

Perspectives mondiales sur les marchés de change



AUTOMNE 2022

Le dollar américain continue de s'apprécier en raison de la hausse des taux d'intérêt et des préoccupations à l'égard du contexte macroéconomique



Dagmara Fijalkowski, MBA, CFA
Cheffe, Titres mondiaux à revenu fixe et devises
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.



Daniel Mitchell, CFA
Premier gestionnaire de portefeuille
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

Le dollar américain s'est fortement apprécié cette année, enregistrant des gains importants par rapport aux monnaies des autres pays développés et des marchés émergents. Le ton relativement ferme de la banque centrale américaine, les perspectives incertaines des marchés financiers ainsi que le ralentissement de la croissance économique mondiale ont tous contribué à la vigueur du billet vert et des marchés des changes en général. Le dollar américain se situe actuellement au-dessus de ses sommets de mars 2020 et est exceptionnellement surévalué selon la plupart des mesures. À notre avis, la monnaie devrait se déprécier à moyen terme, mais des facteurs extraordinaires pourraient la soutenir encore pendant le reste de l'année. Sur un horizon de 12 mois, nous restons plus optimistes à l'égard du dollar canadien et du yen japonais que de l'euro, de la livre ou du dollar américain.

La progression du dollar américain a été implacable. L'appréciation observée cette année, de 7,5 % après pondération selon les échanges, s'est ajoutée aux gains de l'an dernier et s'est traduite par une hausse globale de 14 % depuis le début du redressement du billet vert en mai 2021. Ces gains sont en grande partie attribuables au relèvement des taux d'intérêt par la Réserve fédérale américaine (Fed), plus énergique que celui de la plupart des autres banques centrales des pays développés. Les divergences entre les politiques monétaires des pays représentent souvent une source de préoccupation majeure pour les marchés des changes (figure 1). Elles ont été particulièrement importantes cette année, car la Fed a été contrainte de relever les taux plus rapidement que prévu pour tenir compte de l'accélération de l'inflation des prix à

Figure 1 : Dollar américain et écarts de rendement des titres à 2 ans



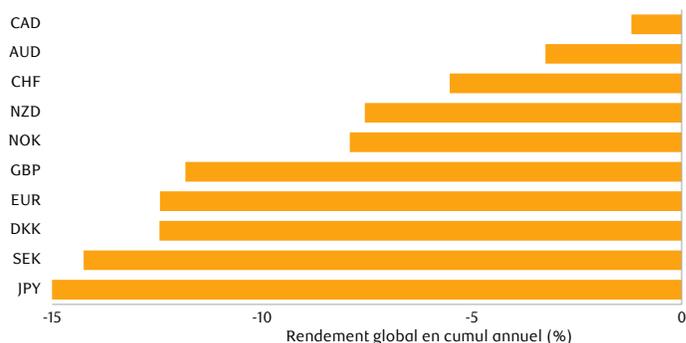
Nota : Au 26 août 2022. Sources : Bloomberg, RBC GMA

la consommation causée par la hausse des prix des produits de base et les pénuries d'approvisionnement. L'évolution de la situation à l'étranger a aussi contribué aux gains du dollar : ainsi, le ralentissement de l'activité économique en Chine renforce l'attrait du dollar et la crise énergétique en Europe menace la stabilité politique et économique de la région.

La trajectoire du billet vert dicte habituellement le rendement des autres grandes monnaies, de sorte que la récente dépréciation de toutes les monnaies des pays développés (figure 2) face au dollar n'est pas un phénomène rare. La surveillance des phases du cycle du dollar est particulièrement importante, étant donné que les périodes de vigueur et de faiblesse du dollar américain ont tendance à durer de longues années (figure 3). Les points de retournement du billet vert sont notoirement difficiles à prévoir, et nous tablons depuis plusieurs trimestres sur une tendance baissière de ce genre. La guerre en Ukraine et l'approche musclée de la Fed dans sa lutte contre l'inflation ont retardé ce retournement, de sorte que l'évolution du dollar que nous prévoyions a pris d'importants détours (figure 4). Bien que ces événements à court terme aient bouleversé nos attentes, nous n'avons pas modifié nos prévisions à long terme d'une faiblesse du dollar américain, et nous avons révisé à la baisse nos perspectives pour l'euro en raison des nouvelles négatives en provenance du continent.

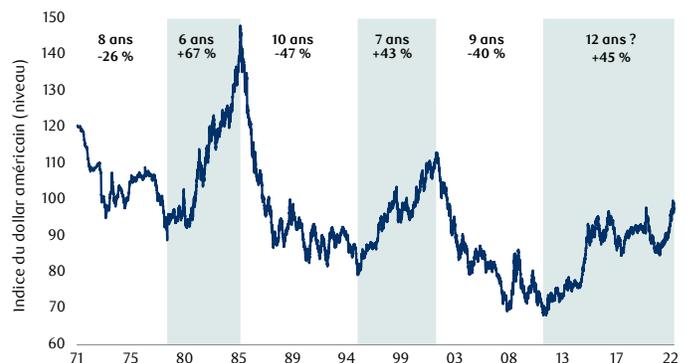
L'un des facteurs qui alimentent notre conviction que le dollar américain va chuter est qu'il n'a jamais été aussi surévalué depuis le début des années 2000, selon la plupart des mesures. Les modèles de parité des pouvoirs d'achat (PPA) indiquent que la vigueur du dollar ces derniers mois a poussé la monnaie au-delà des seuils à partir desquels elle peut être considérée comme extrêmement chère (figure 5). Or, les données historiques nous apprennent que les monnaies ne restent généralement pas très longtemps à ces niveaux. L'analyse des données historiques effectuée par la Deutsche Bank indique que les monnaies ont tendance à revenir à leur juste valeur dans les mois qui suivent le dépassement de leur fourchette de la PPA. Nous pouvons donc nous attendre à ce que la dépréciation éventuelle du dollar se manifeste relativement vite.

Figure 2 : Rendement des devises de marchés développés



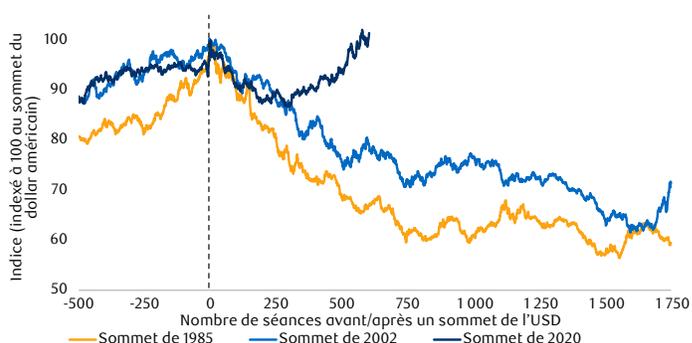
Nota : Au 25 août 2022. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 3 : Cycles à long terme du dollar américain

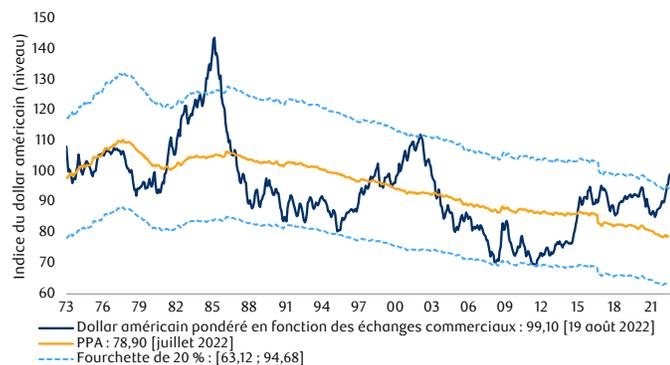


Nota : Au 25 août 2022. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 4 : Évolution du marché baissier du dollar américain



Nota : Au 26 août 2022. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 5 : Dollar américain – Évaluation selon la parité des pouvoirs d'achat


Nota : Utilisation du nouvel indice USD de la Fed à compter du 31 déc. 2019 (indice USTWAFE). Au 19 août 2022. Sources : Réserve fédérale américaine, Bloomberg, RBC GMA

Il est également concevable que les facteurs temporaires qui soutiennent l'appréciation du billet vert puissent persister plus longtemps que ne le prévoient les investisseurs. Trois facteurs pourraient prolonger cette période de robustesse du dollar américain :

1. La Réserve fédérale pourrait poursuivre le resserrement de sa politique monétaire plus longtemps que prévu par les marchés pour souligner sa détermination à juguler l'inflation actuelle.
2. Une distribution plus lente que prévu de vaccins efficaces contre la COVID-19 en Chine pourrait se traduire par des confinements persistants et de nouvelles déceptions en ce qui concerne l'activité économique, ce qui favoriserait le dollar américain par rapport au renminbi.
3. L'aggravation de la crise énergétique en Europe pourrait déprimer davantage l'euro. Toutefois, le caractère imprévisible des conditions météorologiques et des tactiques de la Russie pour interrompre les livraisons de gaz naturel en Europe rend les prévisions dans ce domaine particulièrement difficiles.

Il est essentiel de déterminer jusqu'où le dollar s'appréciera face à l'euro en raison de ces trois facteurs. La Deutsche Bank a tenté de répondre à cette question au moyen d'approches quantitatives faisant appel à des modèles d'évaluation, des indicateurs techniques et les rendements historiques de la monnaie unique lors de périodes comparables (figure 6). L'objectif de ce cadre n'est pas de formuler des prévisions, mais plutôt d'estimer jusqu'où l'euro peut reculer avant que sa faiblesse ne devienne extrême. La plupart des mesures semblent indiquer qu'un taux de change entre 0,92 et 0,95 euro pour un dollar représente une baisse excessive. Ce taux frôlerait les niveaux actuels, qui sont tout juste inférieurs à la parité. D'après nous, de nouvelles baisses qui porteraient le taux de change à près de 0,80 euro pour un dollar, comme s'y attendent certains prévisionnistes, sont beaucoup moins probables.

Figure 6 : Analyse du scénario de l'euro

Approche	Description	L'euro atteint...
Méthode d'évaluation	L'évaluation se rapproche des extrêmes selon plusieurs modèles	TCER : 1,0000 PPA : 0,9850 BEER : 0,9300
Prime de risque	La demande de valeur refuge pour le dollar américain est déjà extrême La récession mondiale pourrait prolonger la reprise du dollar américain	EUR à 0,9800
Technique (fourchette)	La fourchette annuelle médiane de l'euro est de 16 % Pour que la fourchette 2022 s'étende à la médiane ou au 90 ^e percentile, l'euro doit tomber à :	Médiane : 0,9500 90 ^e percentile : 0,9200
Technique (épuisement)	Le dollar américain s'apprécie généralement au-delà de 20 % d'une année sur l'autre	EUR à 0,9500
Épisode Volcker	Le dollar américain ressemble à celui du cycle de resserrement en 1984	EUR à 0,8350
Ressac lié à la réduction de la relance	Le dollar américain ressemble à celui du ressac lié à la réduction de la relance en 2013	EUR à 0,9500
	Moyenne	0,945

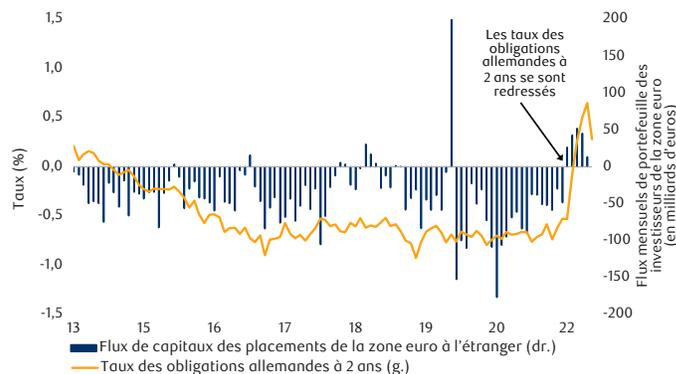
Nota : Au 26 août 2022. Sources : Deutsche Bank, BRI, Citi, Banque Scotia, RBC GMA

Euro

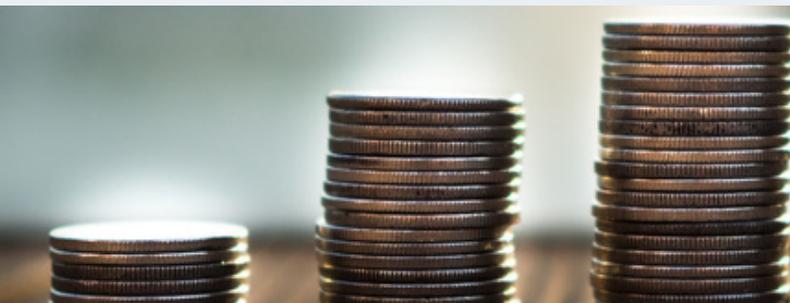
Ces temps-ci, il n'est pas facile de trouver un élément favorable parmi les perspectives européennes. Les nuages menaçants ne manquent pas ; ainsi, la guerre fait rage près des frontières de l'Europe occidentale et les prix élevés de l'énergie étouffent la croissance économique. En outre, l'Allemagne, fortement tributaire du gaz naturel, souffre de la faiblesse des niveaux d'eau des principales artères de transport du pays, qui entrave l'expédition de marchandises. En France, la température de l'eau est trop élevée pour refroidir les réacteurs nucléaires, ce qui limite les exportations de carburant vers l'Allemagne. Si l'on tient compte aussi de l'incertitude politique en Italie et de l'érosion de la solidarité des pays d'Europe, qui se chamaillent à propos des exemptions sur les interdictions d'importation de pétrole russe, il devient difficile pour les investisseurs de justifier la détention de la monnaie unique – surtout lorsqu'elle offre des rendements aussi faibles.

Le seul point légèrement positif pour l'euro est peut-être que les taux obligataires ne sont plus négatifs, car les marchés ont commencé à prendre en compte un nombre croissant de hausses de taux d'intérêt par la Banque centrale européenne. Les investisseurs européens ont investi le montant énorme de 4000 milliards d'euros à l'étranger (une moyenne d'environ 4 % du PIB par année) depuis que la banque centrale a imposé des taux négatifs en 2014, mais le rapatriement d'une partie de ce capital est amorcé (figure 7). Ce seul point positif semble insuffisant pour contrer la vague de pessimisme des investisseurs. Par conséquent, notre prévision d'un taux de change de 1,13 \$ US pour un euro témoigne moins de notre confiance à l'égard de l'Europe que de notre pessimisme à l'endroit du billet vert.

Figure 7 : Rapatriement des fonds des investisseurs de la zone euro



Nota : Au 31 juillet 2022. Sources : Bloomberg, RBC GMA



Yen

Pendant la plus grande partie de l'année, le yen japonais a évolué en parallèle avec les taux des obligations américaines à 10 ans (figure 8), qui eux-mêmes témoignaient des attentes relatives aux hausses de taux de la Fed et des craintes de récession. Nous soupçonnons que le yen pourrait tirer parti des préoccupations en ce qui concerne la croissance économique et nous constatons que les tendances des recherches Web et d'autres indicateurs d'intensité médiatique (figure 9) reflètent la culmination des taux. Le contexte de ralentissement de l'inflation et de détérioration de la croissance mondiale pourrait en effet être propice à la vigueur du yen, qui profite à la fois de la diminution des taux des obligations mondiales et de la faiblesse des marchés boursiers. Une baisse des prix du pétrole causée par une récession pourrait aussi favoriser le yen, car elle réduirait le coût des importations du Japon.

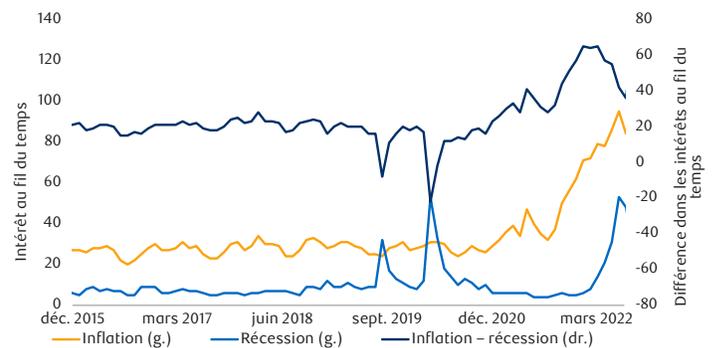
D'autres facteurs laissent entrevoir une appréciation du yen et seraient compatibles avec une dépréciation généralisée du dollar américain. Ces facteurs positifs comprennent l'important excédent du compte courant du Japon et la sous-évaluation actuellement considérable de sa monnaie, qui la rend beaucoup moins vulnérable en période d'incertitude économique. Une fois que le dollar américain aura atteint son sommet et que la Fed aura mené à terme le cycle de hausses des taux, nous croyons que le yen sera l'une des monnaies qui se redresseront le plus rapidement. Notre prévision sur 12 mois table sur un cours de 118 yens pour un dollar.

Figure 8 : Rendement USD/JPY par rapport au rendement nominal des obligations à 10 ans



Nota : Au 9 septembre 2022. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 9 : Données de recherche dans Google



Nota : Données de Google Trends. Les chiffres indiquent le volume de recherches par rapport au point le plus élevé du graphique. Une valeur de 100 représente la popularité maximale. Au 30 juin 2022. Sources : State Street, Google, RBC GMA



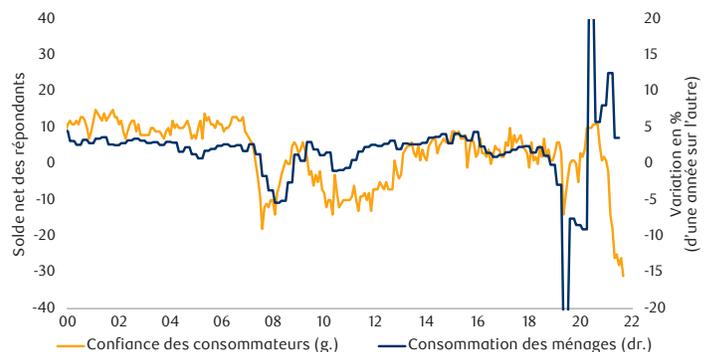
Livre sterling

La livre sterling a reculé de 14 % par rapport à son sommet de 2021. Elle est bon marché par rapport au dollar américain, mais toujours chère face à l'euro – les pays membres de la zone euro sont les principaux partenaires commerciaux du Royaume-Uni. Un repli accru de la livre contribuerait à rétablir la compétitivité, mais il alimenterait aussi l'inflation, étant donné que l'économie du Royaume-Uni est l'une des plus sensibles à la hausse des prix des produits importés. Cette situation représente un gros problème pour la banque centrale parce que, si un taux d'inflation de 10 % réclame une intervention énergique des décideurs, les ménages et les entreprises sont mal équipés pour faire face à un relèvement des taux d'intérêt.

Nous ne croyons pas que la Banque d'Angleterre puisse relever les taux au même rythme que la Fed, la Banque du Canada ou d'autres banques centrales sans plonger l'économie du Royaume-Uni dans une grave récession. Témoin de la forte détérioration des finances des ménages : selon Bloomberg, le tiers des travailleurs britanniques envisagent d'occuper un deuxième emploi pour payer les factures, l'utilisation de facilités de crédit renouvelable est en hausse et les coûts énergétiques résidentiels ont plus que quadruplé au cours des deux dernières années et devraient continuer à grimper l'an prochain. La chute de la confiance des consommateurs (figure 10) laisse entrevoir un fort recul des dépenses des ménages, qui représentent la plus importante composante de la croissance économique.

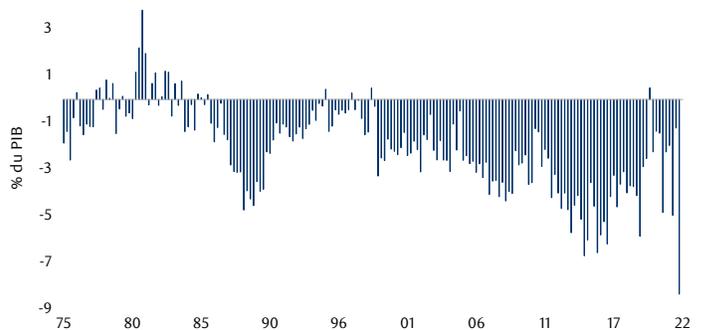
Le compte courant du Royaume-Uni affiche un déficit depuis des années, mais les plus récents chiffres du premier trimestre de 2022 sont stupéfiants et correspondent à 8 % du PIB (figure 11), le plus important déficit en 50 ans. Il semble que le Brexit fasse finalement sentir ses effets. En raison de la marge de manœuvre limitée de la Banque d'Angleterre pour relever les taux d'intérêt, les investisseurs sont peu motivés à acheter des actifs du Royaume-Uni, car ils ne sont pas adéquatement rémunérés pour le risque d'une baisse de la livre. Nous prévoyons que la livre sterling tirera de l'arrière par rapport aux autres grandes monnaies au cours de l'année à venir. Le fait que notre prévision d'un taux de 1,28 \$ US pour une livre soit plus élevée que le taux de change actuellement en vigueur est entièrement imputable à la dépréciation généralisée du dollar américain que nous prévoyons.

Figure 10 : Contraction de la consommation au Royaume-Uni



Nota : Au 30 juin 2022. Sources : Office for National Statistics du Royaume Uni, GfK UK, RBC GMA

Figure 11 : Niveaux records de déficits du compte courant



Nota : Au 30 juin 2022. Sources : Office for National Statistics du Royaume Uni, RBC GMA

Dollar canadien

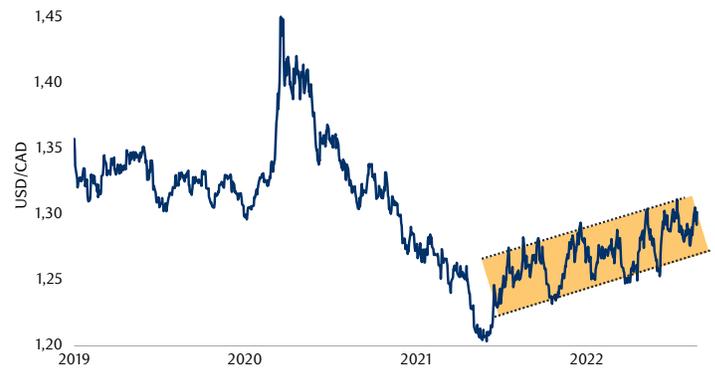
En 2022, la fourchette de négociation du dollar canadien a frappé par son étroitesse (figure 12), surtout pendant une année où la volatilité du marché des actifs s'est intensifiée et où le dollar américain s'est fortement apprécié. Le huard a affiché un rendement nettement supérieur à celui des monnaies des autres pays du G10 tout au long de l'année (figure 13), une résilience qui peut être attribuée à quelques facteurs clés :

- une banque centrale qui a relevé les taux d'intérêt au même rythme qu'aux États-Unis et qui devrait dépasser le rythme de la Fed au cours du cycle ;
- les prix élevés des produits de base qui soutiennent la robustesse des termes de l'échange ;
- le rendement supérieur du marché boursier du Canada par rapport à celui d'autres marchés boursiers aux États-Unis et en Europe ;
- des niveaux élevés d'immigration qui se traduiront par un marché du travail plus équilibré à un moment où la demande de talents est forte ; une immigration solide favorise aussi la croissance économique.

Les investisseurs demeurent optimistes à l'égard du huard, l'une des rares monnaies prisées par le marché dans un contexte de vigueur du dollar américain (figure 14). Les positions pariant sur une hausse du dollar canadien sont relativement modestes, ce qui laisse une grande marge de manœuvre aux investisseurs pour accroître leurs avoirs en dollars canadiens.

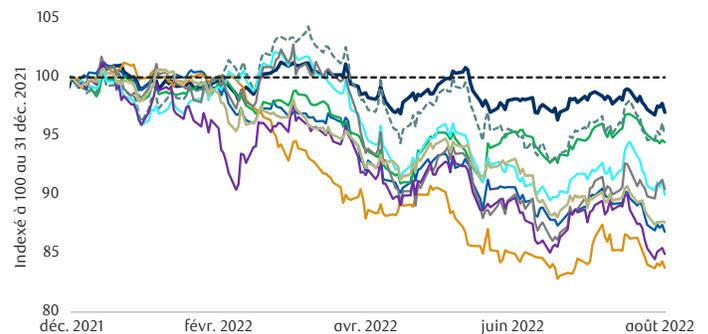
L'amélioration considérable du solde des flux de capitaux au Canada explique aussi la résilience du huard (figure 15). Après une décennie de déficits du compte courant, ceux-ci ont fait place à des excédents, grâce en grande partie aux prix élevés de l'énergie et à l'augmentation des revenus provenant des investissements directs à l'étranger du pays. Le Canada a aussi connu une amélioration importante des flux de portefeuille, étant donné que les sociétés canadiennes ont émis des titres de créance en dollars américains. Rien ne garantit que le produit de ces émissions d'obligations sera converti et rapatrié, mais nous croyons que la conversion est en partie responsable de la

Figure 12 : Fourchette étroite du dollar canadien



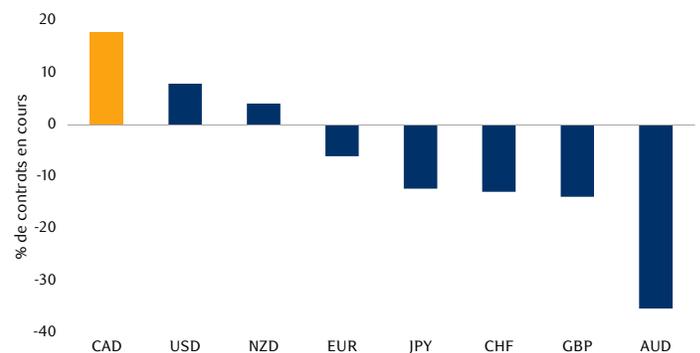
Nota : Au 26 août 2022. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 13 : Rendement du G10 depuis le début de l'année



Nota : Au 26 août 2022. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 14 : Placements en contrats à terme sur devises



Nota : Au 26 août 2022. Sources : CFTC, RBC GMA

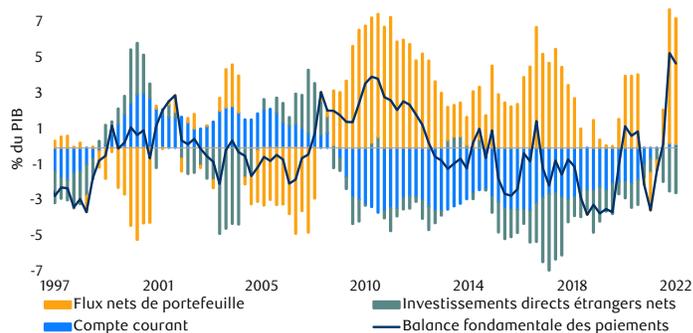
résilience de la monnaie canadienne et de son incapacité cette année à rester inférieure à 1,30 \$ pour un dollar américain.

D'après des modèles d'évaluation, le dollar canadien est sous-évalué, mais pas dans une mesure qui laisse entrevoir une appréciation immédiate (figure 16). Par conséquent, en l'absence d'un signal fort de la part des modèles à long terme, nous faisons appel aux modèles de régression à court terme pour obtenir des indications sur la trajectoire de la monnaie, en fonction des facteurs les plus importants : le pétrole, les marchés boursiers et l'écart entre les taux d'intérêt au Canada et aux États-Unis. Ces modèles donnent aussi à penser que le huard prendra de la vigueur (figure 17).

Signalons que le dollar canadien est exposé à certains risques. Il est probable qu'une récession aux États-Unis entraînerait une baisse de notre monnaie, étant donné que les cours pétroliers et boursiers devraient fléchir. Nos modèles s'adaptent rapidement à de tels événements économiques et, sous le choc de tels scénarios, donnent à penser que le huard pourrait reculer à 1,35 \$ pour un dollar américain. La chute des prix de l'immobilier au Canada ainsi que le niveau élevé d'endettement des ménages présentent aussi des risques pour nos perspectives, surtout depuis que la Banque du Canada semble encline à relever les taux plus rapidement que bien d'autres banques centrales.

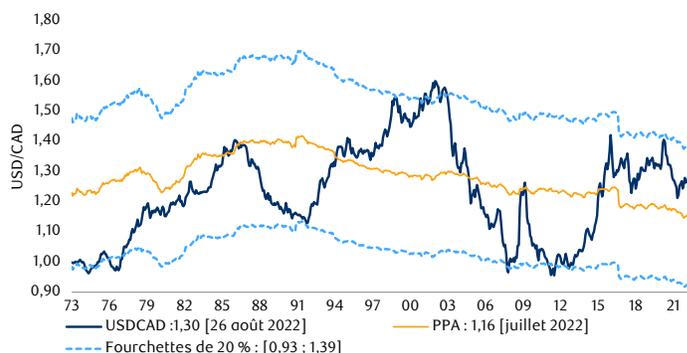
Selon notre hypothèse de base, l'économie canadienne ne s'écroulera pas à cause d'un désastre en matière de logement ou d'une grave récession aux États-Unis. Nous croyons que les prix du pétrole demeureront élevés, compte tenu à la fois de la forte demande et de l'offre limitée, ce qui permettra au pays de continuer d'afficher des excédents du compte courant, tandis que la Banque du Canada continuera d'agir plus énergiquement que la plupart de ses pairs. Enfin, une éventuelle dépréciation du dollar américain aiderait le huard à s'apprécier dans la foulée des autres grandes monnaies. Nous prévoyons que le dollar canadien se négociera à 1,19 \$ pour un dollar américain au cours des 12 prochains mois.

Figure 15 : Balance fondamentale des paiements du Canada



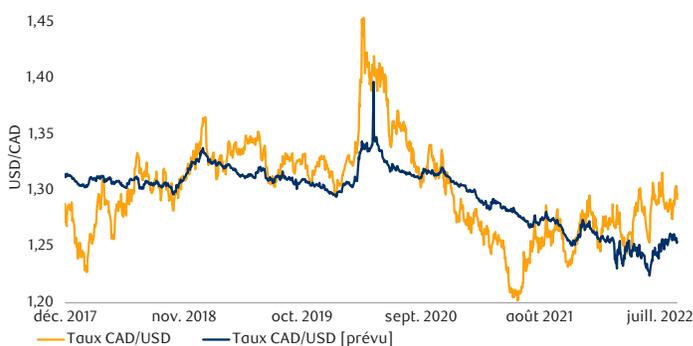
Nota : Au 30 juin 2022. Sources : Statistique Canada, RBC GMA

Figure 16 : Évaluation du dollar américain par rapport au dollar canadien – Évaluation selon la parité des pouvoirs d'achat



Nota : Au 26 août 2022. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 17 : Légers gains pour le huard selon les facteurs qui influencent les devises



Nota : Le modèle se fonde sur le S&P 500, le pétrole brut et l'écart de taux entre les obligations du gouvernement du Canada à 2 ans et les titres du Trésor américain à 2 ans. Au 25 août 2022. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Déclaration

Le présent document est fourni par RBC Gestion mondiale d'actifs (RBC GMA) à titre informatif seulement. Il ne peut être ni reproduit, ni distribué, ni publié sans le consentement écrit préalable de RBC GMA ou de ses entités affiliées mentionnées dans les présentes. Le présent document ne constitue pas une offre d'achat ou de vente ou la sollicitation d'achat ou de vente de titres, de produits ou de services dans aucun territoire. Il n'a pas non plus pour objectif de fournir des conseils juridiques, comptables, fiscaux, financiers, liés aux placements ou autres, et ne doit pas servir de fondement à de tels conseils. Ce document ne peut pas être distribué aux investisseurs résidant dans les territoires où une telle distribution est interdite.

RBC GMA est la division de gestion d'actifs de Banque Royale du Canada (RBC) qui regroupe RBC Gestion mondiale d'actifs Inc., RBC Global Asset Management (U.S.) Inc., RBC Global Asset Management (UK) Limited, RBC Global Asset Management (Asia) Limited et BlueBay Asset Management LLP, qui sont des filiales distinctes mais affiliées de RBC.

Au Canada, ce document est fourni par RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. (y compris par PH&N Institutionnel), qui est régie par chaque commission provinciale ou territoriale des valeurs mobilières auprès de qui elle est inscrite. Aux États-Unis, ce document est fourni par RBC Global Asset Management (U.S.) Inc., un conseiller en placement agréé par le gouvernement fédéral. En Europe, ce document est fourni par RBC Global Asset Management (UK) Limited, qui est agréée et régie par la Financial Conduct Authority du Royaume-Uni. En Asie, ce document est fourni par RBC Global Asset Management (Asia) Limited, qui est inscrite auprès de la Securities and Futures Commission (SFC) de Hong Kong.

Vous trouverez des précisions sur RBC GMA au www.rbcgam.com.

Ce document n'a pas été revu par une autorité en valeurs mobilières ou toute autre autorité de réglementation et n'est inscrit auprès d'aucune d'entre elles. Il peut, s'il est approprié et permis de le faire, être distribué par les entités susmentionnées dans leur territoire respectif.

Tout renseignement prospectif sur les placements ou l'économie contenu dans le présent document a été obtenu par RBC GMA auprès de plusieurs sources. Les renseignements obtenus de tiers sont jugés fiables, mais ni RBC GMA, ni ses sociétés affiliées, ni aucune autre personne n'en garantissent explicitement ou implicitement l'exactitude, l'intégralité ou la pertinence. RBC GMA et ses sociétés affiliées n'assument aucune responsabilité à l'égard des erreurs ou des omissions.

Les opinions contenues dans le présent document reflètent le jugement et le leadership éclairé de RBC GMA, et peuvent changer à tout moment. Ces opinions sont données à titre indicatif seulement, ne visent pas à fournir des conseils financiers ou liés aux placements et ne doivent pas servir de fondement à de tels conseils. RBC GMA n'est pas tenue de mettre à jour ces opinions.

RBC GMA se réserve le droit, à tout moment et sans préavis, de corriger ou de modifier ces renseignements, ou de cesser de les publier.

Les rendements antérieurs ne sont pas garants des résultats futurs. Comme toutes les stratégies de placement, celle-ci comporte un risque de perdre la totalité ou une partie du montant investi. Les rendements estimatifs indiqués, le cas échéant, sont présentés à titre indicatif seulement et ne constituent en aucun cas des prévisions. Les rendements réels pourraient être supérieurs ou inférieurs à ceux indiqués, et pourraient varier considérablement, surtout à court terme. Il est impossible d'investir directement dans un indice.

Certains énoncés contenus dans ce document peuvent être considérés comme des énoncés prospectifs, lesquels expriment des attentes ou des prévisions actuelles à l'égard de résultats ou d'événements futurs. Les énoncés prospectifs ne sont pas des garanties de rendements ou d'événements futurs et comportent des risques et des incertitudes. Il convient de ne pas se fier indûment à ces énoncés, puisque les résultats ou les événements réels pourraient différer considérablement de ceux qui y sont indiqués en raison de divers facteurs. Avant de prendre une décision de placement, nous vous invitons à prendre en compte attentivement tous les facteurs pertinents.

® / ^{MC} Marque(s) de commerce de Banque Royale du Canada, utilisée(s) sous licence.

© RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. 2022

Date de publication : 15 septembre 2022

103074 (09/2022)

GLOBAL CURRENCY OUTLOOK_FALL 2022_F 09/22/2022

