

Perspectives mondiales sur les marchés de change



AUTOMNE 2021

Le dollar américain se déprécie et les devises cycliques devraient se démarquer



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



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

La vigueur récente du dollar américain ne nous a pas fait dévier de nos perspectives baissières. Le billet vert n'en est encore qu'aux premiers stades d'une tendance baissière pluriannuelle, et sa résilience cette année découle en grande partie de facteurs à court terme qui s'estomperont probablement au cours des prochains mois. Il est toutefois peu probable qu'en 2022, les gains par rapport au dollar soient aussi généralisés qu'au cours des 18 derniers mois. Nous sommes devenus moins optimistes à l'égard de l'euro, qui rapporte peu, et restons positifs quant aux devises liées aux marchandises et à celles des pays dont les banques centrales relèvent les taux d'intérêt.

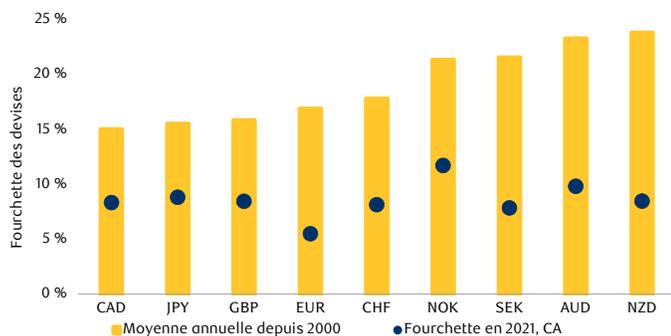
Depuis le début de l'année, le dollar américain a progressé de 2,6 % par rapport à un panier de devises de marchés développés, une hausse remarquable en raison de sa faiblesse. Il n'est pas rare que les devises fluctuent d'au moins 15 % au cours d'une année donnée. Or, la plupart d'entre elles ont évolué dans des fourchettes bien plus étroites jusqu'à présent en 2021 (figure 1). Le dollar américain est resté confiné dans une fourchette particulièrement restreinte de 4 % (figures 2 et 3), de sorte que le marché des changes a été moins actif. En effet, les fluctuations du billet vert exercent une influence importante sur le comportement des autres devises.

Pendant la majeure partie de 2020, la baisse du dollar s'est traduite par une hausse générale des prix des marchandises et d'autres actifs à risque, mais à la fin de l'année dernière, on prévoyait qu'il se déprécierait encore. Par conséquent, la progression du billet vert cette année, aussi faible soit-elle, a semblé plus forte qu'elle ne l'a été réellement (2,6 %).

À notre avis, le dollar américain en est encore aux premiers stades d'un marché baissier durable (figure 4). La devise reste surévaluée d'après certains modèles de parité des pouvoirs d'achat, même après le déclin de l'année dernière. D'autres facteurs à long terme pointent vers une faiblesse. Les reculs du dollar américain sont associés à l'expansion de l'économie mondiale, les capitaux étant envoyés à l'étranger à la recherche de rendements plus élevés. Ces flux sont susceptibles d'être amplifiés par l'abondance de liquidités sur les marchés monétaires américains et les taux modestes des obligations américaines, notamment après prise en compte de l'inflation.

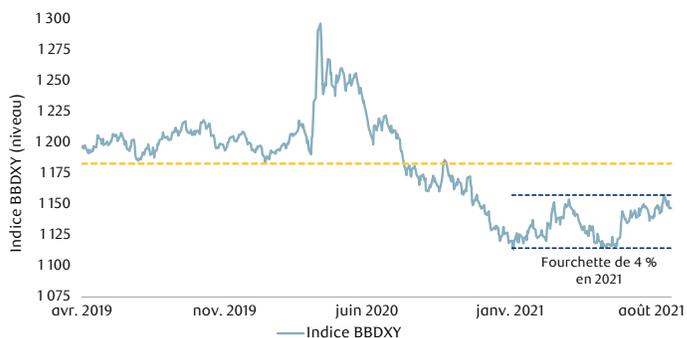
Il n'est pas rare que le dollar américain remonte de temps à autre durant un marché baissier (figure 5) et l'ampleur limitée de la reprise actuelle achève de nous convaincre que celui en cours se poursuivra. La résistance du dollar malgré ces conditions à long terme défavorables est due en grande partie à des facteurs temporaires qui ne devraient pas persister jusqu'à la fin de la période de prévision.

Figure 1 : Les fourchettes sont inhabituellement étroites en 2021



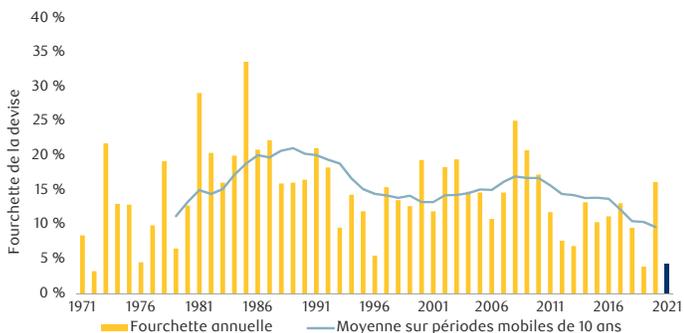
Nota : Au 30 juillet 2021. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 2 : Le dollar américain se maintient dans une fourchette étroite



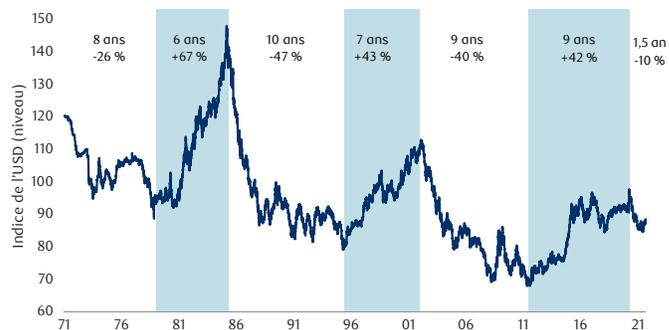
Nota : Au 31 août 2021. Sources : Bloomberg, RBC GMA.

Figure 3 : La faible volatilité du dollar américain ne devrait pas durer



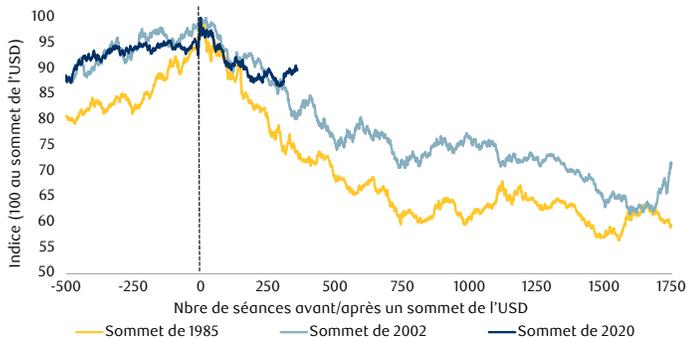
Nota : L'indice du dollar américain est composé de l'indice DXY avant 2015 et de l'indice BBDXY à partir de 2015. Au 30 août 2021. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 4 : Dollar américain pondéré en fonction des échanges



Nota : Au 27 août 2021. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 5 : Évolution du marché baissier du dollar américain



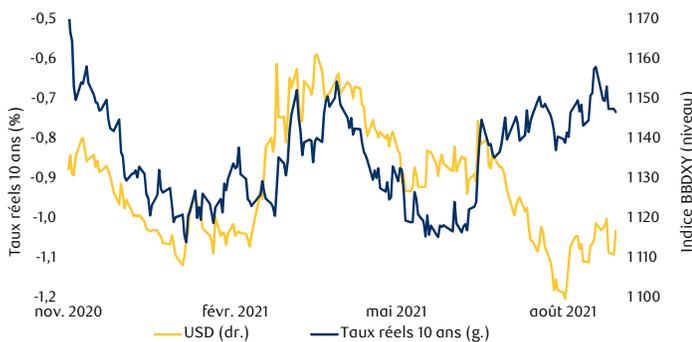
Nota : Au 27 août 2021. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Ces facteurs transitoires comprennent :

1. Un dénouement des positions misant sur la baisse continue du dollar américain en 2021. Les négociateurs s'attendaient à ce que le cours du dollar suive l'évolution des taux des obligations américaines (figure 6) ; autrement dit, ils misaient sur le fait que la Réserve fédérale américaine (Fed) prendrait son temps pour mettre fin aux mesures de relance, que les actions cycliques génèreraient des rendements supérieurs et que les taux des obligations à long terme augmenteraient plus rapidement que ceux

à court terme (accentuation de la courbe des taux). La concomitance de la progression du billet vert et de la baisse des taux d'intérêt à long terme a d'abord provoqué une certaine confusion, car elle se produit normalement quand les investisseurs sont en quête de valeurs refuges. Or, au même moment, les marchés d'actions atteignaient des sommets historiques. L'ajustement des positions qui a provoqué cette divergence a toutefois été temporaire et le positionnement sur les marchés des changes est désormais beaucoup plus neutre (figure 7).

Figure 6 : Taux obligataires et dollar américain



Nota : Au 30 août 2021. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 7 : Position neutre sur le dollar



Nota : Au 27 août 2021. Sources : CFTC, Bloomberg, RBC GMA

2. Les inquiétudes suscitées par la propagation du variant Delta ont entamé la confiance dans la reprise économique mondiale et rendu les investisseurs américains plus réticents à placer des capitaux à l'étranger. Bien qu'il existe d'immenses disparités dans la capacité des pays à endiguer la nouvelle vague, nous avons observé des signes encourageants (nombre limité d'hospitalisations et diminution spectaculaire des décès là où le taux de

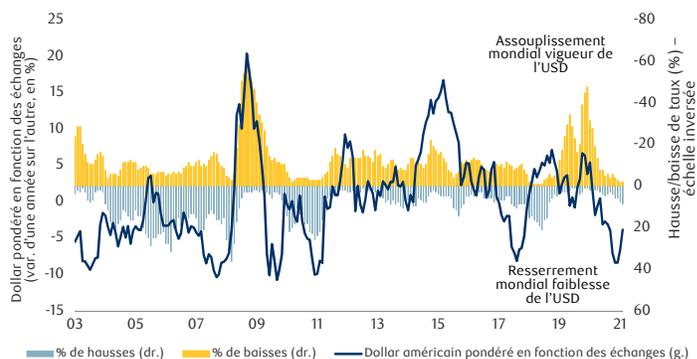
vaccination est élevé). Par conséquent, les mesures de confinement devraient être moins strictes et le contrecoup pour l'économie ne suffira vraisemblablement pas à faire dérailler la reprise mondiale. Les actifs des marchés émergents restent intéressants, en particulier ceux des régions qui connaissent une forte croissance et offrent des rendements en revenus élevés.

3. Le débat à propos de la hausse estivale des prix des biens a également contribué à renforcer le dollar, en grande partie parce que les marchés s'attendent à ce que la Fed commence à resserrer sa politique. Nous ne sommes pas convaincus que cette poussée de l'inflation continuera à soutenir le dollar. Premièrement, la Fed estime que la poussée d'inflation actuelle est « transitoire », car elle découle des goulots d'étranglement temporaires dans le transport et la production provoqués par la pandémie et d'un renversement de l'appréciation des marchandises observée en 2020. Le président de la Fed, M. Powell, appelle à la patience, le temps que ces pressions sur les coûts s'atténuent et soutiennent les progrès enregistrés

sur le marché du travail, précisant que tout durcissement de la politique monétaire sera graduel. Deuxièmement, l'attention de la plupart des investisseurs se focalise sur le moment où la Fed commencera à réduire le rythme de ses achats d'obligations (actuellement de 120 milliards de dollars par mois). Cependant, nous pensons que c'est le moment où elle relèvera les taux d'intérêt qui importe le plus. La première hausse de taux n'aura probablement pas lieu avant mars 2023 (selon les marchés) et même cet horizon semble prématuré, car la Fed compte mettre fin à ses achats d'actifs avant de relever les taux, tout en veillant à ce que cela ne perturbe pas les marchés d'actifs.

La Fed étant au centre des préoccupations de nombreux négociateurs, il est logique que les écarts entre les taux d'intérêt à court terme des différentes régions (un indicateur indirect des divergences dans les attentes en matière de politique monétaire) jouent un rôle plus important dans l'évolution des devises. En effet, les récentes allusions de la Banque centrale européenne (BCE) à un maintien prolongé des taux bas ont plombé l'euro et constituent l'une des raisons pour lesquelles nous sommes dorénavant moins optimistes à propos de la monnaie unique. Parallèlement, les autorités monétaires de plusieurs pays dont les monnaies sont liées à la forte croissance mondiale (Norvège, Canada et Nouvelle-Zélande) ont fait part de leur intention d'ajuster leurs taux d'intérêt plus tôt et de manière plus énergique que ce que les marchés attendent actuellement de la Fed. Plusieurs pays émergents ont déjà augmenté les taux d'intérêt, ce qui devrait maintenir la pression baissière sur le dollar américain (figure 8). Par exemple, les taux directeurs ont été relevés de 2,25 points de pourcentage en Russie et de 3,25 points au Brésil. Les banques centrales du Chili, de la Corée du Sud, du Mexique, du Pérou, de la Hongrie et de la République tchèque ont également accru leurs taux d'intérêt.

Figure 8 : De plus en plus de banques centrales des ME relèvent les taux

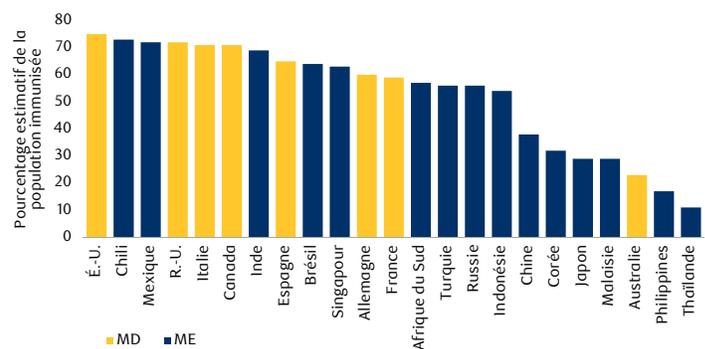


Nota : Les hausses/baisses correspondent à la moyenne sur périodes mobiles de trois mois. Au 30 juillet 2021. Source : Valeurs Mobilières TD

Les rendements en revenu élevés des obligations et les flux de capitaux qu'ils attirent ne sont pas les seules raisons pour lesquelles nous favorisons les devises cycliques et celles des marchés émergents. Elles sont sous-évaluées selon plusieurs mesures et sous-pondérées après une année difficile. Elles sont également plus sensibles à l'évolution des marchandises et à l'activité économique mondiale, à un moment où les gouvernements apprennent à lever les mesures de confinement de façon ordonnée. Bien que la vaccination ait progressé plus lentement dans les marchés émergents, des recherches de Goldman Sachs indiquent que ces pays pourraient présenter des niveaux d'immunité tout aussi élevés (figure 9), grâce aux anticorps développés lors des vagues précédentes et à une plus grande résistance naturelle de ces populations. En outre, les répercussions économiques subies par de nombreux marchés émergents ont été en partie compensées par une réorientation de la demande mondiale vers les biens, dont beaucoup sont produits dans les pays en développement.

Quoi qu'il en soit, nous sommes plus sélectifs en matière de placements sur les marchés émergents et nous anticipons un meilleur rendement des monnaies des pays où les banques centrales durcissent le ton et dont la situation budgétaire est bonne, et qui sont plus sensibles à l'activité économique mondiale.

Figure 9 : L'immunité de la population des ME est relativement forte



Nota : Au 26 juillet 2021. Source : Goldman Sachs

Euro

L'euro a déçu nos attentes au cours des derniers mois, ne parvenant pas à dépasser le sommet de 1,2350 atteint en janvier et tombant même à 1,1700 à la mi-août. Outre la vigueur temporaire du dollar américain, la récente faiblesse de l'euro s'explique par le fait que la politique monétaire de la BCE s'écarte de celles mises en œuvre aux États-Unis et au Canada. La Fed envisage de réduire ses achats d'obligations alors que la BCE les maintiendra sans doute pour l'avenir prévisible. Dans le cadre d'un récent examen stratégique, la BCE a également dévoilé une série de critères difficiles à respecter (figure 10) avant toute augmentation des taux d'intérêt européens. Pour rappel, l'IPC harmonisé, très suivi par les décideurs, n'a dépassé les 2 % qu'à de rares occasions depuis 2012. De plus, la marge d'interprétation de ces règles est suffisamment ample pour que la BCE puisse maintenir une politique souple même en cas de poussée d'inflation.

Quoi qu'il en soit, le pessimisme qui entoure l'euro nous semble contredire la situation économique de la zone euro. D'après les indices Citibank, par exemple, les statistiques économiques de l'Europe ont plus souvent dépassé les prévisions qu'aux États-Unis (figure 11). L'euro semble donc s'être affranchi des indicateurs économiques, peut-être en raison des craintes que le variant Delta interrompe le redémarrage de l'économie européenne. À ce jour, cependant, la souche la plus infectieuse du coronavirus n'a pas obligé les Européens à rester chez eux et n'a pas non plus freiné la consommation. Les données de Google sur la mobilité montrent un retour à la normale plus rapide en Europe qu'aux États-Unis depuis avril (figure 12).

Compte tenu de l'évolution de la situation intérieure et de l'attitude plus conciliante de la BCE, nous avons abaissé nos prévisions sur 12 mois pour l'euro par rapport au dollar américain, de 1,30 à 1,27 USD.

Figure 10 : Nouveaux critères de la BCE pour les hausses de taux

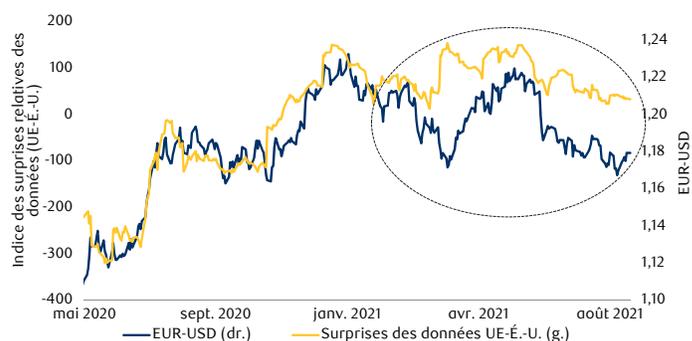
Condition A : L'inflation atteint 2 % à mi-chemin de la période de prévision

Condition B : L'inflation se maintient durablement à 2 % pendant la deuxième moitié de la période de prévision

Condition C : La dynamique de l'inflation sous-jacente concorde avec une inflation stable de 2 % au-delà de la période de prévision

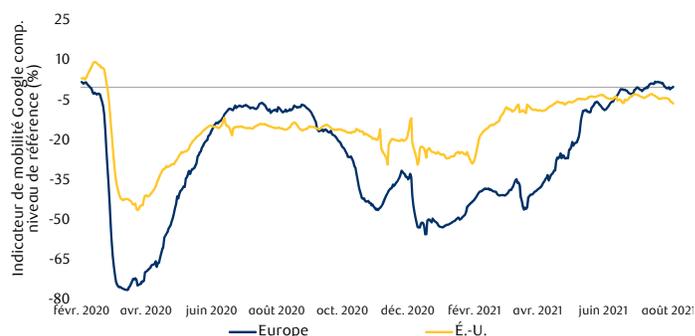
Source : RBC GMA

Figure 11 : L'euro s'affranchit des données économiques



Nota : Au 30 août 2021. Sources : Bloomberg, Citigroup, RBC GMA

Figure 12 : La mobilité est revenue aux niveaux d'avant la pandémie dans la zone euro



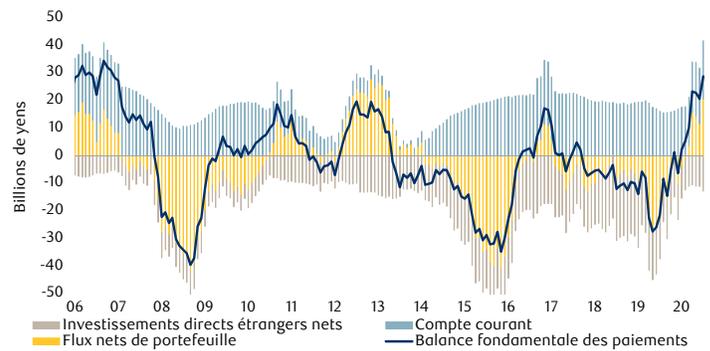
Nota : L'Europe est représentée par la moyenne des pays suivants : Allemagne, France, Autriche, Italie, Espagne Belgique et Pays-Bas. Au 25 août 2021. Sources : Google, RBC GMA

Yen

Le Japon affiche depuis des années un excédent du compte courant ; cet afflux de capitaux n'est que partiellement neutralisé par les investissements directs à l'étranger (figure 13). Le facteur déterminant est toutefois la nouvelle demande d'actifs japonais. Les investisseurs nationaux s'intéressent davantage aux actions japonaises. Les étrangers sont quant à eux friands des obligations du pays, bien qu'une partie de ces placements soit couverte contre le risque de change. Ces entrées coïncident avec l'annonce que le fonds de pension du gouvernement japonais, à la tête de 1 700 milliards de dollars américains, a achevé sa transition des obligations nationales vers des actifs mondiaux, ce qui a supprimé un élément qui nuisait au yen.

Pour l'instant, le yen a dévié par rapport à nos prévisions, qui se fondent sur les différences de taux des obligations et d'autres facteurs qui déterminent habituellement son orientation. L'écart entre les taux des obligations américaines et le niveau auquel, selon eux, le yen devrait se négocier (figure 14) est particulièrement large et nous anticipons une certaine vigueur du yen lorsqu'il diminuera. Nous tablons sur un taux de change de 103 yens pour un dollar, comme au dernier trimestre.

Figure 13 : Balance fondamentale des paiements du Japon



Nota : Au 30 juin 2021. Sources : Banque du Japon, RBC GMA

Figure 14 : Taux des obligations américaines et taux de change USD-JPY



Nota : Au 8 septembre 2021. Sources : Bloomberg, RBC GMA

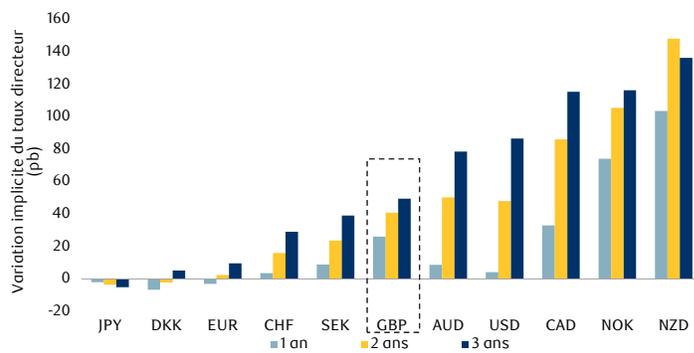


Livre sterling

Nous évitons la livre sterling depuis quelques années en raison de l'incertitude liée au Brexit, du déficit important du compte courant et d'un manque de compétitivité par rapport à ses principaux partenaires commerciaux. Nous sommes désormais un peu moins pessimistes, peut-être parce que nous entrevoyons une baisse du dollar américain plutôt que pour des raisons propres au Royaume-Uni. Si l'on se fie à la conjoncture macroéconomique, la livre se laissera encore distancer par l'euro, le yen et les monnaies cycliques, que ce soit en raison des prévisions de croissance en demi-teinte ou du relèvement attendu très progressif des taux d'intérêt. Il est possible que la Banque d'Angleterre décrète une hausse de taux dès 2022, mais nous pensons qu'il faudra attendre un certain temps avant la suivante (figure 15). Nous n'oublions pas non plus les tensions avec l'Europe à propos de la mise en œuvre d'un accord post-Brexit sur l'Irlande du Nord et la possibilité d'un autre référendum sur l'indépendance de l'Écosse.

Nous pensons que la livre s'appréciera par rapport au dollar américain en 2022 pour atteindre 1,40 dollar US (contre 1,38 dollar US actuellement).

Figure 15 : La Banque d'Angleterre devrait procéder à des hausses de taux plus modestes selon un rythme plus lent

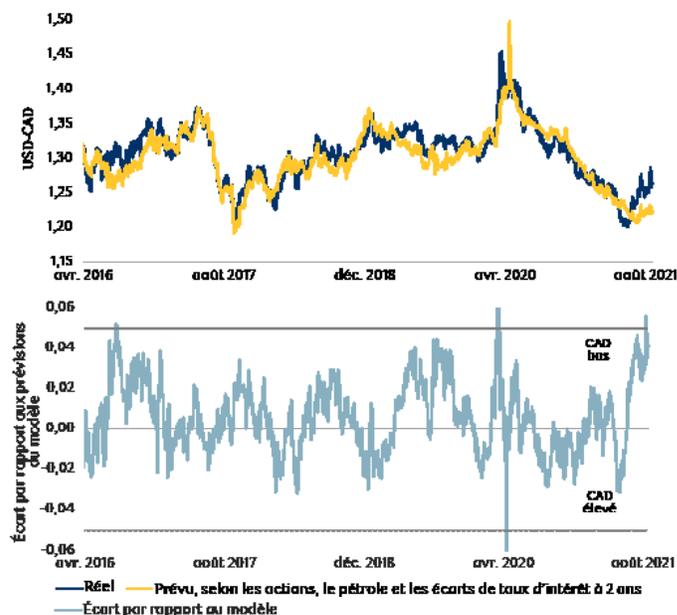


Nota : Au 30 août 2021. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Dollar canadien

Le dollar canadien a chuté de 5 % depuis le début de juin. Les données économiques mondiales en berne et la vigueur générale du dollar américain sont en partie responsables de cette dépréciation, mais ne peuvent l'expliquer entièrement. Malgré cette baisse, le dollar canadien est la devise du G10 qui a le mieux tenu le coup cette année. En outre, les modèles statistiques (figure 16) montrent que le huard devrait se renforcer s'il se remet au diapason des facteurs qui tendent à influencer sur sa valeur (actions, pétrole et écarts des taux d'intérêt à 2 ans). En effet, d'après la résistance des marchés boursiers et des marchandises face au variant Delta, les turbulences des marchés des changes et des titres à revenu fixe ont sûrement été provoquées par les investisseurs qui ont dénoué leurs positions misant sur une appréciation du huard plutôt que par des facteurs fondamentaux. Le retour en force des monnaies liées aux matières premières a déjà commencé. Cette tendance sera alimentée par la politique monétaire relativement expansionniste de la Norvège, de la Nouvelle-Zélande et du Canada, où l'on s'attend à des hausses de taux plus rapides et plus importantes.

Figure 16 : Le dollar canadien s'est écarté des modèles à court terme



Nota : Au 27 août 2021. Sources : Bloomberg, RBC GMA.

Les facteurs suivants devraient maintenir la devise à un niveau relativement élevé en 2022 :



Le bilan impressionnant du Canada en matière de vaccination de sa population (figure 17) fait en sorte que le nombre de cas de COVID-19 a été relativement faible pendant la dernière vague, ce qui est de bon augure.



Au Canada, le marché du travail est plus proche des niveaux d'avant la pandémie qu'aux États-Unis. De plus, le FMI prévoit que l'écart de production se résorbera plus rapidement au Canada que dans les autres grandes économies développées (figure 18).



Comme la Banque du Canada a commencé à réduire ses achats d'obligations, les investisseurs s'attendent à ce qu'elle augmente les taux plus tôt que dans de nombreux autres pays développés.



L'explosion de l'investissement résidentiel soutient l'activité économique dans un contexte de déclin durable des investissements des entreprises.

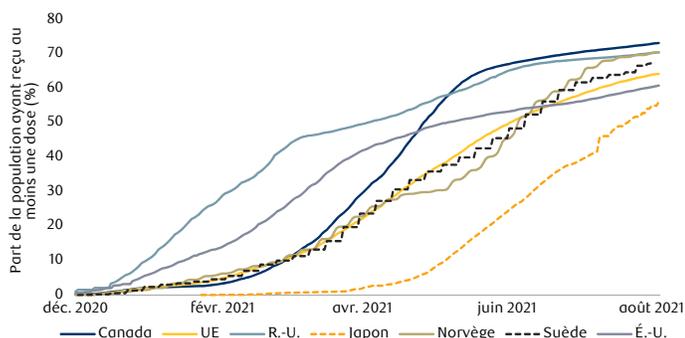


L'immigration devrait repartir avec la réouverture des frontières.



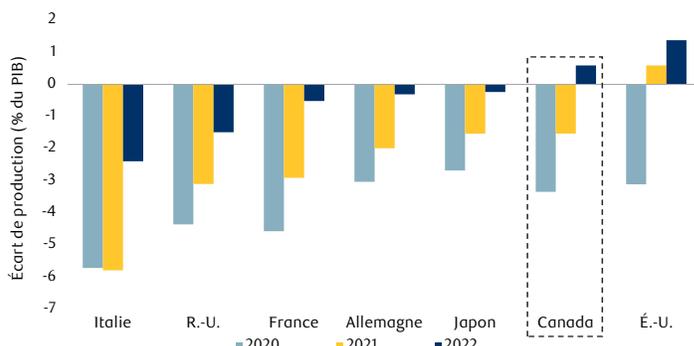
Les investissements reprennent dans les projets de pipelines et d'infrastructures mis en suspens, comme le pipeline Trans Mountain et le barrage hydroélectrique de Muskrat Falls.

Figure 17 : Le taux de vaccination est élevé au Canada



Nota : Au 29 août 2021. Sources : Our World in Data, RBC GMA

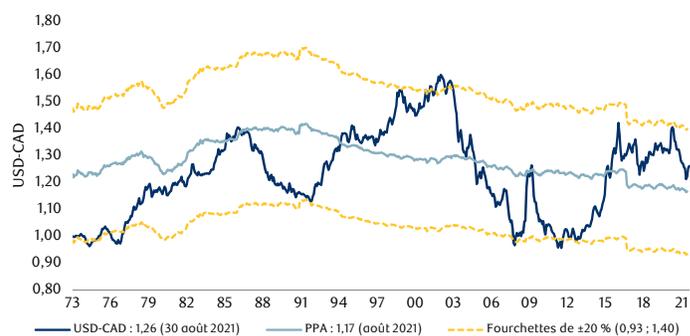
Figure 18 : L'écart de production du Canada devrait se résorber avant celui de nombreux MD



Nota : Au 26 avril 2021. Sources : Perspectives de l'économie mondiale – FMI, RBC GMA

Le dollar canadien reste sous-évalué (figure 19) d'après la parité des pouvoirs d'achat et devrait s'apprécier face à la plupart des grandes devises au cours de l'année à venir. La faiblesse du dollar américain, certes utile, ne sera pas le seul moteur de cette appréciation. Nous pensons que le marché sera plus attentif aux facteurs qui tendent à soutenir le dollar canadien à un moment où de nombreuses positions acheteur ont été réduites. Nous prévoyons qu'il s'échangera à 1,15 \$ par dollar américain d'ici un an. Ce gain peut sembler irréaliste compte tenu du niveau actuel (1,25 \$), mais il nous paraît raisonnable au vu des éléments suivants : le dollar américain est surévalué, la Fed tardera à durcir la politique monétaire et la bonne santé de l'économie mondiale continue de soutenir les prix des marchandises.

Figure 19 : Évaluation selon la PPA



Nota : Au 30 août 2021. Sources : Bloomberg, RBC GMA.

Conclusion

Le soutien apporté par quelques thèmes à court terme a contribué à la négociation du dollar américain à un cours stable cette année, dans une fourchette très serrée de 4 %. Nous croyons toutefois que la baisse de la valeur du billet vert s'inscrit dans une tendance baissière à plus long terme et que ce nouvel affaiblissement persistera dans les années à venir. Le déclin du dollar devrait être particulièrement utile pour les devises cycliques qui profitent de la hausse

des prix des marchandises et de la reprise en cours de l'économie mondiale. Nous sommes particulièrement optimistes en ce qui concerne les devises dont les banques centrales augmenteront probablement leurs taux d'intérêt plus rapidement que la Fed. Bien que notre point de vue à l'égard de l'euro soit un peu moins favorable, nous demeurons optimistes quant aux autres devises du G10 et des marchés émergents.

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.