



## Le protectionnisme affecte le huard

- Le dollar américain pondéré en fonction des échanges a du mal à redécoller. Il vient d'enregistrer son quatrième mois de dépréciation cette année. Nous nous attendons toujours à ce que la monnaie de réserve mondiale rebondisse grâce au ton plus ferme de la Fed qui donnera de nouveaux tours de vis après sa hausse du taux directeur en mars, et surtout aussi grâce au programme de relance budgétaire que doit délivrer l'administration Trump. Mais avec l'embellie des statistiques économiques mondiales, les banques centrales d'autres grandes économies pourraient suivre la Fed et commencer à retirer des mesures de détente. Tout rebond de l'USD pourrait donc n'être que temporaire. Nous nous attendons maintenant à ce que l'USD pondéré en fonction des échanges culmine au T3 plutôt qu'au dernier trimestre de l'année.
- L'euro a enregistré une nouvelle hausse sur le mois par rapport à l'USD, porté par l'amélioration des statistiques économiques et par les résultats du premier tour de scrutin de l'élection présidentielle française. On ne peut jamais exclure un coup de théâtre au deuxième tour, le 7 mai, mais pour l'heure, selon les sondages, le candidat pro-européen Emmanuel Macron est favori pour devenir président. À la lumière de l'amélioration économique et des perspectives politiques, nous avons relevé nos prévisions pour le taux EURUSD.
- Le dollar canadien n'a pas réussi à tirer profit de la faiblesse de l'USD cette année. Il s'est déprécié un troisième mois de suite en avril, malgré l'amélioration des statistiques économiques, battu en brèche par l'attitude de la Banque du Canada, la faiblesse des prix du pétrole et les droits d'importation imposés par les États-Unis sur le bois d'œuvre canadien. Le huard pourrait rester sous pression au cours des prochains mois si, comme nous le prévoyons, les nouveaux chiffres révèlent un ralentissement de la croissance après la performance exceptionnelle du T1. Mais tout n'est pas mal pour le CAD. Nous nous attendons à un raffermissement du ton de la Banque du Canada plus tard cette année en réponse au rebond du deuxième semestre et à la nécessité de calmer un marché immobilier résidentiel surchauffé. Par conséquent, nous avons devancé d'un trimestre, au T3, le moment où le huard devrait atteindre un creux.

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

### Perspectives des devises\*

	<b>Actuel</b> <i>1-Mai-17</i>	<b>2017T2</b>	<b>2017T3</b>	<b>2017T4</b>	<b>2018T1</b>	<b>2018T2</b>
USDCAD	1.36	1.36	1.38	1.35	1.34	1.32
<i>Cents U.S. par CAD</i>	<i>0.74</i>	<i>0.74</i>	<i>0.73</i>	<i>0.74</i>	<i>0.75</i>	<i>0.76</i>
EURUSD	1.09	1.08	1.05	1.07	1.09	1.11
USDJPY	112	113	116	114	113	111
AUDUSD	0.75	0.75	0.73	0.74	0.76	0.78
GBPUSD	1.29	1.27	1.22	1.20	1.21	1.23
USDCNY	6.89	6.90	6.91	6.89	6.87	6.85
USDMXN	18.85	19.30	19.50	19.35	19.20	18.90

\*Fin de période

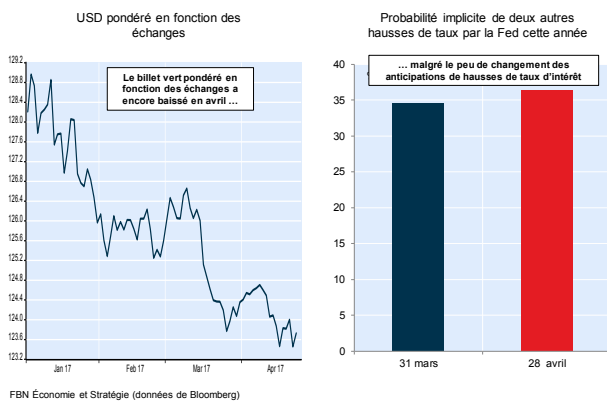
Source : FBN Économie et Stratégie

# DEVISES

## L'USD peut-il rebondir?

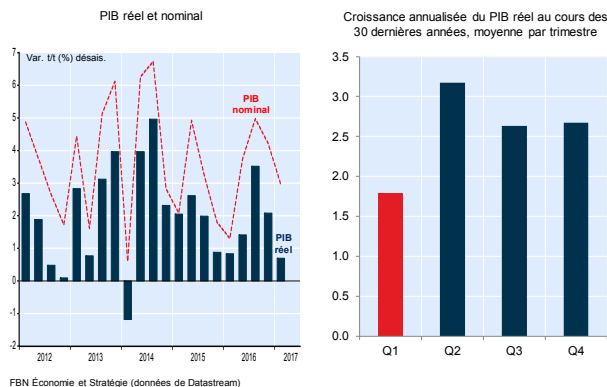
Le dollar américain pondéré en fonction des échanges a du mal à redécoller. Il vient d'enregistrer son quatrième mois de dépréciation cette année. La baisse du mois d'avril n'est pas nécessairement attribuable à la faiblesse des données économiques Américaines — les probabilités d'une hausse des taux par la Fed n'ont pas beaucoup changé pendant le mois —, mais est plutôt due à la vigueur de l'euro, qui compte pour pas moins de 17% dans l'USD pondéré en fonction des échanges. La résilience du yuan (pondération de 22%) a aussi pesé sur le billet vert en avril.

### États-Unis : L'USD pondéré des échanges continue de dérapier



Les marchés ont maintenu leur opinion au sujet d'un resserrement prochain de la politique de la Fed malgré un premier trimestre difficile où le PIB annualisé n'a augmenté que de 0.7%. Peut-être les investisseurs comprennent-ils que les données du T1 aux États-Unis tendent à être affectées par des effets saisonniers résiduels (voir l'édition de mai de notre *Mensuel économique*), ce qui implique que les données présentent sans doute une image édulcorée de la vigueur de l'économie américaine. La Fed comprend tout cela et ne modifiera sans doute pas sa politique sur la base des maigres résultats du PIB au T1.

### Effets saisonniers résiduels dans les données du PIB américain



Nous nous attendons toujours à ce que la monnaie de réserve mondiale rebondisse grâce au ton plus ferme de la Fed qui donnera de nouveaux tours de vis après sa hausse de taux directeur en mars, mais aussi grâce au programme de relance budgétaire que doit délivrer l'administration Trump. Mais avec l'embellie des statistiques économiques mondiales, les banques centrales d'autres grandes économies pourraient suivre la Fed et commencer à retirer des mesures de détente. Tout rebond de l'USD pourrait donc n'être que temporaire. Nous nous attendons maintenant à ce que l'USD pondéré en fonction des échanges culmine au T3 plutôt qu'au dernier trimestre de l'année.

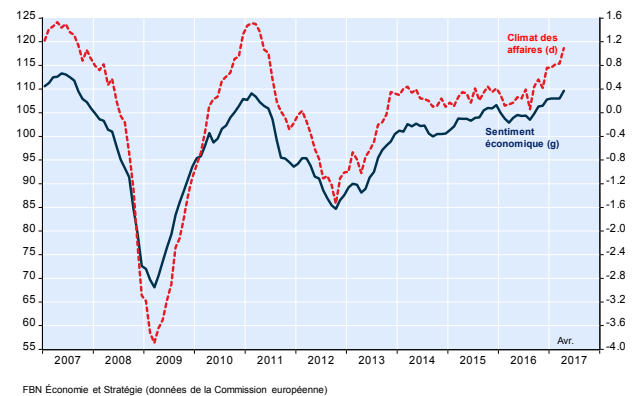
Cette prévision repose toutefois sur l'hypothèse que la politique commerciale américaine n'empire pas. Des politiques protectionnistes pourraient effectivement entraîner une forte appréciation du billet vert si elles avaient l'effet souhaité d'améliorer la balance commerciale américaine et l'effet indésirable d'effrayer les investisseurs aux quatre coins du monde et d'augmenter les flux de capitaux vers la valeur refuge.

## L'euro dopé par l'embellie des perspectives économiques

L'euro a enregistré une nouvelle hausse sur le mois par rapport à l'USD, propulsé par l'amélioration des données économiques. La montée des indices des directeurs des achats annonce une poursuite de l'expansion au premier trimestre de 2017 ainsi qu'au début du T2 dans la zone euro. L'indice PMI des usines de la zone a même bondi en avril au plus haut depuis six ans grâce à la poursuite de l'expansion en Allemagne et en France. L'Indicateur de sentiment économique de la Commission européenne est maintenant au plus haut depuis une décennie, reflétant le regain de confiance des entreprises et des consommateurs.

### Europe : La confiance dans l'économie au plus haut depuis des années

Indices du sentiment économique et du climat des affaires



Malgré les améliorations, la Banque centrale européenne a laissé sa politique monétaire inchangée en avril. La BCE a reconnu l'amélioration des données en affirmant que la

# DEVICES

reprise cyclique devient « de plus en plus solide » et que les risques de baisse ont diminué. Mais la banque centrale a refusé de donner des indices sur le moment où elle changera d'attitude pour resserrer sa politique, disant plutôt que les risques « restent orientés à la baisse » en raison de facteurs mondiaux. La BCE s'inquiète aussi de l'inflation inférieure à sa cible qui n'a « pas encore présenté de signes convaincants de remontée ». Par conséquent, elle a fait savoir qu'elle poursuivra sa politique d'assouplissement quantitatif au moins jusqu'à la fin de cette année.

Le président Draghi a expliqué que la décision de ne rien changer n'avait aucun rapport avec la situation électorale en France, mais les membres du Conseil des gouverneurs avaient assurément les élections de l'Hexagone en tête. Après les résultats-chocs de l'an dernier au Royaume-Uni (Brexit) et aux États-Unis (Trump), on ne peut pas exclure un coup de théâtre en France, même si les sondages prédisent la victoire d'Emmanuel Macron, le candidat pro-européen qui a remporté le premier tour de scrutin en avril.

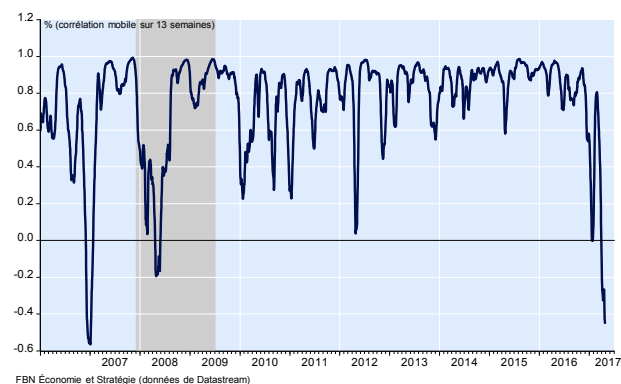
Si les sondages ne se trompent pas et si M. Macron réitère son exploit au deuxième tour, l'euro devrait recevoir un coup de pouce en mai. Un rebond de l'USD grâce au resserrement de la politique de la Fed pourrait temporairement interrompre la remontée de l'euro, mais celui-ci pourrait reprendre son appréciation par rapport au billet vert après le T3 par anticipation d'une inflexion un peu plus ferme du ton de la BCE. Devant l'amélioration des perspectives économiques, nous avons légèrement rehaussé nos prévisions pour le taux EURUSD.

## Le huard souffre de la politique commerciale américaine

Le dollar canadien n'a pas réussi à tirer profit de la faiblesse de l'USD cette année. La monnaie a baissé un troisième mois de suite en avril, s'éloignant encore davantage de l'USD pondéré en fonction des échanges — la corrélation négative est en fait plus grande que jamais depuis 2007.

### Mise en perspective du rapport du dollar canadien avec l'USD

Corrélation avec l'USD pondéré en fonction des échanges (26 monnaies) et USDCAD (données quotidiennes)



En fait, les bonnes nouvelles de l'amélioration des données économiques canadiennes ont été contrebalancées par le ton toujours empreint de prudence de la Banque du Canada (BdC), la baisse des prix du pétrole et l'imposition par les États-Unis de droits d'importation sur le bois d'œuvre canadien. Les spéculateurs ont amplifié la baisse du huard en augmentant leurs positions vendeur. Ainsi, pour la première fois en trois ans les positions courtes sur le CAD sont maintenant plus importantes que même celles sur l'euro.

Les positions courtes spéculatives plus fortes sur le CAD que sur l'euro  
Positions nettes longues non commerciales sur le dollar canadien et l'euro



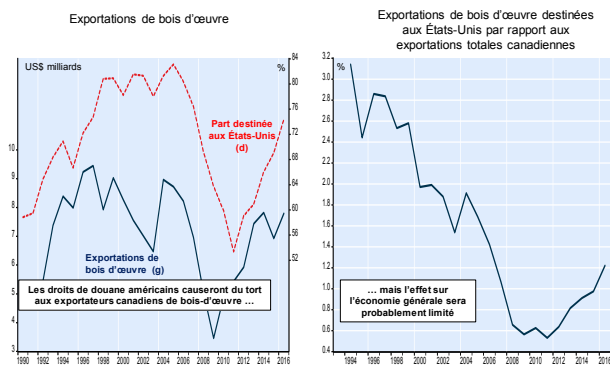
Pourquoi ce manque de confiance dans l'économie canadienne? Après tout, le Canada devrait afficher une croissance de près de 4% en chiffres annualisés au T1 et la création d'emplois est par conséquent forte. Peut-être les investisseurs se mettent-ils au diapason de la BdC qui n'hésite pas à monter en épingle les aspects négatifs de l'économie. Alors que la banque centrale a révisé à la hausse sa prévision de croissance pour cette année à 2,6%, elle continuait de penser qu'il y a une « marge notable de capacités excédentaires au sein de l'économie » et de souligner les difficultés des exportateurs, la faiblesse « généralisée » des heures travaillées, le peu d'investissements des entreprises, la croissance timide des salaires et la baisse de l'inflation de base. L'inquiétude au sujet de la politique commerciale des États-Unis est peut-être une raison plus valide de la BdC de ne pas bouger pour le moment.

Les États-Unis viennent d'imposer des droits d'importation allant jusqu'à 24% sur le bois d'œuvre canadien. Cela inflige un rude coup au secteur de la foresterie, mais l'effet général sur l'économie du Canada sera probablement limité. Le Canada a livré pour moins de US\$6 milliards de bois d'œuvre aux États-Unis l'an dernier, ce qui représente à peine 1,2% du total des exportations. En d'autres termes, même si les exportations de bois d'œuvre outre-frontière chutaient à zéro — ce qui ne s'est jamais produit au cours des trois décennies de différends au sujet du bois d'œuvre entre les États-Unis et le Canada —, l'effet net sur le PIB du Canada serait de moins d'un demi-point de pourcentage. Mais si en lui-même ce nouveau chapitre du contentieux

# DEVISES

du bois d'œuvre résineux n'est pas très important, il incite cependant les marchés à s'interroger sur les relations commerciales entre les États-Unis et le Canada et l'existence même de l'ALÉNA. Et c'est le huard qui pâtit.

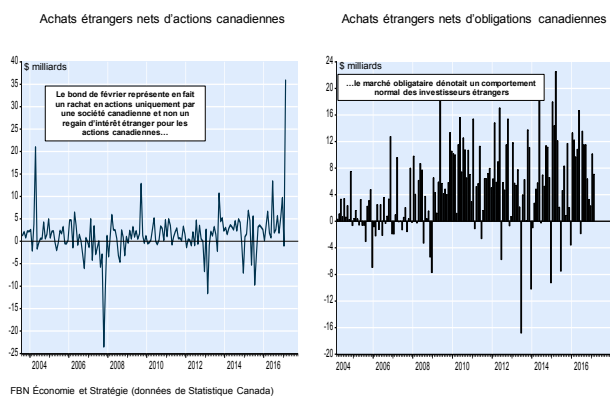
## Quelle est l'importance des droits d'importation américains sur le bois ?



Et la situation pourrait s'aggraver pour le dollar canadien. La détérioration des relations commerciales américano-canadiennes et la probabilité d'une réduction de l'impôt des sociétés américaines pourraient détourner des investissements du Canada vers les États-Unis ou même encourager des entreprises canadiennes à se délocaliser outre-frontière. En d'autres termes, les investissements directs étrangers qui sont négatifs depuis trois ans déjà ne s'amélioreront sans doute pas.

Les données les plus récentes sur les opérations sur valeurs mobilières corroborent cet argument. S'il y a eu des rentrées nettes record de CA\$35 milliards en actions canadiennes en février, ce n'est pas en raison d'achats de titres canadiens par des investisseurs étrangers. Ces « rentrées » reflétaient plutôt une transaction de fusion-acquisition par laquelle une société canadienne a repris les affaires d'une entreprise américaine par un échange d'actions uniquement.

## Attention à l'interprétation des transactions sur titres canadiens en février



La faiblesse des IDE signifie simplement que le Canada devra continuer de s'en remettre aux flux de portefeuille, volatils, pour financer l'important déficit du compte courant. Mais comme le différentiel des taux d'intérêt favorise les États-Unis et que les valorisations de la Bourse de Toronto sont apparemment déjà fortes, on ne sait pas combien de temps encore les investisseurs étrangers achèteront des actifs financiers canadiens. Pour le moment, leur engouement pour les obligations canadiennes en particulier demeure fort — les achats nets atteignaient le niveau honorable de \$7 milliards en février, ce qui concorde avec la moyenne mensuelle des deux dernières années. Mais on ne peut pas nier que le dollar canadien reste à la merci d'un changement d'humeur des investisseurs étrangers.

Le huard pourrait rester sous pression au cours des prochains mois si, comme nous le prévoyons, les nouvelles données révèlent un ralentissement important de la croissance après la performance exceptionnelle du T1 — l'arrêt de la production de Syncrude pourrait limiter la croissance du PIB au T2 à moins de 1% en chiffres annualisés.

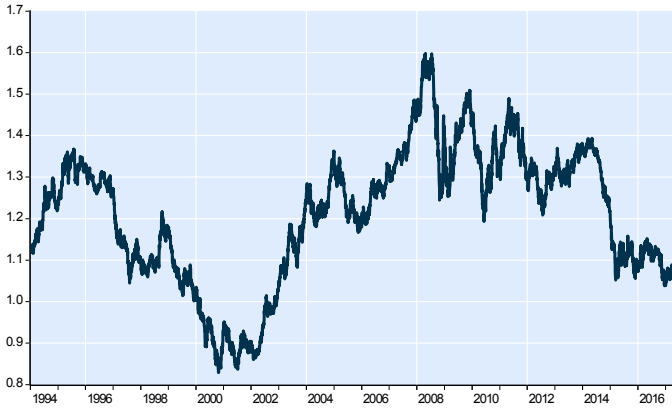
Cependant, tout n'est pas sombre pour le dollar canadien. Un rebond de la croissance au deuxième semestre est le plus probable. Il y a une limite à la capacité de la BdC de maintenir sa détente face à l'amélioration des données et à l'augmentation des risques pour la stabilité financière, p. ex. dans l'immobilier résidentiel. La propre analyse de la banque centrale laisse entrevoir que les nouvelles mesures de l'inflation de base (dont les chiffres plus bas motivent l'attitude de la BdC) sont des indicateurs à retardement. En d'autres termes, l'inflation de base pourrait en fait refléter l'économie faible de l'an dernier plutôt que la conjoncture de 2017. Si comme nous le prévoyons l'inflation de base annuelle augmente au deuxième semestre de cette année, la BdC devra abandonner son discours lénifiant si elle ne veut pas risquer d'éroder sa crédibilité. Par conséquent, nous avons devancé d'un trimestre, au T3, le moment où le huard devrait atteindre un creux.

# DEVISES

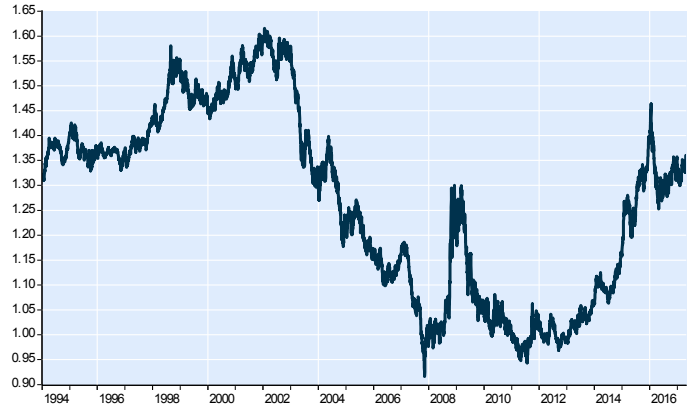


## Annexe

### Euro



### Dollar canadien



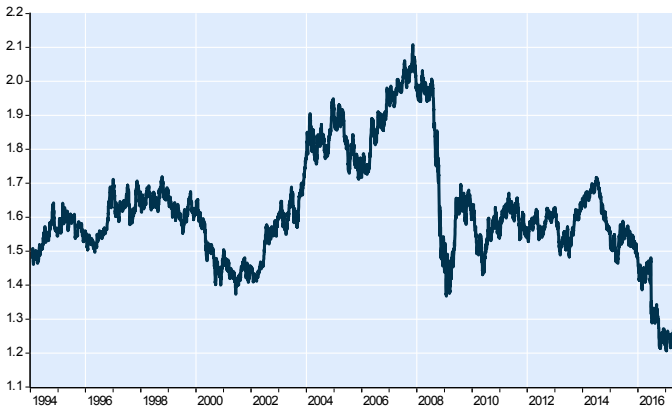
### Yen japonais



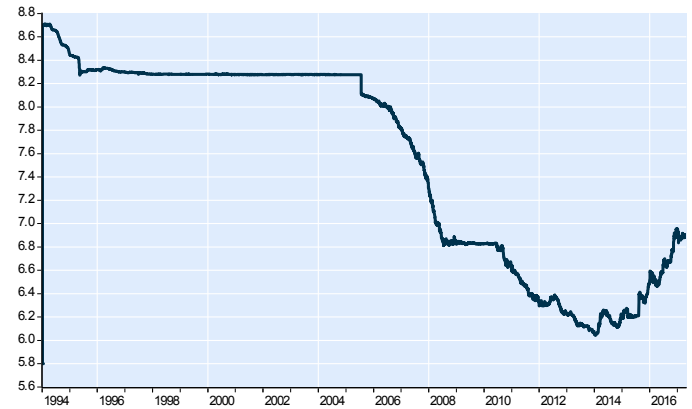
### Dollar australien



### Livre sterling



### Yuan chinois



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

# 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 n'en fait partie. On ne doit pas non plus se fonder sur le présent rapport dans le cadre d'un contrat ou d'un engagement quelconque et il ne sert pas, ni ne servira, de base ou de fondement pour de tels contrats ou engagements.

La présente information ne doit être distribuée qu'aux contreparties admissibles (*Eligible Counterparties*) et clients professionnels (*Professional Clients*) du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. Financière Banque Nationale Inc. est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority et a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD. Financière Banque Nationale Inc. n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority et la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

**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 en 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