



Le dollar américain peut-il conserver son élan?

- *Le dollar américain pondéré en fonction des échanges a bondi de plus de 14% depuis juin, ce qui constitue son appréciation la plus rapide depuis la crise financière mondiale de 2008-2009. Et avec la divergence des politiques monétaires des États-Unis et du reste du monde, le billet vert peut encore monter. Mais comme nous l'avons vu en mars, des accès de volatilité sont possibles à court terme au moindre indice d'un report des hausses de taux par la Fed (par exemple si la faible création d'emploi en mars est répétée dans les mois à venir) ou si l'amélioration des statistiques de la zone euro incite les marchés à s'interroger sur la nécessité du programme d'assouplissement quantitatif de la BCE.*
- *Les politiques de dévaluation de la monnaie comme l'assouplissement quantitatif ne sont pas bonnes pour l'euro, et nous continuons donc de nous attendre à ce que la monnaie commune reste sous pression – elle devrait revenir à 1.05 cette année et s'engager sur la voie de la parité d'ici la fin de 2016. Mais de meilleures données économiques pourraient aussi lui permettre de monter temporairement à 1.15, et tout regain serait amplifié par le dénouement des positions spéculatives à découvert nettes massives.*
- *Le dollar canadien vient de traverser son pire trimestre depuis la dernière récession. Mais il devrait être en mesure d'offrir une meilleure résistance au cours du reste de l'année. Les termes de l'échange se sont maintenant stabilisés et c'est de bon augure pour les rentrées nettes liées au commerce international. De plus, les marchés continuent de parier plus sur une nouvelle réduction des taux par la Banque du Canada que le justifient les communications récentes de la banque centrale. Donc, à moins que les prix du pétrole ne plongent une nouvelle fois, le huard pourrait faire preuve de plus de résilience que beaucoup d'autres grandes monnaies face aux vents contraires soulevés par un renforcement de l'USD.*

Stéfane Marion/Krishen Rangasamy

Perspectives des devises*

	Actuel 3-Avr-15	2015T2	2015T3	2015T4	2016T1	2016T2
USDCAD	1.24	1.25	1.27	1.28	1.28	1.26
Cents U.S. par CAD	0.80	0.80	0.79	0.78	0.78	0.80
EURUSD	1.10	1.07	1.05	1.05	1.04	1.04
USDJPY	119	122	124	124	125	126
AUDUSD	0.77	0.75	0.73	0.72	0.73	0.74
GBPUSD	1.49	1.47	1.46	1.45	1.44	1.45
USDCNY	6.19	6.22	6.23	6.25	6.24	6.23
AUDCAD	0.96	0.94	0.92	0.92	0.94	0.93

*Fin de période

Source : FBN Économie et Stratégie

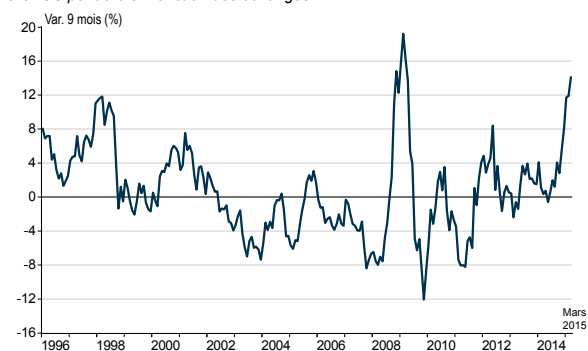
DEVISES

La Fed n'est pas pressée

Après une pause en février, le dollar US pondéré des échanges a repris sa tendance à la hausse, gagnant plus de 1% en mars et atteignant un record inégalé depuis 2004. Avec huit hausses sur neuf mois, le dollar a gagné plus de 14% depuis juin, ce qui constitue son appréciation la plus rapide depuis la crise financière mondiale de 2008-2009.

Appréciation la plus rapide de l'USD depuis la crise mondiale

Dollar US pondéré en fonction des échanges

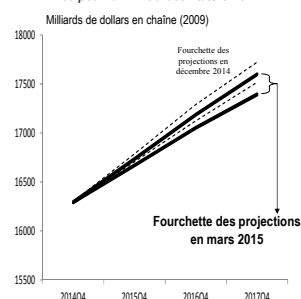


FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

Mais l'ascension ne s'est pas faite d'un trait. La montée initiale de l'USD du mois était alimentée par l'espoir que la Fed retire la référence à la patience de ses indications prospectives et ouvre ainsi la porte à un relèvement des taux d'intérêt. C'est bien ce qu'elle a fait à la réunion du FOMC de mars, mais elle a du même souffle envoyé un message rassurant en révisant à la baisse ses prévisions du PIB et d'inflation. Ce faisant, elle relâchait un peu de la pression qui pousse l'USD.

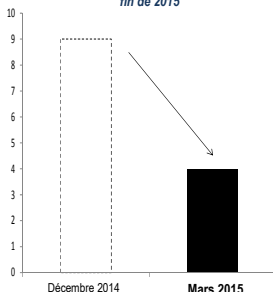
La Fed révisé ses perspectives de croissance à la baisse

Prévisions de la tendance centrale de la Fed pour le PIB réel des États-Unis



FBN Économie et Stratégie (données de la Réserve fédérale)

Nombre de participants du FOMC estimant que le taux des fonds fédéraux sera d'au moins 1.00% à la fin de 2015



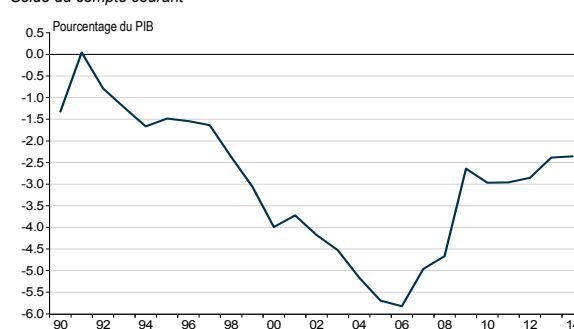
Ces révisions à la baisse de la Fed expliquent pourquoi à peine quatre participants du FOMC (comparativement à neuf en décembre) prévoient maintenant que le taux des fonds fédéraux dépassera 1% d'ici la fin de l'année. Qui plus est, onze participants (contre quatre en décembre) situent maintenant les taux sous la barre de 2% à la fin de 2016. Bref, les participants du FOMC eux-mêmes s'attendent à ce que les taux ne montent

que très graduellement. La Fed avait peu d'autres choix que d'ajuster ses projections. L'USD a bondi plus que prévu, ce qui s'est traduit automatiquement par une baisse des prévisions d'inflation (par le biais des prix à l'importation) et de croissance du PIB (par le jeu des exportations). En outre, le début de l'année a été bien pire que prévu. Une série de statistiques décevantes ont pratiquement garanti un premier trimestre atone. Comme l'an dernier, Dame Nature était la première mais pas l'unique cause du fiasco du T1. La météo extrême a clairement refroidi les ardeurs dépensières des consommateurs et la construction, mais l'accumulation de stocks au trimestre précédent peut aussi avoir bridé la production. Cela dit, le reste de l'année devrait être meilleur avec le retour du thermomètre à la normale. Les bases économiques restent solides, et cela devrait se traduire par un puissant rebond du PIB du T2. La croissance de la consommation devrait accélérer, soutenue par les augmentations de revenu sur un marché du travail ferme et par l'utilisation d'une partie de l'épargne accumulée au T1. Idem pour la construction résidentielle dont on prévoit une nette recrudescence d'après le nombre de permis de construire délivrés.

Des hausses de taux d'intérêt par Fed restent donc au programme cette année, ce qui implique une divergence de politique monétaire entre les États-Unis et le reste du monde et donc un potentiel de hausse supplémentaire pour le billet vert. En plus du coup de pouce que donnent des rendements plus avantageux, l'USD peut aussi compter sur une balance commerciale extérieurement nettement améliorée. Le déficit du compte courant était l'an dernier de US\$410 milliards, soit environ 2.4% du PIB, le plus faible taux depuis 1997.

États-Unis : Plus faible déficit du compte courant depuis 1997

Solde du compte courant



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

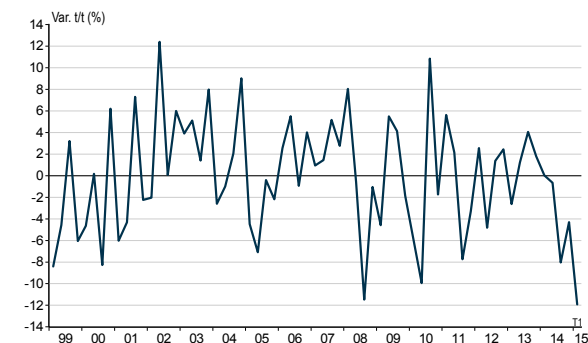
Mais comme on l'a vu en mars, l'USD pourrait rencontrer une certaine résistance. Il pourrait se montrer volatil à court au moindre indice d'un report de la hausse des taux de la Fed (par exemple si la faible création d'emploi en mars est répétée dans les mois à venir) ou si l'amélioration des statistiques de la zone euro incite le marché à s'interroger sur la nécessité du programme d'assouplissement quantitatif de la Banque centrale européenne.

DEVISES

L'euro pâtit des achats de la BCE

Le taux EURUSD a sombré à 1.05 en mars, avant de se stabiliser plus ou moins. Néanmoins, sa mauvaise tenue au cours du mois (et en janvier) a valu à l'euro une dépréciation de près de 12% par rapport à l'USD au T1, la pire performance trimestrielle à ce jour.

Plus mauvaise performance trimestrielle de l'euro à ce jour EURUSD

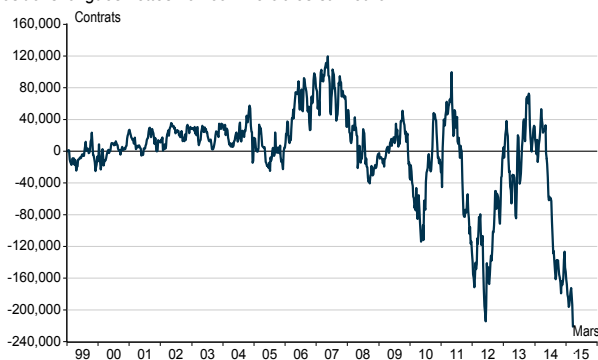


FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

Les spéculateurs ont contribué à la débâcle en accumulant un record de positions à découvert nettes en mars.

Record de positions à découvert sur l'euro en mars

Positions longues nettes non commerciales sur l'euro



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Le problème toujours irrésolu de la Grèce – qui augmente les risques d'une sortie de ce pays de la zone euro – et le démarrage du programme d'assouplissement quantitatif de la BCE ont laminé la monnaie commune. Comme nous l'avons déjà fait remarquer, les politiques de dévaluation de la monnaie comme l'assouplissement quantitatif ne sont pas bonnes pour l'euro, et nous continuons donc de nous attendre à ce que la monnaie commune reste sous pression – elle devrait revenir à 1.05 cette année et s'engager sur la voie de la parité d'ici la fin de 2016. Mais le repli ne sera pas linéaire. L'euro pourrait connaître quelques poussées de vigueur si les données économiques révèlent des surprises positives.

Or, il y a de bonnes chances que cela se produise. L'économie semble se rétablir à en croire les chiffres récents du commerce extérieur et de la demande intérieure. La construction renaît lentement de ses cendres et les dépenses de consommation se raniment comme en témoigne l'augmentation des immatriculations de voitures neuves et des volumes du commerce de détail. L'embellie est probablement soutenue par une amélioration du marché du travail – au T4, le taux d'emplois vacants a grimpé à 1.8%, un sommet depuis 2011, et le taux de chômage a régressé à 11.3% en février, ce qui est le plus bas depuis des années. L'amélioration du crédit peut aussi jouer un rôle; les prêts aux ménages se sont multipliés ces derniers mois.

Le regain de la croissance et les effets à retardement de la dépréciation de la monnaie sur les importations aideront la BCE à écarter les menaces de déflation. L'inflation d'ensemble annuelle est remontée à -0.1% en mars, alors que celle de base se maintenait à 0.6%. Mais la BCE sera surtout heureuse de voir que les anticipations d'inflation, qui avaient chuté à un plancher record, recommencent à monter.

Zone euro : Rebond des anticipations d'inflation

Anticipations d'inflation mesurées par les swaps d'inflation de 5 ans



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Nous doutons que cela suffise à convaincre la banque centrale de réduire son programme d'achat d'actifs. Mais si les données révèlent un nouveau renforcement de la croissance et donc des prix, les faucons du conseil des gouverneurs de la BCE pourraient commencer à donner de la voix et réclamer une diminution des achats. Donc, si nous continuons de penser que l'euro se dirige vers la parité avec l'USD, nous reconnaissons quand même qu'il pourrait monter temporairement vers 1.15, ce qu'amplifiera le dénouement des positions spéculatives à découvert nettes massives.

Le huard pourrait résister

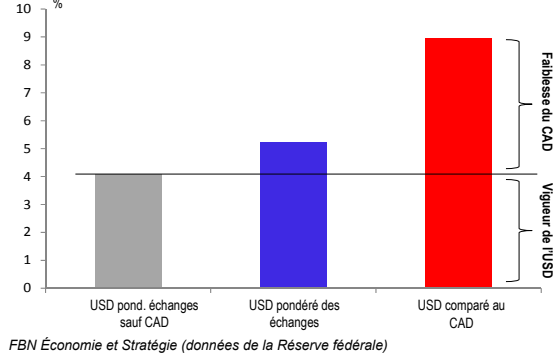
Après une rare remontée le mois précédent, le dollar canadien a repris sa tendance à la baisse en mars. À tel point que le huard a perdu 9% par rapport au billet vert au T1, soit la pire performance trimestrielle depuis la

DEVISES

dernière récession. Si une partie de l'ascension du taux USDCAD cette année est attribuable au renforcement du billet vert, celle-ci s'explique pour plus de la moitié par la faiblesse intrinsèque du huard.

Plus de la moitié de l'écart USDCAD cette année due à la faiblesse du CAD

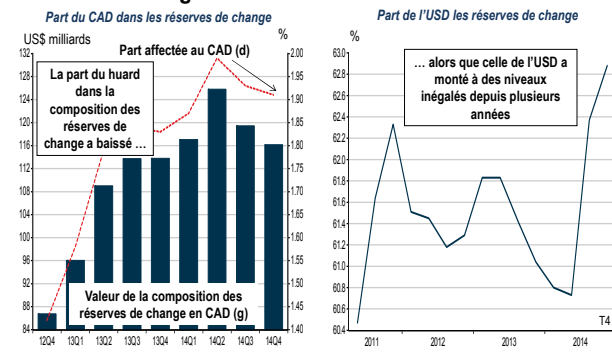
Variation par rapport à la fin de 2014



La baisse des prix du pétrole et le message accommodant de la Banque du Canada ont nui au huard cette année. Les rentrées de portefeuille, en particulier vers les actions canadiennes, ont été faibles par rapport à ce que nous avons constaté au cours des dix premiers mois de l'an dernier – la baisse des prix du pétrole et l'affaiblissement du huard rendent manifestement le TSX moins intéressant pour les étrangers.

La faiblesse du huard peut aussi avoir été un résultat de la réduction de la demande par les banques centrales du monde. Les dernières statistiques du FMI révèlent un recul du CAD dans la composition des réserves de change (COFER) au deuxième semestre de l'an dernier à 1,9%, ce qui contraste fortement avec la part de l'USD, qui a atteint un sommet inégalé depuis plusieurs années de 63% à la fin de 2014. La volonté de détenir des huards pourrait à nouveau avoir diminué au T1 avec les nouvelles baisses des prix des matières premières.

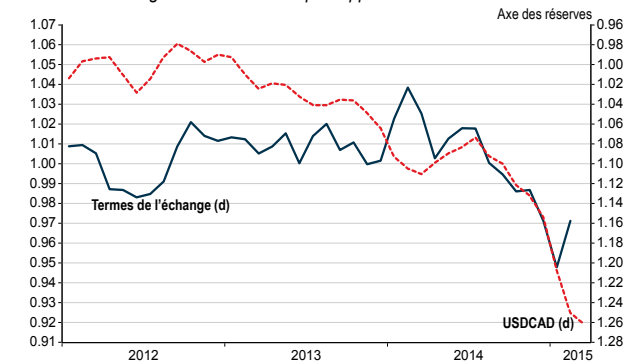
Diminution de la part du CAD dans la composition des réserves de change du FMI au deuxième semestre de 2014



Malgré les formidables vents debout auxquels il se heurte, cela ne veut pas dire que le dollar canadien capitulera complètement pendant le reste de l'année. Les termes de l'échange se sont maintenant stabilisés, ce qui est de bon augure pour les rentrées nettes reliées au commerce international. Mais le CAD n'a pas suivi les termes de l'échange ces dernières semaines, où il a probablement beaucoup plus évolué au diapason des divergences de politiques monétaires entre les États-Unis et le Canada.

Canada : Les termes de l'échange ont-ils atteint le fond?

Termes de l'échange de marchandises par rapport au taux USDCAD



À ce stade-ci, les marchés tablent toujours sur une grande probabilité de réduction des taux directeurs par la BdC d'ici la fin de l'année. Les marchés ont été confortés dans leur pessimisme par une série de données faibles dernièrement, notamment sur les fronts de l'emploi, du commerce de détail et du commerce international. Par conséquent, si la BdC se garde de réduire une nouvelle fois le taux de financement à un jour, le CAD pourrait s'apprécier un peu et évoluer plus en accord avec les termes de l'échange.

À notre avis, la pause de la BdC pourrait se prolonger jusqu'à l'an prochain, compte tenu des indices répétés du gouverneur Stephen Poloz qui semble « de plus en plus à l'aise » avec le degré d'assouplissement des conditions financières qu'a apporté la baisse de taux surprise de janvier. Il faudra beaucoup plus de mauvaises nouvelles pour persuader le gouverneur de changer de politique puisqu'il s'attend déjà à ce que le PIB du T1 soit « atroce ». Le gouverneur attribue les médiocres résultats en vue aux intempéries et à un impact plus rapide du choc pétrolier dont il pense qu'il pourrait s'agir d'une bonne chose puisque cela signifierait que le Canada se redressera aussi plus vite. Ainsi, il semble que le taux de financement à un jour sera maintenu à 0,75% pendant un temps encore, à moins bien sûr de déceptions massives concernant les prix du pétrole et l'emploi. Tout bien considéré, le dollar canadien pourrait faire preuve de plus de résilience que plusieurs autres grandes monnaies face au vent contraire soulevé par un renforcement de l'USD.

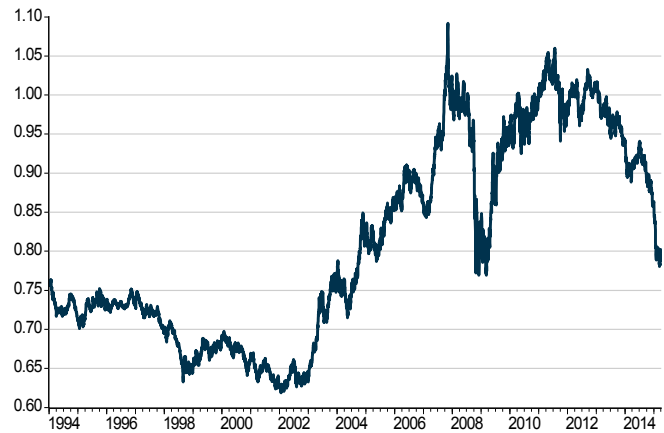
DEVISES

Annexe

Euro



Dollar canadien



Yen japonais



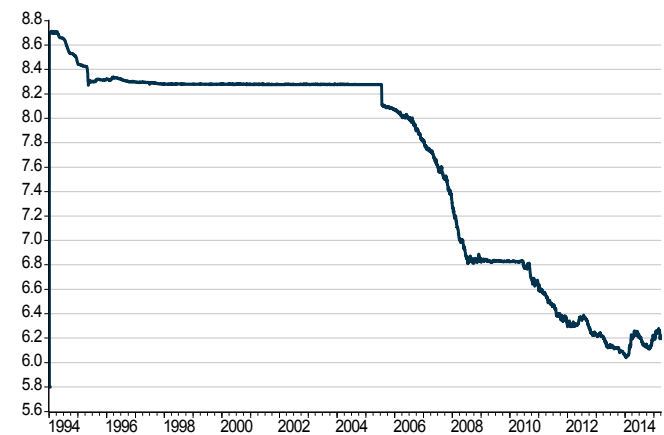
Dollar australien



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 Pinonnault

Économiste principal, Revenu fixe

paulandre.pinonnault@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