



## Resserrement de la politique de la Fed à l'horizon

- *La Fed a donc indiqué des hausses du taux directeur à l'horizon. Dix des membres du FOMC, contre 7 seulement en décembre, estiment maintenant que le taux des fonds fédéraux s'établira à 1% ou plus l'an prochain. Comme l'inflation augmentera en raison de la hausse continue des prix alimentaires et des pressions sur les salaires, nous nous attendons à ce que la Fed augmente le taux des fonds fédéraux d'un point de pourcentage au deuxième semestre de l'an prochain, ce qui le porterait à 1.25% d'ici la fin de 2015. C'est un peu plus que ce que nous estimions préalablement et nous relevons en conséquence notre prévision à long terme pour le dollar américain.*
- *Quoiqu'il y ait eu des discussions au sujet de la détente quantitative, la Banque centrale européenne a choisi de ne rien faire à sa réunion d'avril. Son communiqué contenait les mêmes propos rassurants habituels disant que la BCE interviendra si c'est nécessaire, mais une fois de plus, elle n'a mis en place aucune nouvelles mesures pour faire face au problème de la fragmentation du secteur bancaire et à la menace de déflation. En tardant à agir, la BCE risque de pénaliser l'économie de l'union monétaire en entretenant la surévaluation de l'euro plus longtemps que ce serait le cas autrement et en renforçant donc le cercle vicieux d'une croissance lente et des forces déflationnistes. Nous pensons que la BCE finira par comprendre les risques de la déflation et augmenter les mesures de stimulation à mesure que l'année avancera. Avec la montée des anticipations d'un resserrement de la politique de la Fed, cela pourrait infliger un double coup à l'euro. Nous gardons confiance dans notre projection de baisse à 1.29 du taux EURUSD d'ici la fin de l'année.*
- *Certains indices laissent croire qu'après des mois de très grand pessimisme pour le CAD, les investisseurs deviennent un peu plus neutres à l'égard du huard. La série de données économiques canadiennes qui ont dépassé les prévisions des projectionnistes a probablement aidé les investisseurs à comprendre que la situation n'est pas aussi mauvaise qu'ils le pensaient. Nous gardons confiance dans notre projection d'un maintien du CAD autour du niveau actuel cette année malgré la vigueur attendue de l'USD. Mais nous avons abaissé un peu notre prévision à plus long terme pour le CAD pour mieux refléter la hausse plus énergique de la Fed en 2015.*

Stéfane Marion/Krishen Rangasamy

	Perspectives des devises*					
	Actuel 2-avr-14	2014T2	2014T3	2014T4	2015T1	2015T2
USDCAD	1.10	1.10	1.09	1.09	1.08	1.09
<i>Cents U.S. par CAD</i>	<i>0.91</i>	<i>0.91</i>	<i>0.92</i>	<i>0.92</i>	<i>0.93</i>	<i>0.92</i>
EURUSD	1.38	1.38	1.35	1.29	1.30	1.30
USDJPY	104	105	108	110	111	112
AUDUSD	0.92	0.93	0.95	0.94	0.94	0.93
GBPUSD	1.66	1.65	1.64	1.63	1.65	1.66
USDCNY	6.21	6.19	6.17	6.15	6.10	6.05
AUDCAD	1.02	1.02	1.03	1.02	1.01	1.01

\*Fin de période

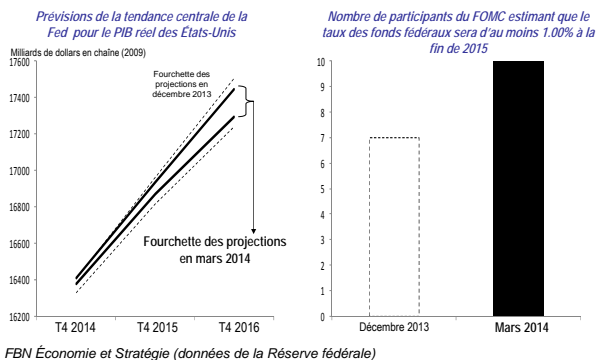
Source : Recherches économiques FBN

## Tour de vis de la Fed à l'horizon

L'aspiration à une meilleure communication ne se traduit pas nécessairement par plus de transparence, comme en témoignent les déclarations de la Fed en mars. La banque centrale a écarté ses indications prospectives reposant sur des seuils – qui menaçaient de laisser dériver les anticipations des taux fédéraux, puisque le seuil de chômage était pratiquement atteint – pour les remplacer par des indications qualitatives vagues pour les taux des fonds fédéraux. Le FOMC dit maintenant que pour déterminer combien de temps ses taux devront rester à zéro, il s'appuiera sur une large gamme d'informations dont l'état du marché du travail, l'inflation et les anticipations d'inflation, et l'évolution des marchés financiers. En d'autres termes, la Fed a troublé les eaux de la politique monétaire en se donnant beaucoup plus de marge de manœuvre pour établir quelles sont les meilleures conditions pour relever les taux d'intérêt.

Les indications prospectives qualitatives floues ne sont pas à proprement parler un signe de plus de fermeté. Alors pourquoi le dollar américain pondéré en fonction des échanges commerciaux a-t-il bondi après l'annonce? Ce n'est pas la décision, largement attendue, d'une nouvelle diminution de \$10 milliards par mois des achats d'actifs par la Fed qui aura eu un important effet sur le billet vert. Celui-ci a plutôt été dopé par le message laissant entrevoir nettement plus de fermeté qui ressortait de la présentation des opinions des membres du FOMC sur le taux des fonds fédéraux. Dix d'entre eux, contre seulement 7 en décembre, estiment maintenant que ce taux se situera à 1% ou plus l'an prochain. Cela s'explique sans doute par une plus grande confiance dans leurs propres prévisions de croissance. De fait, l'écart entre les bornes inférieures et supérieures des projections de tendance centrale du PIB est maintenant plus petit qu'en décembre.

### États-Unis : La Fed un peu moins incertaine de ses projections

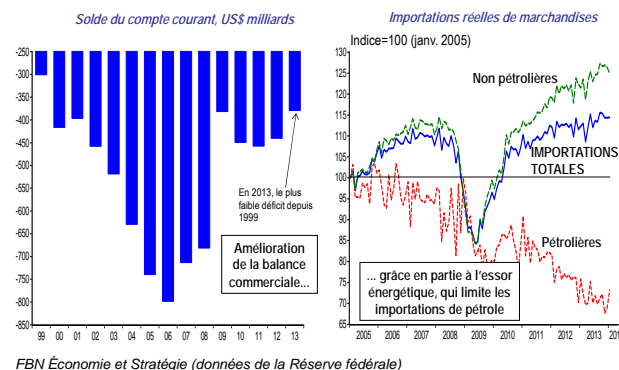


Et les prévisions d'une hausse des taux ont encore été nourries par le commentaire de la présidente de la Fed, Janet Yellen, lors de la conférence de presse d'après que la première hausse pourrait intervenir environ six

mois après la fin du programme d'assouplissement quantitatif.

Le message de la Fed nous conforte dans l'opinion que l'USD se renforcera cette année. En plus des prévisions d'un resserrement de la politique de la Fed, l'amélioration de la balance commerciale s'annonce aussi comme une source de soutien de l'USD. Grâce à un secteur manufacturier dégraissé et plus concurrentiel, les exportations des États-Unis frisent maintenant des records. Conjugué à une diminution des importations de pétrole – grâce à l'essor énergétique qui rapproche les États-Unis de leur objectif d'autonomie en la matière –, cela a permis une baisse du déficit du compte courant au plus bas depuis 1999 l'année dernière.

### Le plus faible déficit du compte courant depuis 1999



Comme l'inflation reprendra sans doute ne serait-ce qu'en raison de la hausse continue des prix alimentaires et de la pression des salaires, nous nous attendons maintenant à ce que la Fed rehausse les taux d'intérêt d'un point de pourcentage complet au deuxième semestre de l'an prochain, ce qui porterait le taux des fonds fédéraux à 1.25% d'ici la fin de 2015. C'est un peu plus que ce que nous estimions préalablement et nous relevons en conséquence notre prévision à long terme pour l'USD.

## La BCE retarde l'inévitable

Quoiqu'il y ait eu des discussions au sujet de la détente quantitative, la Banque centrale européenne a choisi de ne rien faire à sa réunion d'avril. Son communiqué contenait les mêmes propos rassurants habituels disant que la BCE interviendra si c'est nécessaire, mais une fois de plus, elle n'a mis en place aucune nouvelles mesures pour faire face au problème de la fragmentation du secteur bancaire et à la menace de déflation. En tardant à agir, la BCE risque de pénaliser l'économie de l'union monétaire en entretenant la surévaluation de l'euro plus longtemps que ce serait le cas autrement, et en renforçant donc le cercle vicieux d'une croissance lente et des forces déflationnistes.

À en croire divers indices des directeurs des achats, l'économie de la zone euro reprend de la vigueur, mais

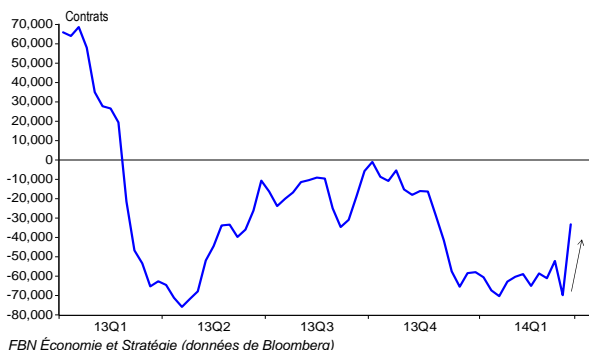
la croissance demeure trop faible pour écarter la menace de la déflation. Le taux de chômage est resté inchangé au niveau record de 11.9% sur l'ensemble de la zone en février, mais a atteint de nouveaux sommets dans des pays comme la France, l'Italie et les Pays-Bas. La stagnation du marché du travail ne nous étonne pas étant donné le peu de réformes significatives et la lenteur de la croissance. La faiblesse du marché du travail contribue à limiter la demande des consommateurs et renforce par conséquent les pressions déflationnistes. On remarquera que la première estimation de l'inflation annuelle de mars s'est établie à tout juste 0.5%, le plus bas niveau depuis 2009. Nous nous attendons toujours à ce que la BCE augmente ses mesures de stimulation à mesure que l'année progressera. Si on ajoute cela à l'augmentation des prévisions de resserrement de la politique de la Fed, le coup sera double pour l'euro. Nous gardons confiance dans notre projection de baisse du taux EURUSD à 1.29 d'ici la fin de l'année.

## Le huard tient bon

Le dollar canadien a légèrement augmenté par rapport au billet vert en mars malgré la vigueur de l'USD inspirée par la Fed et malgré les propos lénifiants du gouverneur Stephen Poloz de la Banque du Canada. Dans une allocution, celui-ci a laissé entendre qu'une croissance lente pourrait être la norme pour le Canada : « les forces démographiques et la gueule de bois lancinante provoquée par la crise financière vont dans le même sens : elles limitent nos possibilités de croissance », a-t-il dit. Le huard a d'abord été matraqué après les commentaires du gouverneur, puis il a retrouvé son aplomb. Mais comment a-t-il bien pu enregistrer une hausse malgré tous ces obstacles? Peut-être qu'après des mois de pessimisme extrême les investisseurs se commencent à se montrer un peu plus neutres à l'égard du CAD. Par exemple, les spéculateurs ont fortement réduit leurs positions à découvert sur le CAD en mars, les ramenant au plus bas depuis novembre dernier.

### Diminution de moitié des ventes à découvert du CAD

Positions longues nettes non commerciales sur le huard



Le recul d'un indicateur clé de la tarification du tunnel USDCAD (la demande d'options d'achat sur l'USD de 3 mois par rapport aux options de vente sur l'USD) au plus bas depuis 2010 est une autre indication d'un changement d'humeur du marché. En d'autres mots, le coût d'une assurance contre une dépréciation du CAD comparativement au coût d'une assurance contre l'appréciation du CAD vient de descendre au plus bas en près de quatre ans. La combinaison de la neutralité sur le CAD dans les milieux spéculatifs et de la réduction de l'asymétrie de l'indicateur de référence laisse penser que les marchés considèrent maintenant que les risques extrêmes d'une dépréciation du CAD par rapport à l'USD ont nettement diminué.

### Coût de l'assurance contre une dépréciation/appréciation du CAD au plus bas depuis 2010

Tunnel 25 delta des options de 3 mois



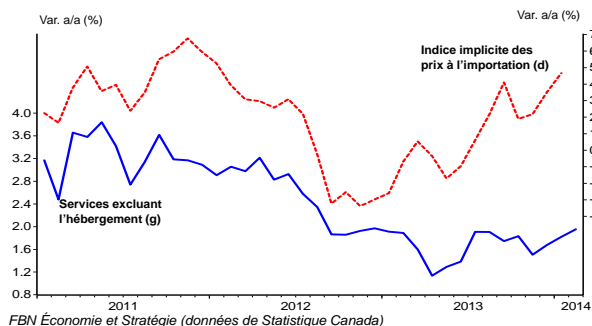
Ce changement d'humeur était probablement causé par la série de données économiques canadiennes supérieures aux prévisions consensuelles qui ont aidé les investisseurs à comprendre que les choses n'allaient pas aussi mal qu'ils le pensaient. Les plus avertis auront aussi saisi que les commentaires du gouverneur Poloz sur la démographie étaient pour le moins incomplets. La démographie du Canada est en réalité beaucoup plus favorable que celle de la plupart des autres pays de l'OCDE. Notre population âgée de 20 à 44 ans, groupe crucial pour soutenir la consommation et donc les prix, devrait croître de 2.6% au cours des cinq ans terminés en 2018, bien au-dessus des projections européennes et japonaises et pas loin de celles des États-Unis. Le PIB canadien ne devrait donc pas être à la traîne de celui des autres pays de l'OCDE pour de simples considérations de démographie au cours des prochaines années.

Le huard était aussi soutenu en mars par le fait que les marchés ont enfin ramené leurs prévisions en matière de taux d'intérêt (baisse par la Banque du Canada) vers un niveau plus neutre, grâce à de solides statistiques de croissance et à une inflation plus forte que prévu. Si les tendances saisonnières se maintiennent en mars, l'inflation du T1, en glissement annuel, se situe maintenant à 1.3% pour l'indice d'ensemble et de base, c'est-à-dire près de trois dixièmes au-dessus des estimations de la Banque du Canada dans le *Rapport sur la politique monétaire* de janvier. On remarquera

que le taux d'inflation annualisé de 3 mois, à l'exclusion des aliments et de l'énergie, a bondi à 3.1% en février, ce qui ne s'était pas vu depuis 2011. L'inflation des services augmente maintenant au rythme le plus rapide depuis 2012, alors que la tendance à la hausse de l'inflation des biens devrait continuer, d'autant plus que les prix à l'importation ont augmenté du fait de la nette dépréciation du dollar canadien. Bref, les forces désinflationnistes observées l'an dernier se dissipent vite.

### L'inflation des services croît, celle des biens peut poursuivre sa hausse

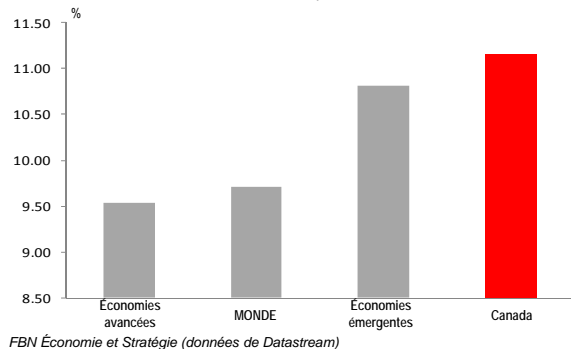
Indice implicite des prix à l'importation et services dans l'indice des prix à la consommation



Nous ne serions pas surpris d'apprendre que les rentrées de portefeuille ont aussi joué un rôle dans la hausse du CAD en mars. Les investisseurs étrangers étaient acheteurs nets d'actions canadiennes un cinquième mois d'affilée en janvier et, vu la prolongation de la reprise du marché boursier, c'est fort probable qu'ils ne se sont pas arrêtés en si bon chemin. Qu'est-ce qui rend les actions canadiennes si intéressantes pour les étrangers? Peut-être s'attendent-ils à un rattrapage du TSX après le retard accusé par les actions canadiennes sur les principales bourses l'an dernier. Mais, plus fondamentalement, les perspectives de bénéfice des sociétés canadiennes sont solides par rapport à celles des autres marchés d'après les estimations des analystes.

### Plus d'optimisme pour les prévisions de bénéfice du Canada

Prévisions de bénéfices du MSCI, croissance prévisionnelle sur 12 mois



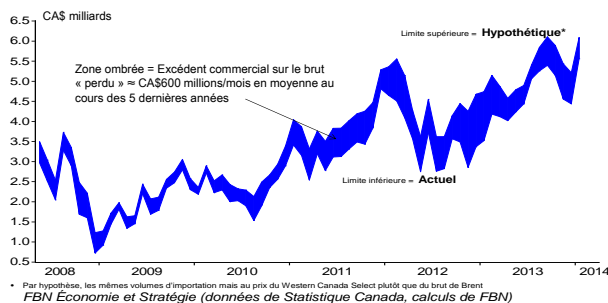
Avec le recul des prévisions de dépréciation du CAD, cela rend les actions canadiennes assez intéressantes pour des investisseurs d'ailleurs. Nous nous attendons

à ce que les flux de portefeuille de l'étranger continuent de soutenir le huard cette année.

Les prix des matières premières n'étaient pas particulièrement favorables au dollar canadien en mars – l'indice des prix des produits de base de la BdC a en fait baissé marginalement au cours du mois –, mais il s'est produit une évolution positive sur le front de la politique et de la réglementation. L'Office national de l'énergie a enfin autorisé l'inversion du sens de circulation de la canalisation 9 du pipeline d'Enbridge, ce qui permettra d'acheminer du brut de l'Ouest vers les raffineries de l'Est du Canada. Cela nous semble positif pour le pays. Pendant des années, l'Est du Canada a dû importer du pétrole au cours du Brent, c'est-à-dire à un prix nettement plus élevé que ceux du brut Western Canada Select qu'obtiennent les producteurs canadiens. Quand le brut commencera à couler vers l'est par la canalisation 9, cela devrait réduire l'écart entre le Brent et le WCS. Il ne faut pas sous-estimer l'importance d'une telle diminution. Au cours des cinq dernières années, l'écart Brent-WCS pourrait avoir coûté au Canada jusqu'à CA\$600 millions par mois selon nos estimations. La percée dans la politique pipelinère – inversion du pipeline 9 et accord entre la Colombie-Britannique et l'Alberta sur un pipeline vers le Pacifique – est de bon augure pour la durabilité de la croissance émanant du secteur énergétique du Canada. Cela devrait ajouter un certain soutien à l'investissement direct étranger qui a déjà commencé à augmenter.

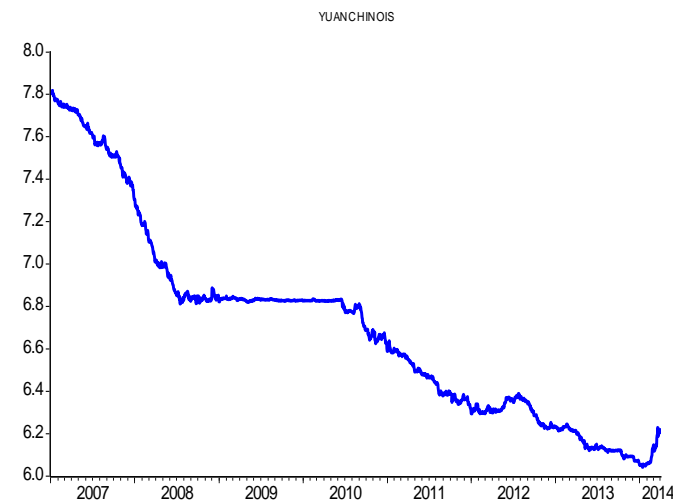
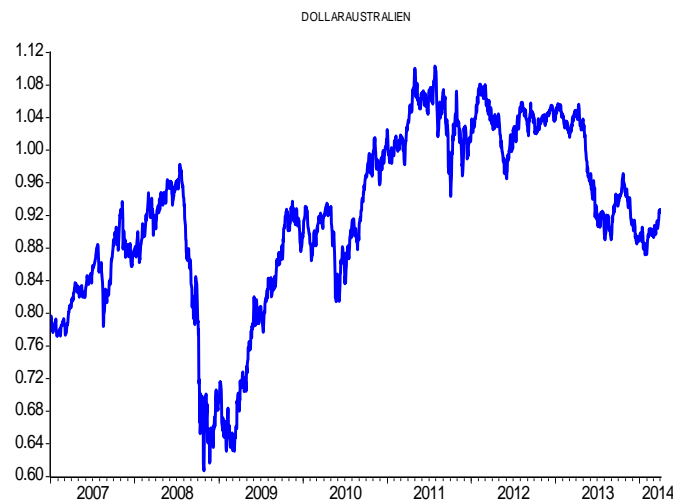
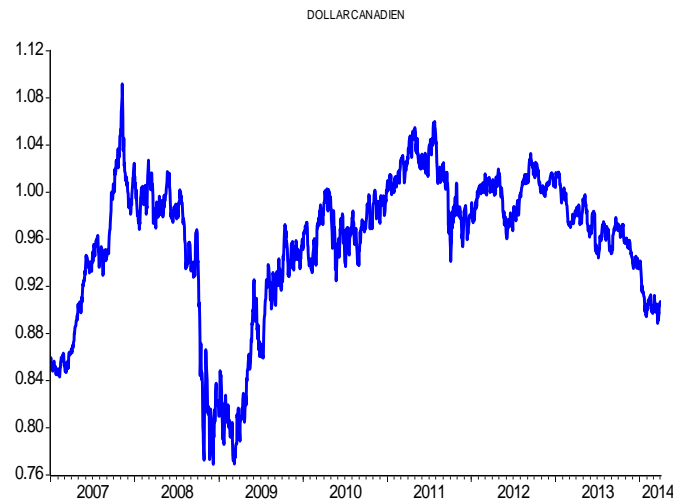
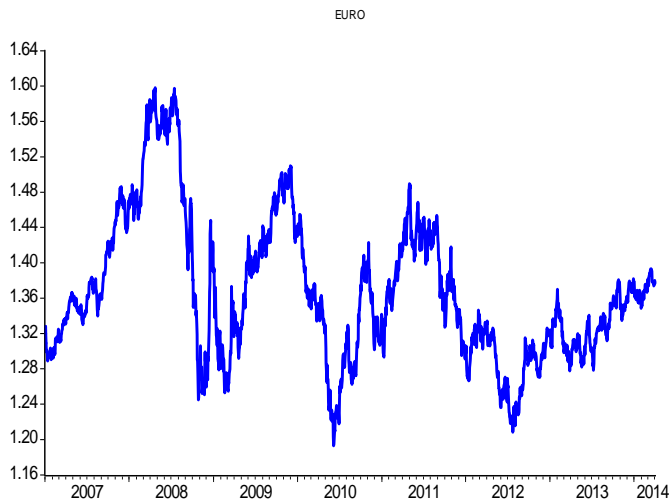
### Canada : L'inversion de la canalisation 9 se justifie-t-elle ?

Excédent commercial du pétrole brut, actuel et hypothétique



Tout bien compté, nous avons réduit légèrement notre prévision à long terme pour le CAD pour refléter une action plus énergique de la Fed en 2015 et nous nous attendons à ce que le huard se maintienne près des niveaux actuels sur l'horizon de prévision alors que la Banque du Canada procédera à ses propres hausses l'an prochain. Le huard devrait aussi continuer de profiter des rentrées de portefeuille et d'IDE à mesure que les investisseurs étrangers se laisseront encourager par l'amélioration des perspectives de croissance économique. Bien entendu, il ne faut pas s'attendre à ce que la trajectoire du huard soit linéaire. Le déficit du compte courant encore important et donc la dépendance à l'égard des rentrées de l'étranger, laisse de toute évidence le dollar canadien à la merci de revirements temporaires de l'humeur des investisseurs étrangers.

## Annexe



## GRUPE ÉCONOMIE ET STRATÉGIE

514.879.2529

### Stéfane Marion

*Économiste et stratège en chef*

[stefane.marion@bnc.ca](mailto:stefane.marion@bnc.ca)

### Paul-André Pinsonnault

*Économiste principal, Revenu fixe*

[paulandre.pinsonnault@bnc.ca](mailto:paulandre.pinsonnault@bnc.ca)

### Krishen Rangasamy

*Économiste principal*

[krishen.rangasamy@bnc.ca](mailto:krishen.rangasamy@bnc.ca)

### Marc Pinsonneault

*Économiste principal*

[marc.pinsonneault@bnc.ca](mailto:marc.pinsonneault@bnc.ca)

### Matthieu Arseneau

*Économiste principal*

[matthieu.arseneau@bnc.ca](mailto: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 d'Amérique, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») qui est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC), membre du groupe de FBN, accepte la responsabilité de son contenu, sous réserve des conditions mentionnées ci-dessus. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport ou pour effectuer une opération, les résidents des États-Unis sont invités à communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI. 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. ♦ **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.