

Perspectives mondiales sur les marchés de change



PRINTEMPS 2022

Bouleversement des perspectives pour les monnaies à cause du conflit entre la Russie et l'Ukraine



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.

Jusqu'au 24 février, date à laquelle la Russie a envahi l'Ukraine, les marchés des changes ont été étrangement calmes, impassibles face à la possible hausse des taux d'intérêt par les banques centrales, à l'intensification de la volatilité du marché obligataire en découlant et à l'agitation des marchés boursiers. Le billet vert avait été freiné par des obstacles majeurs qui risquent de perdurer. Le jour de l'invasion, tous les éléments habituellement pris en compte dans les perspectives pour les monnaies ont été écartés, car les investisseurs se sont rués sur le dollar américain dans un souci de sûreté, de sécurité et de liquidité. Reste à savoir combien de temps persistera cette frénésie pour les monnaies refuges. En raison de la guerre en Ukraine, les attentes en matière de croissance et d'inflation ont évolué, et les gagnants et les perdants au sein des marchés des devises se sont inversés, tout au moins temporairement.

On ne s'attendait pas à ce que la Russie déclare la guerre à l'Ukraine ni à ce que les sanctions mondiales entraînent un gel des réserves de change russes. Ces événements ont bouleversé les marchés. De notre côté, bien que nous nous attendions encore à voir le dollar américain s'affaiblir au fil du temps, nous avons abandonné notre cadre habituel d'évaluation des devises à long terme pour évaluer cette nouvelle réalité sous un angle à court terme.

Nous vous présentons ci-dessous quelques changements structurels imminents qui caractérisent ce nouvel environnement, de même que certaines conséquences sur le marché des changes.

1. Gel des réserves de change

Les pays développés ont pris une mesure sans précédent en sanctionnant la banque centrale de la Russie et en gelant ses

réserves de change pour éviter qu'elles soient utilisées dans le but de financer des agressions militaires ou d'amortir les effets des sanctions économiques. Ces recours extrêmes ont sans doute déconcerté les décideurs politiques de la Russie et de la Chine, qui est le plus grand détenteur de réserves de change au monde. Sans garantie implicite de sûreté et de sécurité pour cette épargne nationale, les détenteurs mondiaux d'actifs de réserve sont susceptibles de réduire leurs avoirs.

Malgré la réaction instinctive favorable au dollar américain, les effets à long terme pour le billet vert pourraient s'avérer néfastes. Depuis des années, les États-Unis dépendent des entrées de capitaux liées aux réserves pour financer leurs déficits du budget et du compte courant. Sans celles-ci, le dollar américain pourrait très bien s'orienter à la baisse à cause de l'effet négatif durable du double déficit.

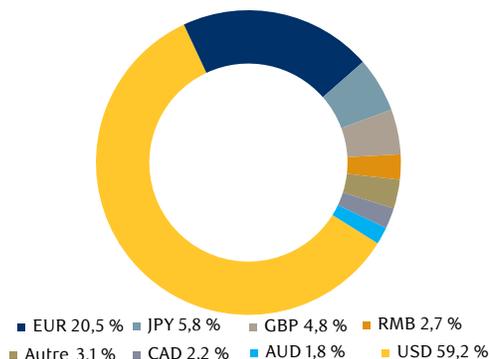
Il y a d'ailleurs de fortes chances que les détenteurs de réserves à long terme modifient leurs portefeuilles de réserves afin de délaissier le billet vert, qui représente actuellement environ 60 % du total des réserves (figure 1), au profit d'un panier de devises plus diversifié. Le renminbi, dont la part du marché est actuellement de 2,7 %, devrait certainement gagner du terrain, d'autant plus que la majeure partie des réserves de change est détenue par des pays asiatiques qui entretiennent des liens économiques et politiques de plus en plus importants avec la Chine. Nous nous demandons toutefois si la Chine serait moins encline que les États-Unis à mobiliser les réserves de change pour promouvoir ses ambitions géopolitiques. Les investisseurs qui souhaitent acquérir des monnaies non fiduciaires peuvent notamment se tourner vers l'or et les cryptomonnaies, dont l'utilisation est plus difficile à restreindre en cas de conflit géopolitique ou économique.

2. La relation entre les marchandises et les devises

Pour les investisseurs, vigueur des marchandises et faiblesse du dollar américain vont généralement de pair. Or, cette relation inverse est remise en question à court terme. Le prix des marchandises a monté en flèche (figure 2) et le dollar s'est apprécié. Cette relation existait déjà en quelque sorte avant le début de la guerre en Ukraine, notamment en raison de la demande croissante découlant de la reprise économique faisant suite à la pandémie et de la transition vers l'énergie propre, qui dépend en grande partie de certains métaux industriels. La réaction face à l'invasion russe attise les préoccupations à l'égard des interdictions d'exportation d'apports industriels et technologiques essentiels à la production, et suscite le même genre de craintes quant à la suspension de l'accès aux systèmes de paiement mondiaux et au gel des réserves de change. La réticence de la Chine à dénoncer l'incursion militaire de la Russie pourrait provoquer des divisions et de nouvelles tensions avec l'Occident, ce qui laisse présager un recul précipité de la mondialisation. Pour éviter d'être exclus des secteurs clés, les pays chercheront de plus en plus à protéger leurs intérêts à long terme vis-à-vis des principales marchandises.

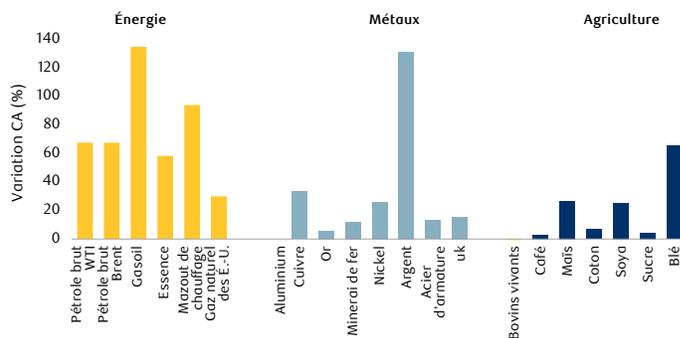
Bien que le dollar américain puisse profiter d'un effet haussier à court terme en raison de la situation géopolitique, la guerre

Figure 1 : Composition des réserves de change mondiales



Nota : Au 30 sept. 2021 (données trimestrielles). Sources : COFER, RBC GMA

Figure 2 : Les marchandises sont en forte hausse



Nota : Au 8 mars 2022. Sources : Bloomberg, RBC GMA

en Ukraine pourrait renforcer l'intérêt pour les monnaies-marchandises à la longue en cette période de thésaurisation et de pénurie. Nous faisons preuve d'optimisme à l'égard des monnaies cycliques depuis plus d'un an, y compris celles de pays dont les taux d'intérêt sont en hausse et celles qui sont plus sensibles à la croissance mondiale. Cela dit, notre liste se restreint maintenant aux monnaies dont l'évolution va de pair avec celle des ressources. Le dollar canadien, la couronne norvégienne et le dollar australien devraient surpasser les monnaies des autres pays développés. Celles de la Colombie, du Chili, du Brésil et du Mexique feront probablement meilleure figure que celles des importateurs de marchandises en Asie et en Europe de l'Est.

3. Les banques centrales procéderont tout de même à un relèvement

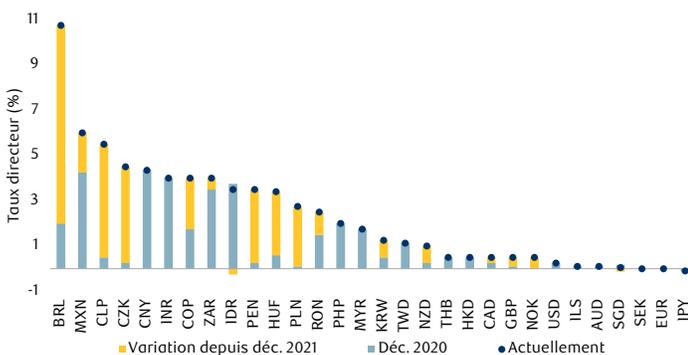
Dans les jours qui ont suivi l'invasion du 24 février, les marchés se sont rapidement désintéressés de la campagne de la Réserve fédérale américaine (Fed) pour relever les taux d'intérêt. Ils se sont plutôt concentrés sur l'enjeu plus urgent de la hausse des prix de l'énergie et de ses répercussions sur la croissance économique mondiale. Soulignons toutefois que les répercussions inflationnistes de la guerre ne feront qu'accroître l'urgence d'agir pour la Fed. Au début de la guerre, la crainte du ralentissement de la croissance a fait passer de sept à cinq le nombre de hausses prévues des taux d'intérêt aux États-Unis en 2022. Les marchés ont toutefois rapidement changé d'avis lorsqu'ils se sont rendu compte que la Fed devrait tout de même procéder à des relèvements afin de contenir les attentes inflationnistes.

La Fed ne sera pas la première banque centrale à le faire : la Banque du Canada a augmenté son taux de 0,25 % au début du mois de mars, tout comme les banques centrales de la Norvège, de la Nouvelle-Zélande et du Royaume-Uni. Notons que la liste des monnaies des pays émergents dont les banques centrales durcissent le ton est bien plus longue et que ces dernières interviennent plus vigoureusement. Par exemple, le Brésil a énormément relevé son taux d'intérêt de référence, le faisant passer de 2,50 % à 10,75 % rien qu'au cours de la dernière année. Au moins dix autres pays ont

relevé leur taux au cours des six derniers mois dans le but de lutter contre l'inflation et de soutenir leur monnaie (figure 3).

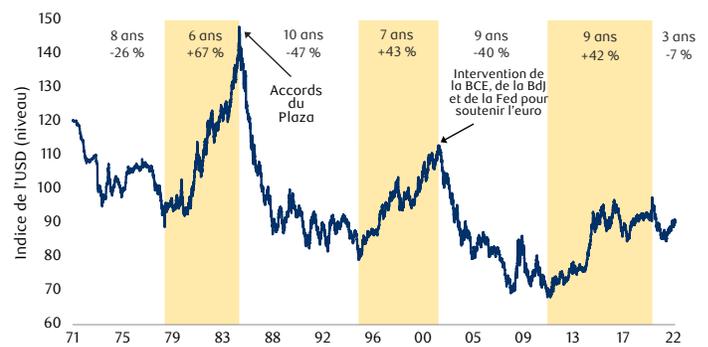
Le terme « guerre des monnaies » a été inventé il y a plus de dix ans pour désigner les pays qui cherchent à affaiblir leur monnaie afin de renforcer la compétitivité de leurs exportations. Ces temps-ci, les autorités monétaires sont confrontées à une plus grande faiblesse que ce qu'elles auraient souhaité. En fait, l'expression « guerre des monnaies » pourrait être utilisée pour décrire une bataille pour des monnaies plus fortes dans le but de stimuler le pouvoir d'achat et de réduire l'inflation importée. Plusieurs pays émergents ont directement agi pour soutenir leur monnaie. Nous croyons que ces interventions deviendront de plus en plus courantes, du moins tant que les risques géopolitiques et le prix élevé du pétrole exerceront des pressions à la hausse sur l'inflation. Les interventions sur les marchés des changes n'ont habituellement pas de répercussions considérables sur la tendance générale de ceux-ci, à moins que les banques centrales les plus importantes ne coopèrent pour obtenir les résultats désirés. En effet, en raison du grand effet des signaux et de la puissance conjuguée des banques centrales, les interventions coordonnées ont tendance à modifier sensiblement la perception des investisseurs. Ce genre d'effort a modifié la trajectoire du dollar américain au milieu des années 1980 et au début des années 2000 (figure 4).

Figure 3 : Des taux directeurs élevés (et en hausse) dans les pays émergents



Nota : Au 5 mars 2022. Sources : Macrobond, RBC GMA

Figure 4 : Cycles à long terme du dollar américain pondéré en fonction des échanges



Nota : Au 1^{er} mars 2022. Sources : Bloomberg, Réserve fédérale américaine, RBC GMA

Répercussions sur le dollar américain

Notre cadre habituel d'évaluation des perspectives des monnaies ne tient plus en raison de l'évolution à court terme de la situation en Ukraine et de l'imposition de sanctions sévères à la Russie. Il est fort probable que les sanctions resteront en vigueur bien après la fin du conflit. Nous nous concentrons donc sur ce que nous savons et sur les changements structurels qui pourraient découler de ce

nouveau contexte de placement. Le billet vert se raffermirait à mesure que les investisseurs se tournent vers les actifs américains plus liquides et les monnaies refuges. De ce fait, la reprise à long terme du marché baissier du dollar pourrait être retardée d'au moins plusieurs mois. Ce changement de régime présente toutefois son lot de défis pour le dollar américain et renforce notre opinion selon laquelle celui-ci s'affaiblira à long terme.

Le renminbi chinois

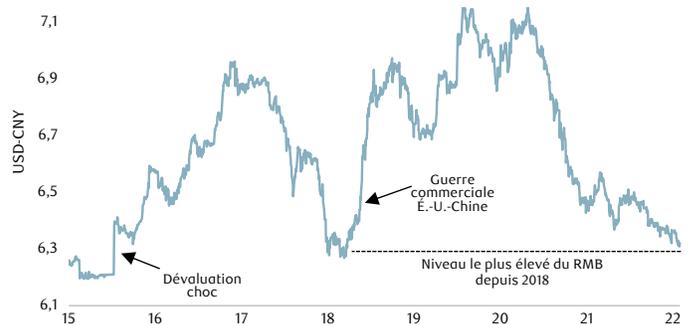
Le renminbi est l'une des rares devises des marchés émergents à avoir surpassé le billet vert l'an dernier. Les décideurs chinois ont toujours surveillé de près la valeur de la monnaie, mais la stabilité relative du renminbi déconcerte les investisseurs : cette stabilité signifie que la monnaie prend de la valeur par rapport à celles des autres partenaires commerciaux de la Chine. Nous ne percevons pas encore de signes de recul de la compétitivité, car la balance commerciale affiche toujours un excédent (figure 5). Les autorités chinoises ont cependant commencé à lutter doucement contre l'appréciation de la monnaie en émettant des commentaires dans les médias d'État et en appliquant des méthodes plus directes pour influencer la valeur de la monnaie. Le renminbi se rapprochant de ses plus hauts niveaux depuis la guerre commerciale de 2018 (figure 6), nous nous faisons plus prudents à son égard et surveillons de près la façon dont la banque centrale se sert de ses outils pour influencer sur les taux de change. La chute des cas de COVID-19 dans le monde laisse croire que la Chine lèvera bientôt ses restrictions, ce qui stimulera l'activité économique intérieure et amènera ses citoyens à recommencer à voyager à l'étranger. De tels assouplissements entraîneront probablement une dépréciation de la monnaie puisqu'ils feront augmenter les importations et diminuer l'excédent commercial du pays. Vu l'influence grandissante du pays à l'échelle mondiale, ces risques pour le renminbi pèsent également sur les perspectives globales des monnaies des marchés émergents. Cela dit, le renminbi pourrait bénéficier de la volonté de certains pays asiatiques de diversifier leurs réserves au détriment du dollar et de l'euro.

Figure 5 : Balance commerciale de la Chine



Nota : Données lissées sur 30 jours. Au 2 mars 2022. Sources : Administration générale des douanes, Bloomberg, RBC GMA

Figure 6 : Le renminbi se rapproche de niveaux importants



Nota : Au 2 mars 2022. Sources : Bloomberg, RBC GMA

L'euro

Nous avons abaissé nos prévisions pour l'euro de 1,24 \$ US à 1,16 \$ US en raison des risques géopolitiques élevés et de la détérioration des perspectives économiques de la zone euro. À long terme, nous pensons que l'euro se redressera. Cependant, les monnaies-marchandises profiteront davantage de la faiblesse du dollar que l'euro dans les mois à venir. Les préoccupations que suscitent les prix élevés de l'énergie et leur incidence sur la croissance économique et les balances commerciales freineront l'appréciation de la monnaie unique. L'affaiblissement de l'euro et la hausse des prix du pétrole brut ont fait grimper les prix du pétrole en euros à des niveaux records (figure 7). Par conséquent, le revenu disponible des ménages a diminué et les excédents importants et persistants du compte courant de la zone euro risquent de disparaître (figure 8). La pression à la hausse sur les prix de l'énergie pourrait s'accroître davantage si la Russie interrompait l'approvisionnement de l'Europe en gaz naturel en réponse aux sanctions économiques. Les risques s'accroissent alors que les principaux pays développés restreignent l'accès de la Russie au système de paiement financier.

Pour ceux qui cherchent un aspect positif, mentionnons que l'Europe se serre les coudes depuis le début de cette crise et est désormais plus encline à prendre des mesures de relance budgétaire. L'Allemagne a annoncé au début du mois de mars des dépenses militaires d'urgence de 100 milliards d'euros et s'est engagée à augmenter ses dépenses annuelles allouées à la défense à plus de 2 % du PIB. Les pays européens attendent généralement qu'une crise éclate avant d'agir concrètement. Ce n'est donc que le début des annonces. Certains signes donnent à penser que l'Union européenne envisage d'émettre conjointement des obligations à grande échelle afin de financer des investissements dans le secteur de l'énergie à la grandeur de la zone euro en vue de mettre fin à sa dépendance envers le gaz russe. Une telle mesure permettrait à l'Europe de jouir d'un contexte budgétaire beaucoup plus propice à la croissance à un moment où les dépenses publiques diminuent ailleurs dans le monde, notamment aux États-Unis.

Figure 7 : Le Brent en euros atteint son plus haut niveau depuis plusieurs décennies



Nota : Au 8 mars 2022. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 8 : Excédent du compte courant de la zone euro



Nota : Au 31 déc. 2021. (Données trimestrielles) Sources : Bloomberg, RBC GMA

La livre sterling

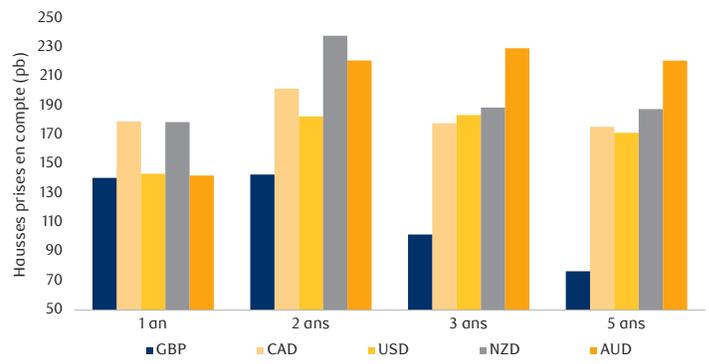
Le Royaume-Uni sera le premier pays à se sortir de la vague hivernale de COVID-19 et, à moins que de nouveaux variants plus transmissibles fassent leur apparition, l'économie ne fera plus l'objet de restrictions et de mesures de confinement. Voilà qui est de bon augure pour l'activité économique et laisse présager des relèvements des taux à court terme. Notons toutefois que la Banque d'Angleterre a déjà procédé à deux hausses et qu'il n'est pas attendu qu'elle poursuive sur la même lancée que les autres banques centrales après la fin de l'année (figure 9). La livre a surpassé l'euro l'an dernier. Il semble que les deux relèvements de taux et d'autres facteurs positifs pour la livre aient déjà été pris en compte. Les ménages doivent par ailleurs composer avec des revenus réels moins élevés, des hausses de taux et des augmentations d'impôts. De surcroît, les taux obligataires corrigés de l'inflation au Royaume-Uni sont les plus bas du G10. Il est donc plus difficile d'attirer les capitaux nécessaires pour financer les déficits persistants du budget et du compte courant du pays.

Le yen

Le yen a connu une hausse temporaire à la suite de prévisions indiquant que la Banque du Japon pourrait adopter une politique monétaire plus restrictive. La dernière réunion sur la politique monétaire a toutefois coupé court à ces spéculations. La banque centrale s'attend toujours à ce que l'inflation demeure inférieure à la cible de 2 %, mais elle pourrait l'atteindre vu les perturbations des chaînes d'approvisionnement à l'échelle mondiale.

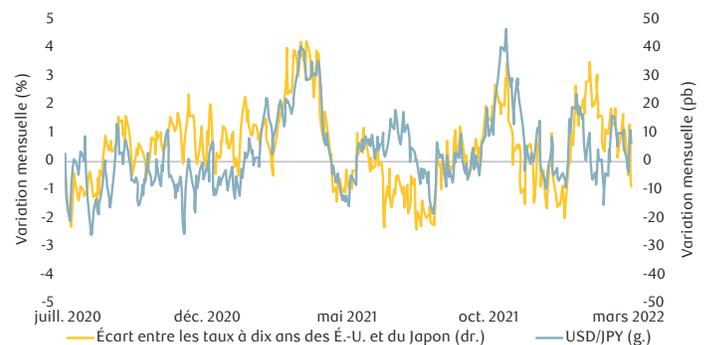
Alors que la valeur de la majorité des principales devises est déterminée en grande partie par les taux à court terme, celle du yen est habituellement dictée par les fluctuations du taux des obligations du Trésor américain à dix ans (figure 10). Comme ceux-ci ne peuvent être nettement supérieurs à 2 %, il est difficile d'envisager un affaiblissement considérable du yen, notamment en raison de la sous-évaluation de la monnaie, de l'excédent du compte courant du Japon et du nombre important de positions courtes.

Figure 9 : La Banque d'Angleterre ne relèvera pas ses taux comme ses homologues



Nota : Au 1^{er} mars 2022. Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 10 : Les écarts de taux restent le principal moteur du yen



Nota : Au 6 mars 2022. Sources : Bloomberg, RBC GMA

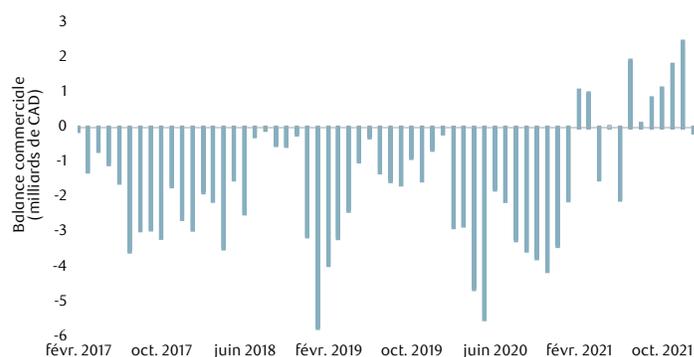
Le dollar canadien

La trajectoire du dollar canadien semble écartelée par deux de ses principaux facteurs d'influence : les prix du pétrole et les marchés boursiers mondiaux. Le huard profite de la hausse des prix du pétrole brut, qui est stimulée par la forte demande et les préoccupations liées à l'interruption de la production en Russie. Par contre, en raison de la guerre en Ukraine, nous faisons actuellement face à des risques géopolitiques allant souvent de pair avec une dépréciation du dollar canadien et un recul des marchés boursiers mondiaux. Le scepticisme quant à la capacité de la Banque du Canada à répondre aux attentes de hausses élevées des taux limite également les gains du huard. L'avantage lié aux taux d'intérêt américains a ainsi affaibli le dollar canadien au cours des derniers mois.

Abstraction faite des perspectives à court terme, le dollar canadien pourrait enregistrer de bonnes performances à la longue grâce aux éléments suivants :

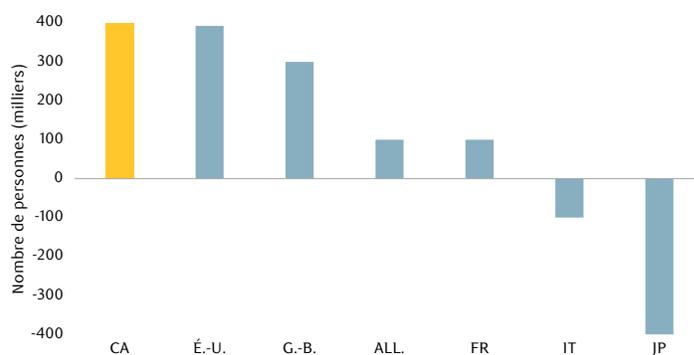
- Les prix élevés des marchandises devraient favoriser la croissance de l'économie canadienne. Les métaux industriels, comme le cuivre, le zinc et l'aluminium, sont essentiels pour la transition vers la production d'électricité verte et le stockage d'énergie.
- Après avoir connu une longue période de déficits, le Canada a commencé à afficher un excédent commercial de biens (figure 11). Le solde du compte courant est ainsi devenu excédentaire. La situation du compte courant connaîtra un certain revirement lorsque la population canadienne recommencera à voyager à l'étranger. Les dépenses à cette fin ne mettront cependant pas complètement fin à la tendance à la hausse.
- Le Canada enregistre la croissance démographique la plus rapide des pays du G7 (figure 12) grâce à l'accueil de 1,9 million de nouveaux arrivants au cours des cinq dernières années. L'ouverture du Canada, qui compte 38 millions d'habitants, entraîne une croissance de la population active, ce qui contraste nettement avec les États-Unis (figure 13).

Figure 11 : Canada – Balance commerciale



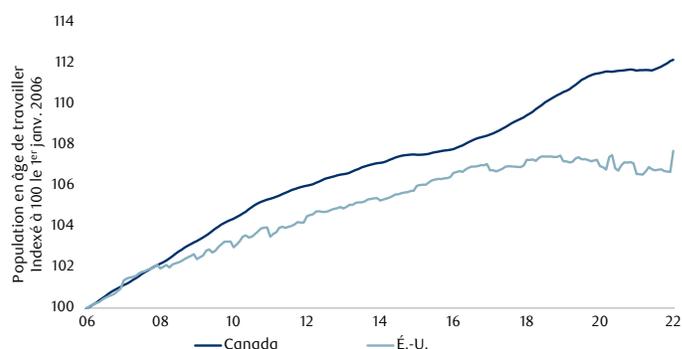
Nota : Les données sont désaisonnalisées. Au 31 déc. 2021 (données trimestrielles). Sources : Statistique Canada, RBC GMA

Figure 12 : Le Canada a connu la croissance démographique la plus rapide parmi les pays du G7 en 2021



Nota : Au 31 déc. 2021. Sources : Statistique Canada, U.S. Census Bureau, World Population Review, Banque Nationale, RBC GMA

Figure 13 : Population en âge de travailler au Canada et aux États-Unis



Nota : Au 31 janv. 2022. Sources : OCDE, RBC GMA

- Le marché du travail canadien s'est remis plus rapidement que les autres : le nombre total d'emplois est maintenant supérieur aux niveaux d'avant la pandémie.
- La valeur du huard est faible selon les modèles d'évaluation du pouvoir d'achat relatif (figure 14).

Le dollar canadien a fluctué dans une fourchette relativement étroite de 1,20 \$ à 1,30 \$ par dollar américain depuis la fin de 2020 et dans un intervalle encore plus étroit de 1,25 \$ à 1,30 \$ au cours des trois derniers mois. Cette stabilité est exceptionnelle étant donné les prix très élevés des marchandises. Nous nous attendons à ce que les facteurs positifs de longue durée abordés ci-dessus favorisent l'appréciation du dollar canadien et prévoyons que le taux de change s'établira à 1,19 \$ d'ici douze mois.

Figure 14 : USD/CAD
Évaluation selon la PPA



Nota : Au 28 févr. 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 mars 2022