



La hausse soudaine du huard peut-elle durer?

- Dans notre dernière édition de *Devises*, anticipant un changement d'attitude de la Banque du Canada, nous avons ramené au mois d'octobre la prévision d'une première hausse du taux de financement à un jour. Nous avons vu juste quant au changement d'attitude de la Banque, mais nous n'avons pas été assez audacieux quant au moment auquel cela se produirait. La décision de la banque centrale de hausser les taux d'intérêt en juillet nous incite à réduire notre cible trimestrielle en 2017 pour le taux USDCAD, c.-à-d. à hausser le niveau du CAD par rapport à nos prévisions antérieures. La récente hausse du huard doit cependant être interprétée avec prudence. L'élan pris pourrait lui permettre de monter encore plus à court terme, mais nous nous attendons à ce que le CAD rebaisse par la suite quand l'USD reviendra en force dès que les marchés commenceront à anticiper des hausses du taux directeur de la Fed. Nous continuons de prévoir que le taux USDCAD se maintiendra dans une fourchette de 1.25-1.35 au cours des douze prochains mois.
- Sous pression depuis le début de l'année, le dollar américain pourrait connaître un regain de vigueur plus tard cette année et en 2018 si, comme nous nous y attendons, la Fed surprend les marchés avec des hausses de taux d'intérêt et des réductions de son bilan.
- Le potentiel de hausse de l'euro est à notre avis limité en raison du Brexit, des élections italiennes de l'an prochain et des politiques de grande détente de la Banque centrale européenne. La BCE a bien dit que les taux d'intérêt ne seraient pas réduits davantage, mais elle a aussi fait comprendre qu'elle est prête à augmenter ses achats d'actifs si l'inflation continue de décevoir.

Stéfane Marion/Krishen Rangasamy
514-879-3781 514-879-3140

Perspectives des devises*

| | Actuel 14-Jul-17 | 2017T3 | 2017T4 | 2018T1 | 2018T2 | 2018T3 | 2018T4 |
|--------------------|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| USDCAD | 1.27 | 1.25 | 1.29 | 1.30 | 1.32 | 1.32 | 1.34 |
| Cents U.S. par CAD | 0.79 | 0.80 | 0.77 | 0.77 | 0.76 | 0.76 | 0.74 |
| EURUSD | 1.14 | 1.16 | 1.15 | 1.12 | 1.11 | 1.10 | 1.08 |
| USDJPY | 113 | 114 | 115 | 113 | 111 | 110 | 110 |
| AUDUSD | 0.78 | 0.80 | 0.78 | 0.78 | 0.77 | 0.76 | 0.74 |
| GBPUSD | 1.30 | 1.31 | 1.28 | 1.25 | 1.23 | 1.21 | 1.20 |
| USDCNY | 6.78 | 6.75 | 6.77 | 6.79 | 6.80 | 6.82 | 6.84 |
| USDMXN | 17.67 | 17.40 | 17.80 | 17.90 | 18.00 | 18.20 | 18.70 |

*Fin de période

Source : FBN Économie et Stratégie

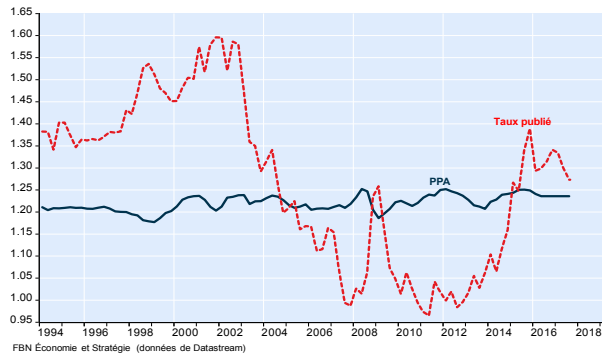
DEVISES

La BdC fait décoller le huard...

La fortune du dollar canadien a radicalement changé depuis le mois de mai. Alors que le taux USDCAD languissait autour de 1.37 il y a deux mois à peine, voilà qu'il s'oriente maintenant vers la parité du pouvoir d'achat (PPA) à 1.24.

Le huard s'oriente vers la parité du pouvoir d'achat

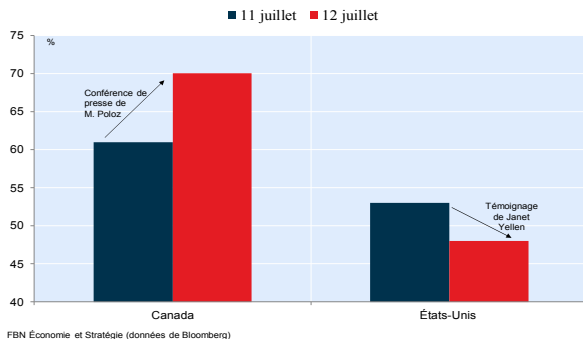
Dollar canadien : Taux publié et PPA



L'ascension du huard est attribuable à un changement rapide d'attitude de la Banque du Canada dans sa politique monétaire au moment où la Fed semble hésiter dans son cycle de resserrement de la politique monétaire. La décision de la banque centrale de relever le taux de financement à un jour d'un quart de point en juillet à 0.75% (sa première hausse de ce taux depuis sept ans) est fondée sur une vision plus optimiste de l'économie. La BdC a en effet rehaussé sa prévision de croissance du PIB réel en 2017 pour le Canada de 2.6% à 2.8% – et elle s'attend à ce que la vigueur du premier semestre continue – ce qui, d'après elle, devrait résorber l'écart de production d'ici la fin de l'année, deux trimestres plus tôt que ce qu'elle prévoyait encore en avril.

Double coup de pouce pour le huard

Probabilité de hausse des taux au-dessus de 0.75% (Canada) et de 1.25% (États-Unis) fin 2017, selon les OIS

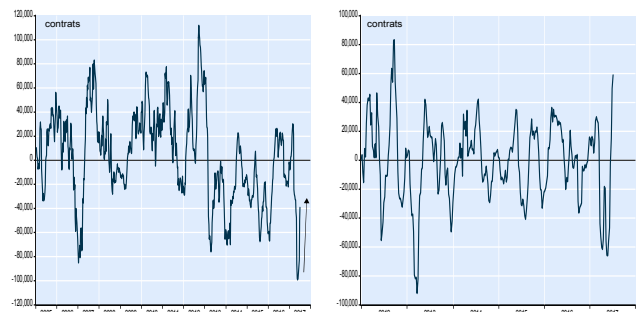


Des différentiels de rendement plus favorables ont poussé le huard à la hausse, mais les spéculateurs qui ont réduit leurs positions à découvert en quelques semaines à peine n'étaient pas étrangers au mouvement non plus. La dernière fois qu'on a assisté à un tel dénouement de positions à découvert spéculatives remonte à 2012. Ces facteurs ont permis au huard de gagner en altitude malgré la pression contraire de la baisse des prix du pétrole.

Les spéculateurs réduisent leurs positions à découvert sur le CAD

Positions non commerciales longues sur le CAD

Variation sur 5 semaines des positions non commerciales sur le CAD



...compensant les médiocres perspectives du pétrole

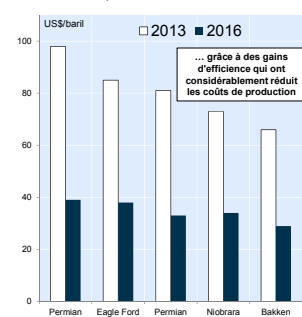
En effet, lesté par une offre pléthorique, le prix du baril de brut WTI se maintient sous les US\$50. Les efforts de l'Arabie saoudite pour doper le prix de l'or noir par des réductions de la production n'ont pas les effets escomptés parce que des producteurs en dehors de l'OPEP compensent ces compressions par une augmentation de leur propre production. Aux États-Unis, la production de pétrole a bondi à un niveau inégalé depuis deux ans de 9.4 millions de barils par jour en juillet, selon l'Energy Information Administration. La production de pétrole de schistes, qui avait fortement chuté en 2015/2016 après l'effondrement des cours du pétrole, rebondit maintenant. Les producteurs qui exploitent les gisements de schistes aux États-Unis ont réussi à améliorer l'efficacité de leurs techniques et à réduire leurs coûts de moitié en trois ans à peine, ce qui leur permet d'être rentables, même avec les faibles prix actuels. Le pire, pour les Saoudiens, est la perte de leur influence au sein même de l'OPEP. La détérioration des relations entre l'Arabie saoudite et le Qatar n'arrange pas les choses. L'Iran, qui a fait savoir qu'il ne participerait pas aux réductions de production de l'OPEP, débite plus de brut que jamais en 9 ans. Par conséquent, nous pensons que la surabondance de pétrole ne se résorbera probablement pas rapidement.

En seulement trois ans, les producteurs américains de gaz de schiste ont coupés de moitié le coût de production

Production du pétrole aux États-Unis



Seuil de rentabilité de l'extraction de pétrole des schistes américains



FBN Economie et Stratégie (données de l'EIA et de la Banque mondiale)

DEVISES

Le CAD peut-il encore monter?

Comme on l'a vu ces dernières semaines, la mauvaise tenue des prix du pétrole n'a pas empêché le dollar canadien de s'apprécier. Son élan actuel pourrait lui permettre de monter encore à court terme, surtout si les spéculateurs continuent de réduire leurs positions à découvert spéculatives. Mais après le récent bond, nous sommes maintenant moins optimistes pour les perspectives à long terme du huard.

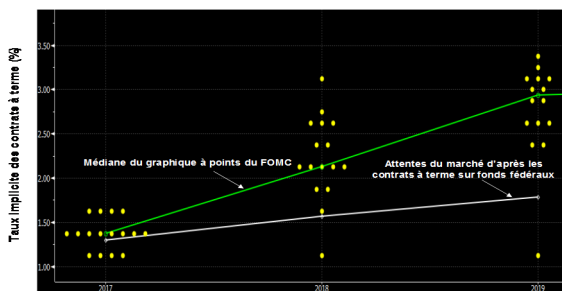
L'inflation demeure obstinément faible et inférieure à la cible de 2% de la BdC. La banque centrale a exprimé sa confiance dans un retour de l'inflation à 2% en 2018, mettant sa faiblesse actuelle sur le compte de facteurs temporaires et du « décalage existant entre les mesures de politique monétaire et l'inflation future ». Mais elle a reconnu que ses prévisions comportent certains risques disant que le ralentissement de l'inflation de certaines économies avancées (tel le Canada) pourrait être dû à des « facteurs communs » tels que les tendances à la baisse des attentes en matière d'inflation, ce qui serait un motif de prudence dans le relèvement des taux d'intérêt.

Bien que nous ne serions pas surpris de voir le dollar canadien monter davantage à court terme, nous nous attendons à ce qu'il rebaisse par la suite quand l'USD reviendra en force dès que les marchés commenceront à anticiper des hausses du taux directeur de la Fed. Nous continuons de prévoir que le taux USDCAD se maintiendra dans une fourchette de 1.25-1.35 au cours des douze prochains mois.

Les marchés ne croient pas la Fed

Pour le moment, les marchés sont très sceptiques et se demandent si la Fed pourra effectivement donner les tours de vis auxquels elle dit se préparer. On ne peut pas leur en vouloir, surtout après le récent témoignage de la présidente de la Fed, Janet Yellen, devant le Congrès. Tout en disant qu'elle croyait bien que l'inflation remonterait au niveau ciblé, M^{me} Yellen a reconnu qu'il n'y a pas seulement des facteurs temporaires qui maintiennent l'inflation basse. Elle a aussi ajouté que le taux des fonds fédéraux n'aurait pas besoin de monter beaucoup pour atteindre le niveau neutre.

Les marchés ne croient pas que la Fed pourra hausser beaucoup les taux
Attentes des membres du FOMC et attentes du marché concernant les taux des fonds fédéraux



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

La présidente de la Fed a réitéré que le FOMC prévoit de procéder par hausses graduelles des taux d'intérêt au cours des prochaines années et commencera probablement à réduire son bilan de US\$4,500 milliards prochainement. Mais aucune décision n'a encore été prise quant à la séquence des interventions. À en croire son propos, on pourrait penser que le FOMC annoncera le commencement de la réduction du bilan avant la prochaine hausse des taux. Si, comme nous le prévoyons, la croissance du PIB américain reprend l'an prochain – grâce aux mesures de stimulation budgétaires mises en place avant les élections de mi-mandat de 2018 –, la Fed pourrait surprendre les marchés avec une combinaison de hausse des taux et de réduction du bilan. Le dollar américain pondéré en fonction des échanges pourrait alors rebondir l'an prochain.

L'euro peine malgré l'embellie de l'économie

La zone euro a connu un meilleur premier semestre 2017 que beaucoup (dont nous) le prévoyaient. La croissance a repris et l'emploi atteint maintenant un record absolu, ayant rattrapé tout le terrain perdu pendant la récession. La confiance dans l'économie est aussi au plus haut depuis une décennie. Avec tous ces courants porteurs, pourquoi le taux EURUSD reste-t-il accroché autour de 1.14?

La monnaie commune est peut-être bridée par des problèmes anciens. Les réformes sont arrêtées et la croissance économique, tout en s'améliorant, n'est pas généralisée, comme en témoignent les difficultés persistantes de l'Europe du Sud. Les incertitudes entourant le Brexit et les élections de l'an prochain en Italie – dont la faiblesse économique menace de faire tomber le premier ministre actuel Paolo Gentiloni sous les assauts des populistes opposés à l'Union européenne – font aussi planer une ombre sur la zone euro. L'inflation qui reste faible jette un doute sur les capacités de la Banque centrale européenne de retirer les mesures de stimulation monétaires. Par conséquent, nous ne voyons pas beaucoup de potentiel de hausse du taux EURUSD à partir des niveaux actuels sur l'horizon de prévision, surtout si l'on considère les montants massifs de positions spéculatives longues sur la monnaie commune.

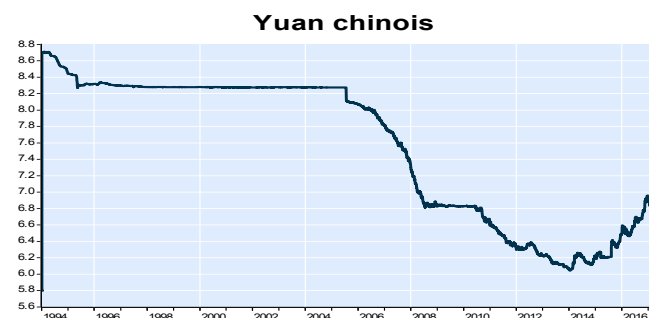
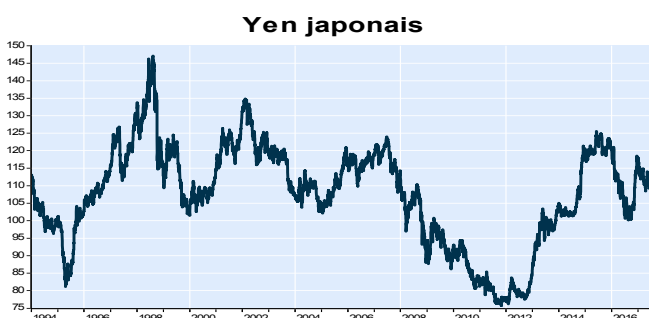
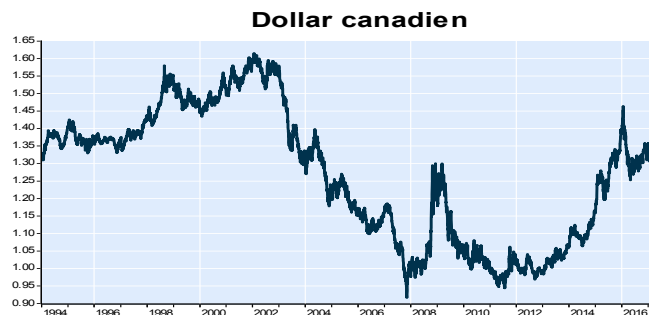
L'euro poussé à la hausse par les spéculateurs
Positions non commerciales longues sur l'euro



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

DEVISES

Annexe



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

| Dollar Canadien* | | | | | | | |
|-------------------------|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | Actuel | 2017T3 | 2017T4 | 2018T1 | 2018T2 | 2018T3 | 2018T4 |
| | 14-Juil-17 | | | | | | |
| USDCAD | 1.27 | 1.25 | 1.29 | 1.30 | 1.32 | 1.32 | 1.34 |
| EURCAD | 1.45 | 1.45 | 1.49 | 1.45 | 1.47 | 1.45 | 1.45 |
| CADJPY | 89 | 91 | 89 | 87 | 84 | 83 | 82 |
| AUDCAD | 0.99 | 1.00 | 1.01 | 1.01 | 1.02 | 1.00 | 0.99 |
| GBPCAD | 1.66 | 1.64 | 1.65 | 1.62 | 1.62 | 1.59 | 1.61 |
| CADCNY | 5.32 | 5.39 | 5.24 | 5.24 | 5.15 | 5.18 | 5.09 |
| CADMXN | 13.87 | 13.91 | 13.78 | 13.80 | 13.64 | 13.81 | 13.91 |

*Fin de période

Source : FBN Économie et Stratégie

DEVICES

Bureau Montréal 514 879-2529

Stéfane Marion

Économiste et stratège en chef
stefane.marion@bnc.ca

Paul-André Pinsonnault

Économiste principal, Revenu fixe
paulandre.pinsonnault@bnc.ca

Krishen Rangasamy

Économiste principal
krishen.rangasamy@bnc.ca

Marc Pinsonneault

Économiste principal
marc.pinsonneault@bnc.ca

Matthieu Arseneau

Économiste principal
matthieu.arseneau@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Kyle Dahms

Économiste
kyle.dahms@bnc.ca

Bureau Toronto 416 869-8598

Warren Lovely

DG, recherche et stratégie secteurs publics
warren.lovely@bnc.ca

Généralités : La Financière Banque Nationale (FBN) est une filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes.

Les informations contenues aux présentes proviennent de sources que nous jugeons fiables; toutefois nous n'offrons aucune garantie à l'égard de ces informations et elles 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 aux présentes.

Analystes de recherche : Les analystes de recherche qui préparent les présents rapports attestent que leur rapport respectif constitue une image fidèle de leur avis personnel et qu'aucune partie de leur rémunération n'a été, n'est ni ne sera directement ou indirectement liée à des recommandations ou à des points de vue particuliers formulés au sujet de titres ou de sociétés.

FBN rémunère ses analystes de recherche à partir de sources diverses. Le service de recherche constitue un centre de coûts financé par les activités commerciales de FBN, notamment les Ventes institutionnelles et opérations sur titres de participation, les Ventes au détail et les activités de compensation correspondantes, les Services bancaires aux entreprises et les Services de banque d'investissement. Comme les revenus tirés de ces activités varient, les fonds destinés à la rémunération des travaux de recherche fluctuent en conséquence. Aucun secteur d'activité n'a plus d'influence qu'un autre sur la rémunération des analystes de recherche.

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, les résidents du Canada doivent communiquer avec leur représentant professionnel FBN. Pour effectuer une opération, les résidents du Canada devraient 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 placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de mandataire ou pour leur propre compte. Ils peuvent agir dans la tenue d'un marché pour ces placements ou placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre ou ils 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'acheter ou de souscrire les titres décrits dans les présentes ni 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.

Résidents de HK : En ce qui concerne la diffusion de ce document à Hong Kong par NBC Financial Markets Asia Limited (« NBCFMA »), titulaire d'un permis de la Securities and Futures Commission (« SFC ») qui l'autorise à mener une activité réglementée de type 1 (négociation de valeurs mobilières), le contenu de cette publication est uniquement présenté à titre d'information. Il n'a pas été approuvé, examiné ni vérifié par aucune autorité de réglementation de Hong Kong, ni n'a été déposé auprès d'une telle autorité. Rien dans ce document ne constitue une recommandation, un avis, une offre ou une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'un produit ou d'un service, ni une confirmation officielle d'aucune transaction. Aucun des émetteurs de produits, ni NBCFMA ni aucun membre de son groupe, ni aucune autre personne ou entité désignée dans les présentes n'est obligé de vous aviser de modifications de quelque information que ce soit et aucun des susmentionnés n'assume aucune perte que vous auriez subie en vous fondant sur ces informations.

Ce document peut contenir des informations au sujet de produits de placement dont l'offre au public de Hong Kong n'est pas autorisée par la SFC et ces informations seront uniquement mises à la disposition de personnes qui sont des investisseurs professionnels [au sens de « *Professional Investors* », tel que défini par la *Securities and Futures Ordinance of Hong Kong* (« SFO »)]. Si vous avez des doutes quant à votre statut, vous devriez consulter un conseiller financier ou communiquer avec nous. Ce document n'est pas un document de marketing et n'est pas destiné à une distribution publique. Veuillez noter que ni ce document ni le produit qui y est mentionné ne sont visés par une autorisation de vente de la SFC. Prière de vous reporter au prospectus du produit pour des renseignements plus détaillés.

Des conflits d'intérêts concernant NBCFMA ou les activités de membres de son groupe sont possibles. Ces activités et intérêts comprennent des intérêts multiples en termes de conseils, transactionnels et financiers, dans les valeurs mobilières et instruments qui peuvent être achetés ou vendus par NBCFMA ou les membres de son groupe, ou dans d'autres instruments de placement qui sont gérés par NBCFMA ou les membres de son groupe qui peuvent acheter ou vendre de telles valeurs mobilières ou de tels instruments.

Aucune autre entité au sein du groupe de la Banque Nationale du Canada, y compris FBN, n'est titulaire d'un permis de la SCF ni n'est inscrite auprès de la SFC. Par conséquent, ces entités et leurs employés ne sont pas autorisés à ni n'ont l'intention de : (i) se livrer à une activité réglementée à Hong Kong; (ii) se présenter comme s'ils se livraient à une activité réglementée à Hong Kong; (iii) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

Droits d'auteur : Le présent rapport ne peut 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 préalable écrit de la Financière Banque Nationale n'ait été à chaque fois obtenu.



**BANQUE
NATIONALE**

MARCHÉS FINANCIERS

Une division de la Banque Nationale du Canada