prix de l'énergie. En fait, le taux d'inflation annuel de base était à peine de 0.6% en janvier, soit le plus bas depuis qu'on en garde trace. L'incapacité des gouvernements de la zone euro de mettre en place des politiques et des réformes propices à la croissance continue de maintenir l'emploi et la croissance, et donc l'inflation, sous le boisseau. Les incertitudes politiques à nouveau soulevées par la Grèce n'aideront pas non plus. Bref, on peut s'attendre à voir un prolongement du programme de la BCE au-delà de 2016. De telles politiques de dévaluation devraient nuire à l'euro. On se rappellera que le dollar US pondéré en fonction des échanges avait sombré de 18% du sommet au creux lors de l'adoption du programme d'assouplissement de la Fed.

Zone euro : En marche vers la déflation

Indice des prix à la consommation



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

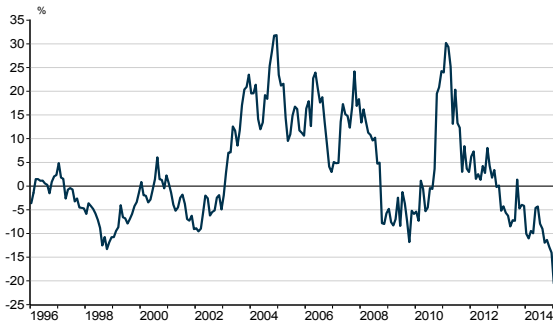
La Bdc plombe le huard

Le dollar canadien a perdu plus de 20% de sa valeur par rapport au dollar américain au cours des deux dernières années. Un tel écrasement est sans précédent pour le huard. Si une partie de la baisse est attribuable au renforcement de l'USD et à l'effondrement des prix du pétrole, la politique de la

DEVISES

Banque du Canada a aussi joué un rôle. Les communications de la banque centrale ont été très conciliantes depuis l'arrivée du gouverneur Stephen Poloz à la barre il y a un an et demi. Et en janvier, la Banque du Canada est allée un peu plus loin encore en procédant à une baisse surprise des taux d'intérêt.

Effondrement sans précédent du huard
Variation de la valeur du CAD par rapport à l'USD sur 24 mois

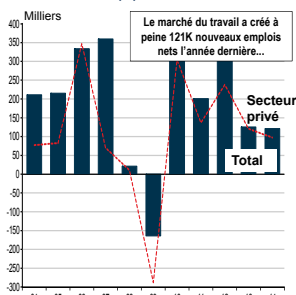


FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

La banque centrale a expliqué cette décision en disant qu'elle souscrivait une assurance face aux risques à la baisse liés à l'inflation et à la stabilité financière induits par l'effondrement des prix du pétrole. La baisse des prix du brut peut avoir des conséquences négatives même en dehors du secteur pétrolier. Par exemple, le marché immobilier résidentiel pourrait être vulnérable si l'emploi devait subir le contrecoup du ralentissement attendu de la croissance économique. Les données révisées de l'emploi par Statistique Canada révèlent non seulement que l'emploi était plus faible l'an dernier mais que la création d'emplois dépendait encore plus de l'Ouest du Canada qu'on le pensait auparavant – 84% des emplois créés l'étaient dans les quatre provinces de l'Ouest (contre 71% avant les révisions). C'est une mauvaise nouvelle pour les perspectives d'emploi pour 2015 puisque les provinces de l'Ouest ne rééditeront pas leur exploit compte tenu de ce qu'il est advenu des prix de l'énergie.

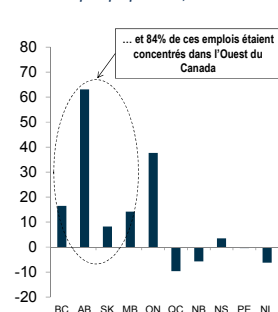
Canada : Encore de mauvaises nouvelles du marché du travail

Création d'emplois selon l'Enquête sur la population active



FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

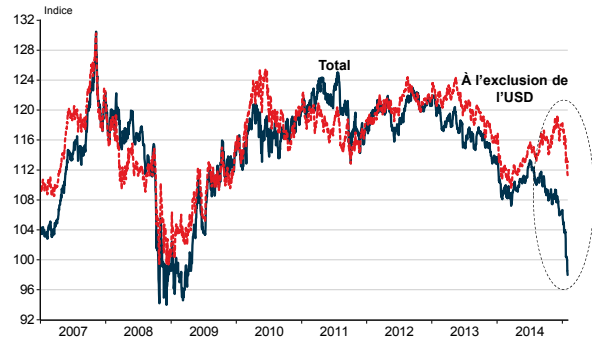
Création d'emplois par provinces, en milliers – 2014



La série de mauvaises nouvelles parues après la décision surprise de la Banque du Canada, notamment

la révision à la baisse de l'emploi et le PIB du mois de novembre inférieur aux prévisions, donne largement assez d'arguments à la banque centrale pour poursuivre ses mesures de stimulation. Nous nous attendons par conséquent à ce que la BdC procède à une nouvelle réduction des taux à sa réunion de mars, ce qui devrait maintenir le dollar canadien sous pression à court terme. Cela permettrait aussi de restaurer en partie la compétitivité du CAD par rapport aux autres grandes devises qui ont également baissé en raison de politiques monétaires de détente de leurs banques centrales respectives. On notera que si le huard est à un creux inégalé depuis plusieurs années par rapport à l'USD, sa baisse n'est pas aussi forte face aux autres monnaies, notamment au yen, au dollar australien ou à la couronne norvégienne.

La dépréciation du huard principalement par rapport à l'USD
Dollar canadien pondéré des échanges

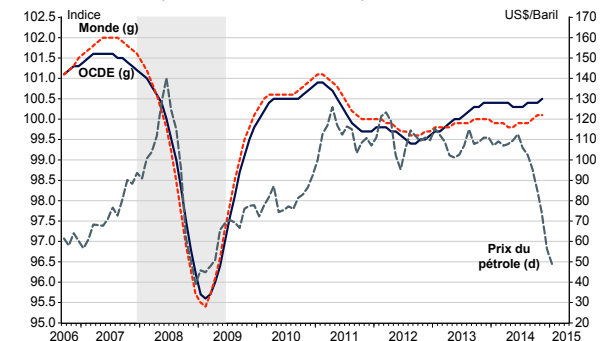


FBN Économie et Stratégie (données de la Banque du Canada)

Cela ne veut pas dire que le dollar canadien poursuivra une tendance à la baisse. À notre avis, l'effondrement des prix du pétrole est disproportionné par rapport aux caractéristiques fondamentales de l'offre et de la demande. Et à mesure que la demande mondiale restera ferme, nous nous attendons à ce que le brut WTI rebondisse à \$60 le baril d'ici la fin de l'année. Cela devrait aider à résister aux vents contraires soulevés par les rendements défavorables et assurer un certain soutien au dollar canadien.

La chute du pétrole ne reflète pas l'état de l'économie

Indicateurs économiques avancés de l'OCDE et prix du brut de Brent



FBN Économie et Stratégie (données de l'OCDE)

DEVISES

Annexe

Euro



Dollar canadien



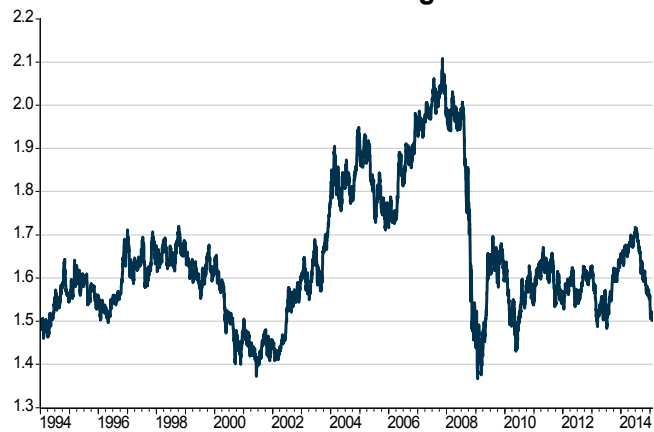
Yen japonais



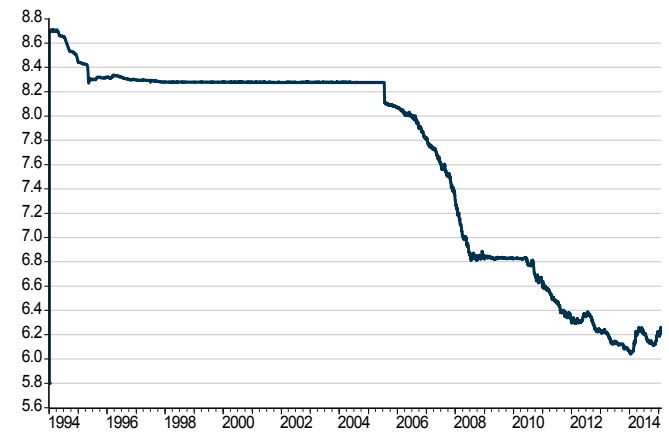
Dollar australien



Livre sterling



Yuan chinois



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

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