



## La faiblesse du huard va persister

- *L'élargissement de la bande de flottement du yuan et la dévaluation subséquente d'autres monnaies des marchés émergents ont propulsé l'USD pondéré des échanges à des niveaux inégalés depuis douze ans. Bien qu'il ait déjà monté beaucoup, le dollar peut encore poursuivre son ascension du fait de la divergence des politiques monétaires entre la Fed et les autres grandes banques centrales. Le PIB supérieur au potentiel prévu pour cette année et la vigueur du marché de l'emploi qui ne se dément pas nous rapprochent de plus en plus d'une première hausse des taux d'intérêt par la Fed en près d'une décennie.*
- *Il est intéressant de noter que l'augmentation de l'USD ne s'est pas faite au détriment de l'euro et du yen, deux monnaies qui ont profité du dénouement d'opérations de portage sur fond de débâcle boursière mondiale. Mais nul ne sait comment ces monnaies à faible rendement pourront maintenir leur rythme si les marchés financiers se stabilisent. La zone euro et le Japon connaissent tous deux une croissance tiède et une inflation inférieure à l'objectif. On peut donc s'attendre à ce que la BdJ et la BCE continuent de faire tourner la planche à billets à plein régime pendant plusieurs trimestres, ce qui devrait plomber leurs monnaies respectives.*
- *Le dollar canadien reste sous pression. Les perspectives des prix du pétrole sont sombres, vu l'offre pléthorique de brut et la faiblesse de la croissance mondiale. La politique monétaire canadienne n'est pas non plus favorable, avec un élargissement du différentiel de rendement entre les États-Unis et le Canada qui nuira probablement au CAD. L'important déficit du compte courant et la dépendance à l'égard de flux de capitaux à court terme pour le financer ne sont pas non plus encourageants. Et pour compliquer les choses, les prochaines élections fédérales promettent d'ajouter une bonne dose d'incertitude. Nous nous attendons à ce que le taux USDCAD se situe dans la fourchette de 1.30-1.40 d'ici la fin de l'année prochaine.*

**Stéfane Marion/Krishen Rangasamy**

Perspectives des devises*						
	Actuel 4-Sep-15	2015T4	2016T1	2016T2	2016T3	2016T4
USDCAD	1.32	1.34	1.35	1.36	1.37	1.38
Cents U.S. par CAD	0.76	0.75	0.74	0.74	0.73	0.73
EURUSD	1.11	1.10	1.08	1.07	1.03	1.00
USDJPY	119	121	122	126	128	130
AUDUSD	0.70	0.69	0.68	0.68	0.67	0.68
GBPUSD	1.52	1.51	1.50	1.50	1.48	1.47
USDCNY	6.36	6.39	6.41	6.43	6.45	6.46
AUDCAD	0.93	0.93	0.92	0.93	0.92	0.93

\*Fin de période

Source : FBN Économie et Stratégie

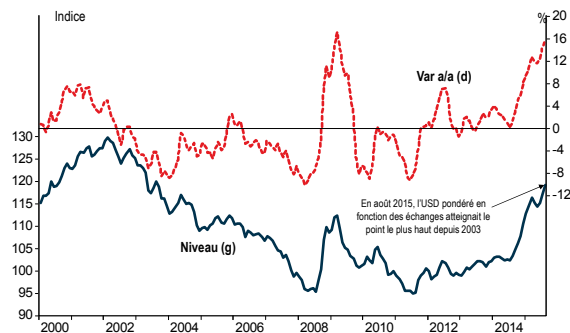
# DEVISES

## L'USD au diapason de la Fed

La décision de Pékin d'élargir la bande de flottement du yuan — qui a été suivie par des dévaluations d'autres monnaies des marchés émergents — est un des facteurs qui ont permis au dollar américain d'enregistrer sa onzième hausse mensuelle en 14 mois en août, au point de faire monter la monnaie de réserve mondiale au plus haut depuis 2003. L'appréciation d'une année à l'autre de l'USD pondéré en fonction des échanges est maintenant similaire en ampleur au bond enregistré pendant la crise financière mondiale de 2008-2009.

### L'USD atteint un record inégalé depuis 12 ans

Dollar américain pondéré en fonction des échanges



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

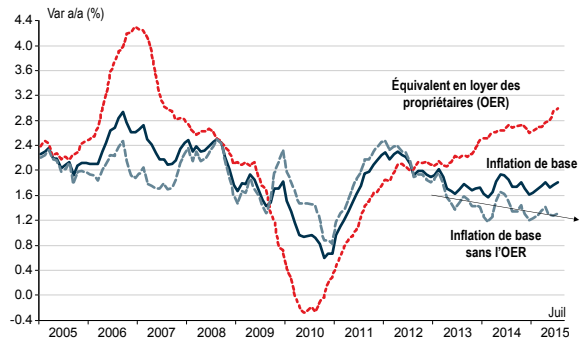
Mais, cette fois-ci ce n'est pas la ruée vers la sécurité qui dope le billet vert, mais plutôt la divergence entre les politiques monétaires. Alors que la Banque du Japon et la Banque centrale européenne sont maintenant bien engagées dans l'assouplissement quantitatif et que la Banque populaire de Chine réduit ses taux d'intérêt et les réserves obligatoires des banques, la Fed se dirige en sens opposé. Le FOMC a d'ailleurs exprimé à maintes reprises ses appréhensions pour la stabilité financière dont il craint qu'elle soit compromise par des taux d'intérêt restés bas trop longtemps. Comme l'a dit la Fed récemment, si elle a une confiance raisonnable dans le retour de l'inflation à son objectif de 2% à moyen terme et si elle constate une nouvelle amélioration du marché du travail (qui s'est produite d'après les chiffres de l'emploi de juillet et d'août), elle haussera le taux des fonds fédéraux.

Mais la Fed sait qu'elle ne peut pas intervenir trop énergiquement lorsqu'elle amorcera un nouveau cycle de resserrement de la politique monétaire. Le taux d'inflation reste bien inférieur à l'objectif et un tour de vis trop fort et trop précoce pourrait précipiter l'économie américaine dans la déflation. Hormis l'équivalent en loyer des propriétaires — gonflé par la forte demande de location (que ne réduiront pas les hausses de taux d'intérêt) —, l'inflation de base selon l'IPC atteint à peine 1.3%. De la même manière, le déflateur des dépenses personnelles de consommation (PCE) de base se situe maintenant à 1.2%, le plus bas niveau en plus quatre

ans. L'inflation des salaires reste basse malgré la vigueur du marché du travail.

### La faible inflation empêche la Fed de trop hausser les taux

IPC de base américain



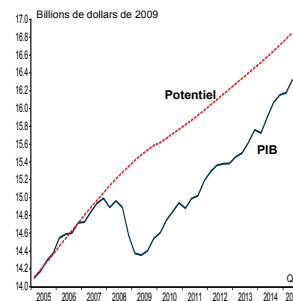
FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

## Pourquoi l'inflation américaine est-elle si faible?

Si l'inflation est si faible, c'est en partie en raison de la capacité inutilisée de l'économie qui est encore considérable. Même après le bond du PIB au dernier trimestre — les chiffres révisés indiquent une augmentation annualisée de la production de 3.7% au T2 —, la production reste à 3% environ sous son potentiel.

### Beaucoup de capacité inutilisée, malgré le bond du PIB au T2

PIB réel : publié et potentiel



Écart de production



FBN Économie et Stratégie (données du Congressional Budget Office, Datastream)

La vigueur du dollar est aussi en cause dans la faiblesse de l'inflation. L'appréciation du billet vert a amputé la croissance économique de quelques dixièmes de point et fait chuter les prix des importations, deux effets qui tendent à brider l'inflation.

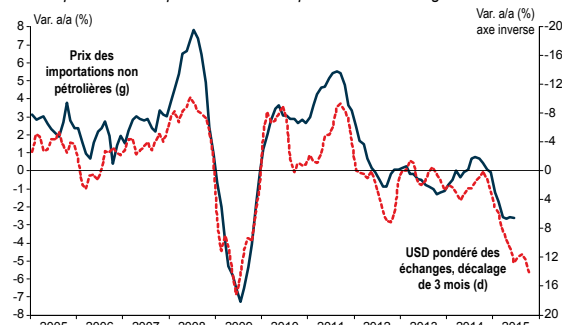
Tout bien compté, si la Fed a averti de manière répétée qu'elle haussera le taux des fonds fédéraux prochainement, nous nous attendons à ce qu'elle se montre ultra-prudente lorsqu'elle resserra sa politique monétaire — c.-à-d. deux hausses (éventuellement) suivies d'une longue pause. Cela devrait néanmoins

# DEVISES

suffire pour propulser l'USD pondéré en fonction des échanges un peu plus près de son record absolu atteint en 2002.

## La hausse de l'USD fait baisser les prix à l'importation

Prix des importations non pétrolières et USD pondéré des échanges commerciaux



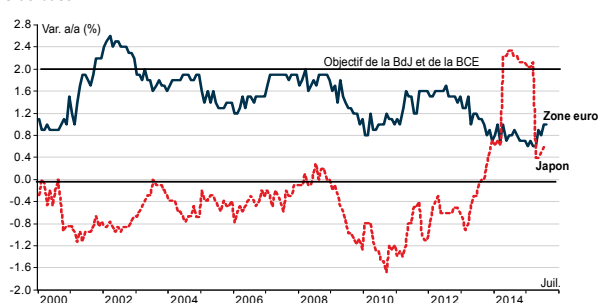
FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

## Dénouement des opérations de portage

Il est intéressant de noter que les gains de l'USD en août ne se sont pas faits au détriment de l'euro et du yen. Ces deux monnaies étaient sous pression au début de l'année en raison des faibles taux d'intérêt dans leurs régions — ce qui a encouragé la multiplication des opérations de portage, c.-à-d. emprunter en une monnaie à faibles taux d'intérêt comme le yen ou l'euro et acheter des monnaies de pays aux taux d'intérêt plus élevés, comme le dollar australien. Or le yen et l'euro ont fait un retour en force en août grâce au dénouement de ces opérations devant la déroute des marchés boursiers. Mais nul ne sait comment ces monnaies à faible rendement pourront maintenir leur rythme si les marchés financiers se stabilisent.

## L'inflation est bien inférieure à l'objectif, même si on exclut les aliments et l'énergie

IPC de base



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

La zone euro et le Japon connaissent tous deux une croissance tiède et une inflation inférieure à l'objectif. A

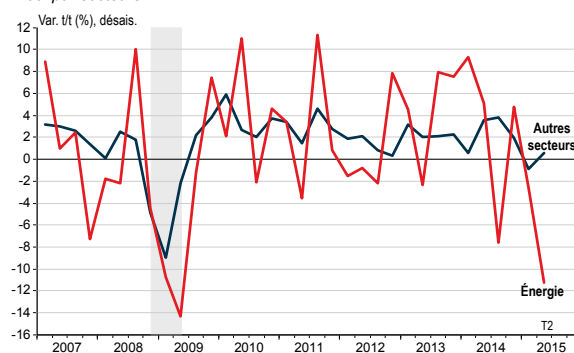
sa rencontre de septembre, la Banque centrale européenne a reconnu que le PIB a crû à un rythme plus lent que ce qui avait été prévu et a abaissée ses prévisions de croissance et de l'inflation. La BCE a donc un peu ajusté son programme d'assouplissement quantitatif en autorisant plus d'achats de titres de créance des chaque pays membre, relevant à 33% la limite des achats potentiels par titre. La politique monétaire devrait aussi être encore plus accommodante au Japon pour combattre la faible inflation. On peut donc s'attendre à ce que la BdJ et la BCE continuent de faire tourner la planche à billets à plein régime pendant plusieurs trimestres, ce qui pourrait déprécier le yen et l'euro par rapport à l'USD.

## Les faibles bases du huard

L'été a été éprouvant pour le dollar canadien qui a perdu plus de 6% par rapport à l'USD au cours des deux derniers mois. Il a été laminé par l'effondrement des prix du pétrole, alors que dominaient les craintes pour la croissance mondiale. Les faibles perspectives économiques intérieures ont aussi soulevé la probabilité d'une nouvelle réduction du taux de financement à un jour par la Banque du Canada, ce qui a encore plombé le CAD. Le Canada a connu une récession dite « technique » au premier semestre de 2015 où, au T2, le PIB s'est contracté un deuxième trimestre de suite. La baisse annualisée de 0.5% au T2 était attribuable à la diminution des investissements des entreprises qui a largement contrebalancé les apports positifs de la consommation, des dépenses des administrations publiques, de la construction résidentielle et du commerce international. Mais tout n'est pas noir. Si le secteur de l'énergie est incontestablement en récession, le reste de l'économie se porte mieux et semble avoir rebondi quelque peu après un début d'année médiocre.

## La chute de l'énergie rappelle la récession de 2008-2009

PIB réel par secteurs



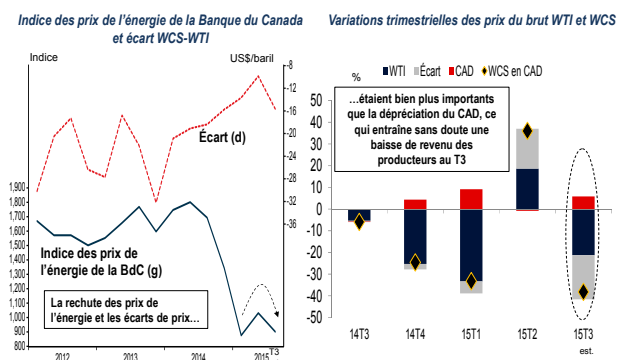
FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Le Canada n'est cependant pas tiré d'affaire. Si l'économie a profité d'un bon coup de pouce au T3 des

# DEVISES

jeux PanAm et des chèques envoyés par Ottawa aux ménages (crédit d'impôt pour les familles), d'anciens problèmes refont surface. Après quelques indices de reprise, les prix de l'énergie ont rechuté au T3. Pour aggraver le tout, l'écart de prix entre le brut West Texas Intermediate et le Western Canada Select (le prix payé à nos exportateurs de pétrole) s'est fortement creusé en réaction à l'engorgement de pétrole lourd dû à des fermetures de pipelines et à la réduction de capacité des raffineries en raison de l'entretien saisonnier ou pour des motifs moins passagers, p. ex. la raffinerie de Whiting (Indiana) qui traite du brut lourd canadien est en réparation après d'importants dommages. Bref, la baisse de prix du WCS au T3 était importante et a probablement nui au produit intérieur brut.

## Rechute des prix de l'énergie au Canada



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

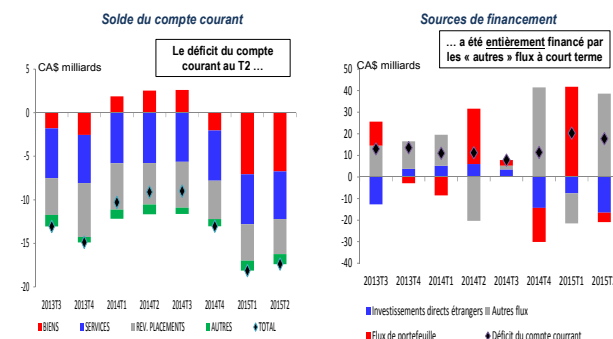
Avec la baisse des chiffres d'affaires et des perspectives plutôt sombres pour les prix du pétrole, les producteurs d'énergie continueront de comprimer leurs coûts. Les dépenses d'investissement en souffriront et devraient encore diminuer après avoir été amputées au premier semestre. Même en dehors du secteur de l'énergie, les perspectives de l'investissement des entreprises ne sont pas roses. Les faibles taux d'intérêt n'ont pas encore incité les entreprises à investir plus, puisque les bénéfices ne sont pas au rendez-vous. Si nous mesurons bien l'ampleur du repli des investissements, la croissance sera faible non seulement cette année, mais aussi en 2016 et au-delà. Cela prépare donc le terrain pour une divergence non négligeable entre la politique monétaire du Canada et celle des États-Unis. Or, un accroissement de l'écart de rendement nuira probablement au dollar canadien.

Les difficultés du huard sont aussi aggravées par des flux de trésorerie défavorables. Si le plus récent rapport sur la balance des paiements internationaux a révélé une amélioration au T2 du solde du compte courant, l'indicateur le plus large du commerce extérieur, grâce à des déficits plus petits du commerce de marchandises et de services ainsi que du compte des revenus de placements, le déficit n'en reste pas moins

considérable, à 3.5% du PIB. Mais la plus mauvaise nouvelle était la manière dont le déficit de CA\$17.4 milliards était financé. La source préférée de financement, c.-à-d. l'investissement direct étranger (parce qu'il est stable et à long terme), était négative un troisième trimestre de suite, puisque l'IDE a été largement dépassé par les sorties massives de fonds. Les investissements directs des sociétés canadiennes à l'étranger ont en effet atteint près de CA\$37 milliards, la somme la plus élevée de tous les temps. La même chose est vraie des flux de portefeuille, puisque les maigres injections de fonds étrangers dans des titres canadiens ont été écrasées par les sorties sous forme d'investissements de Canadiens dans des titres étrangers.

À l'inverse, le déficit extérieur a été financé entièrement au T2 par les « autres » flux, tels que les prêts, les devises et les dépôts. Ces flux relativement instables – qui peuvent être inversés rapidement – expliquent largement la dépréciation du dollar canadien ces derniers mois.

## Des bases faibles pour le dollar canadien



FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

En résumé, les bases du dollar canadien restent médiocres, non seulement à cause des faibles prix du pétrole et d'une banque centrale accommodante, mais aussi à cause d'un important déficit du compte courant et de la dépendance à l'égard des flux de capitaux à court terme. Et pour compliquer les choses, les prochaines élections fédérales promettent d'ajouter une bonne dose d'incertitude. Nous nous attendons à ce que le taux USDCAD se situe dans la fourchette de 1.30-1.40 d'ici la fin de l'année prochaine.

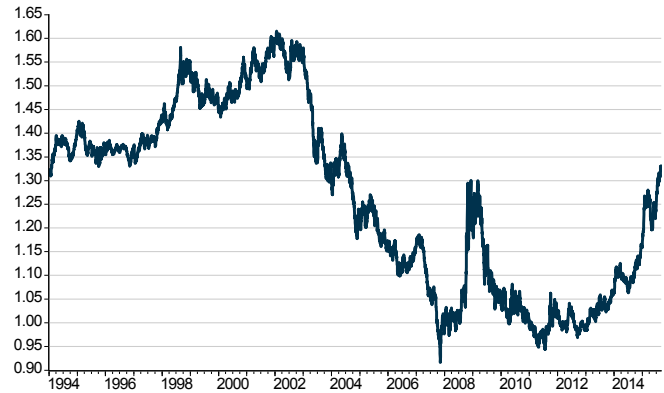
# DEVISES

## Annexe

### Euro



### Dollar canadien



### Yen japonais



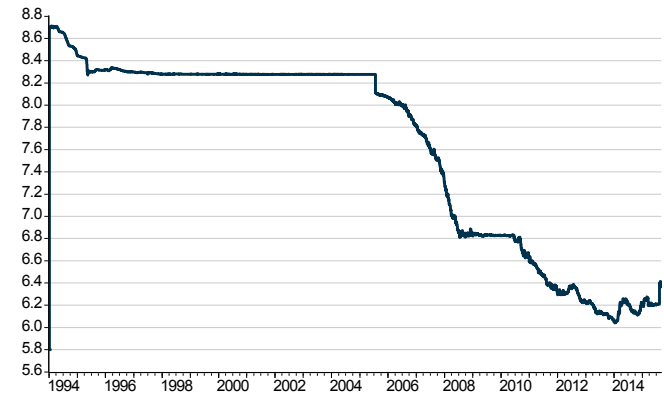
### Dollar australien



### Livre sterling



### Yuan chinois



*FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)*

# DEVISES

---

## ÉCONOMIE ET STRATÉGIE

### Bureau Montréal

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

### Bureau Toronto

416 869-8598

#### Warren Lovely

*DG, recherche et stratégie secteurs publics*  
warren.lovely@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