



La BdC abandonne son ton accommodant

- Le dollar canadien pourrait rester sous pression à court terme parce que la croissance du PIB fléchira après la performance exceptionnelle du T1 et que la Fed haussera les taux d'intérêt, mais notre vue est en générale positive au sujet des perspectives du huard à moyen terme. Certes, la monnaie canadienne demeure vulnérable en raison du déficit du compte courant persistant financé par des flux de capitaux à court terme instables. Mais l'écart de taux d'intérêt avec les États-Unis est sur le point de devenir plus favorable pour le CAD. D'ailleurs, en abandonnant son discours accommodant, la Banque du Canada a signifié aux marchés un changement prochain de son attitude dans la conduite de la politique monétaire. Nous nous attendons à ce que le taux USDCAD se situe à 1.30 au début de l'an prochain.
- L'USD pourrait rebondir à court terme si, comme nous le prévoyons, la Fed hausse les taux d'intérêt encore deux fois cette année (on se souviendra que les marchés n'intègrent qu'une seule hausse dans leurs cours). Mais les perspectives pour le billet vert par la suite sont moins roses étant donné la réduction attendue du bilan de la Fed qui pourrait diminuer la nécessité d'augmenter les taux au cours des années suivantes.
- Nous avons relevé nos prévisions du taux EURUSD, mais nous ne voyons pas beaucoup de potentiel de hausse à partir des niveaux actuels sur l'horizon de prévision étant donné le manque d'empressement apparent de la Banque centrale européenne à resserrer sa politique et les importantes positions spéculatives longues sur la monnaie commune.

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

Perspectives des devises*

	Actuel <i>1-Juin-17</i>	2017T3	2017T4	2018T1	2018T2	2018T3
USDCAD	1.35	1.36	1.32	1.29	1.30	1.32
<i>Cents U.S. par CAD</i>	<i>0.74</i>	<i>0.74</i>	<i>0.76</i>	<i>0.77</i>	<i>0.77</i>	<i>0.76</i>
EURUSD	1.12	1.10	1.12	1.14	1.11	1.10
USDJPY	111	112	114	115	113	112
AUDUSD	0.74	0.72	0.75	0.76	0.74	0.73
GBPUSD	1.29	1.26	1.27	1.25	1.23	1.21
USDCNY	6.81	6.83	6.80	6.77	6.78	6.80
USDMXN	18.60	18.90	18.20	17.90	18.10	18.50

*Fin de période

Source : FBN Économie et Stratégie

DEVISES

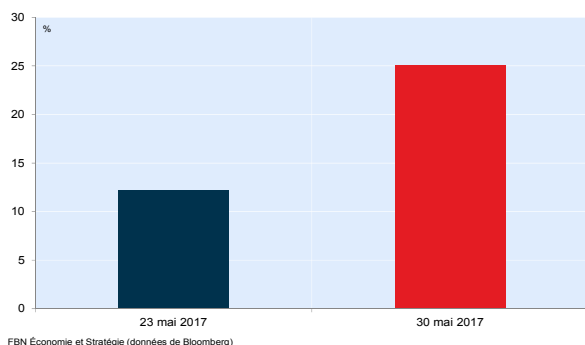
La BdC fait monter le huard...

Pour la première fois en quatre mois, le dollar canadien a réussi à progresser par rapport à l'USD en mai. Le huard devait sa vigueur à des sources inattendues. La Banque du Canada qui, pendant des mois, soulignait les aspects négatifs de l'économie canadienne en espérant faire baisser le CAD a, en effet, soudainement décidé d'abandonner son discours accommodant. Certes, son communiqué mentionne encore des incertitudes qui « continuent à brouiller les perspectives des économies mondiales et canadienne », ce qui explique la décision de maintenir le taux de financement au faible niveau record de 0.50%. Mais la BdC a cette fois-ci choisi de mettre l'accent sur l'amélioration de l'économie mondiale et le fait que l'ajustement du Canada au choc pétrolier est essentiellement terminé.

Mais surtout, en parlant de « présence continue » plutôt que de « marges notables » de capacités excédentaires, la banque centrale annonce effectivement un changement de sa politique. La mention du fait que les mesures macroprudentielles n'ont (jusqu'à présent) pas encore réussi à freiner le marché du logement est aussi remarquable. Cette impatience laisse penser que la BdC pourrait décider d'accompagner les mesures macroprudentielles d'une hausse des taux d'intérêt si le marché immobilier résidentiel restait en surchauffe au cours des prochains mois. Ce changement de ton a poussé les marchés à intégrer dans leurs cours la probabilité d'une politique monétaire plus tendue.

Canada : Les marchés se préparent à une politique monétaire plus serrée

Probabilité d'un taux de financement à un jour plus élevé que les 0.50% actuels d'ici la fin de l'année



Qu'est-ce qui a poussé la banque centrale à changer de ton? La surchauffe du marché immobilier résidentiel était probablement un facteur. On se souviendra que l'Indice de prix de maison Teranet-Banque Nationale avait révélé une augmentation sur 12 mois de 26.3% des prix à Toronto en avril (un record). Mais la vigueur de la croissance qui se maintient — la croissance du PIB au T1 a atteint le niveau annualisé soutenu de 3.7% — et de l'emploi doit aussi avoir inspiré une plus grande confiance dans l'avenir à la banque.

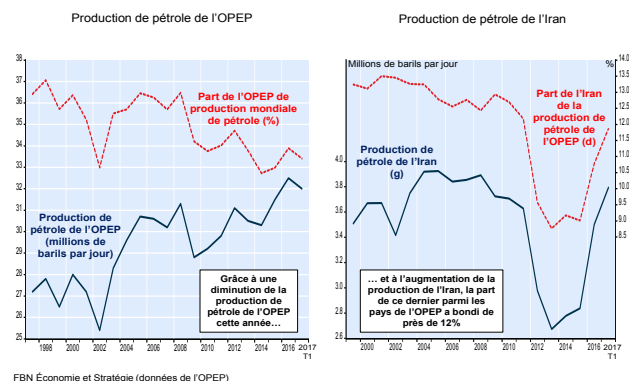
Le huard aurait pu monter encore plus sans le tassement des prix du pétrole en mai. Les marchés n'ont en effet pas été très impressionnés par la décision de l'OPEP de

prolonger les réductions de la production de neuf mois seulement et ont, par conséquent, pénalisé les prix du pétrole. Comme nous, les investisseurs sont sceptiques au sujet de l'aptitude de l'OPEP à réduire nettement l'offre globale.

... mais le pétrole limite la hausse

On se souviendra que les réductions de production de l'OPEP pendant le premier trimestre de 2017 ont été contrebalancées par une augmentation de la production en dehors du cartel, si bien qu'elles n'ont pas nettement modifié la surabondance de l'offre. L'Arabie saoudite, qui représentait l'essentiel des réductions de la production de l'OPEP au T1, a du mal à convaincre les producteurs pétroliers non affiliés à l'organisation de partager le fardeau de la réduction de l'offre. Qui plus est, l'influence de l'Arabie saoudite au sein de l'OPEP décroît. L'Iran, qui a clairement fait savoir qu'elle ne participera pas aux réductions de la production, a fait monter les volumes de ses livraisons à 3.8 millions de barils par jour au T1, ce qui ne s'était pas vu depuis 9 ans. La part de l'Iran parmi les pays de l'OPEP atteint maintenant près de 12%.

Monde : La production pétrolière de l'Iran au plus haut depuis 9 ans



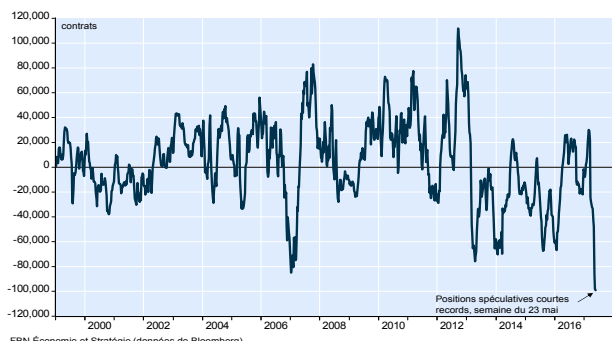
Et selon Shana, un service d'information du ministère du Pétrole iranien, l'Iran prévoit d'augmenter la capacité de 3 millions de barils par jour de plus. Bien que cela ne se matérialisera sans doute pas rapidement — cet objectif ne peut pas être atteint sans nouveaux investissements —, une telle affirmation revient à dire aux Saoudiens qu'ils devront continuer de supporter l'essentiel de l'effort de réduction de la production. Bref, on peut s'attendre à ce que l'offre pléthorique continue d'être un facteur inhibiteur des prix du pétrole pendant plus longtemps.

Mais comme nous l'avons vu en mai, le CAD peut s'apprécier même quand les prix du pétrole sont écrasés. Le changement de ton de la Banque du Canada implique que le différentiel de taux d'intérêt pourrait jouer en faveur du CAD assez prochainement. Nous continuons de nous attendre à ce que la banque centrale augmente le taux de financement à un jour au premier trimestre de 2018, bien qu'on ne puisse pas exclure une intervention plus précoce après les récents signaux de la BdC. Toute

DEVISES

appréciation du CAD pourrait être amplifiée par les spéculateurs qui annuleront leurs positions à découvert. Considérant les opérations spéculatives à découvert records sur le dollar canadien, on pourrait en effet penser que, si l'économie tient la route, il devient de plus en plus difficile de dépasser ce niveau de pessimisme pour le CAD.

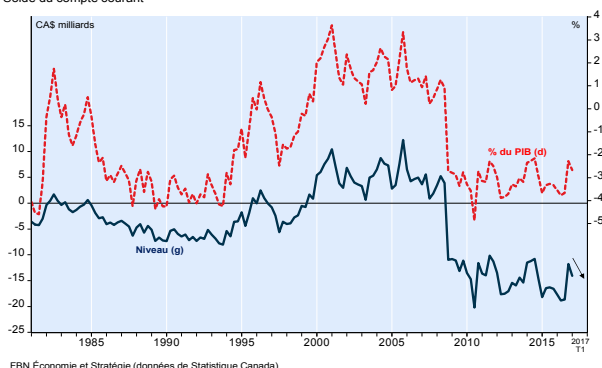
Canada : Le huard a-t-il touché le creux?
Positions longues non commerciales sur le dollar canadien



Cela ne veut pas dire que le huard soit complètement tiré d'affaire. Notre scénario de base repose sur des échanges commerciaux entre les États-Unis et le Canada essentiellement intouchés par les renégociations de l'ALÉNA et sur la construction de l'oléoduc Trans Mountain qui a été autorisée par le gouvernement fédéral en Colombie-Britannique. Ces hypothèses seront mises à l'épreuve au cours des prochains mois par l'action d'une administration Trump de plus en plus mercantiliste aux États-Unis et par l'entente entre le Nouveau parti démocratique et le Parti vert en Colombie-Britannique pour renverser le gouvernement actuel et s'opposer à la construction de l'oléoduc.

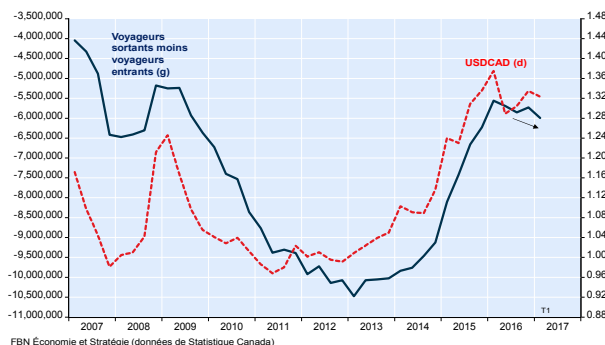
L'important déficit du compte courant qui menace le huard comme une épée de Damoclès est aussi préoccupant. La détérioration du déficit extérieur à CA\$14.1 milliards au premier trimestre de 2017 (environ 2.7% du PIB) était due à un accroissement des déficits dans le commerce de marchandises, le commerce de services et les comptes de revenu de placement.

Canada : Le déficit extérieur s'est creusé au T1
Solde du compte courant



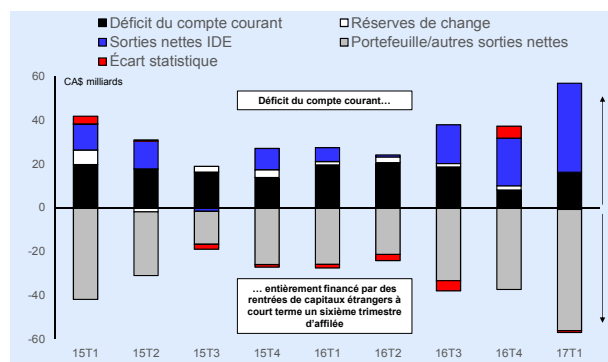
La balance commerciale des services, qui s'améliorait depuis qu'elle a touché un creux il y a deux ans, est maintenant bridée par une détérioration du déficit des voyages en raison de la différence entre le nombre de voyages quittant le Canada et y entrant qui se creuse.

La hausse du huard freine la réduction du déficit des voyages
Voyageurs sortants moins voyageurs entrants et dollar canadien



L'important déficit du compte courant implique que le Canada reste tributaire des rentrées de capitaux étrangers. Mais ce qui est encore plus préoccupant, c'est la manière dont le déficit du compte courant est financé. Pendant six trimestres de suite, le déficit du compte courant a été financé entièrement par des rentrées de capitaux étrangers à court terme tels que les achats de valeurs mobilières plutôt que les flux plus souhaitables (et stables) d'investissements directs étrangers.

Le financement du déficit extérieur rend le huard vulnérable



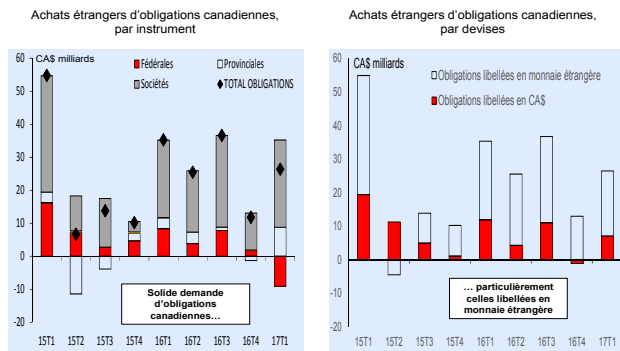
Les rentrées de portefeuille sont restées vigoureuses au T1, soutenues par l'intérêt des investisseurs étrangers pour les obligations canadiennes libellées en monnaie étrangère. Mais rien ne garantit que ces flux seront répétés à l'avenir. Un changement d'humeur des investisseurs — par exemple en réponse à des perceptions plus sombres de l'économie, aux prévisions du commerce extérieur ou au marché immobilier résidentiel — pourrait rendre ces flux instables ou pire, les inverser rapidement.

Tout en reconnaissant les risques de baisse mentionnés ci-dessus, notre vue reste en générale positive au sujet des perspectives du huard à moyen terme. On s'attend à ce

DEVISES

que l'USDCAD atteint 1.30 au début de 2018. Mais à court terme, le dollar canadien pourrait subir de nouvelles pressions si, comme nous le prévoyons, les prochaines statistiques révèlent un important ralentissement de la croissance du PIB réel après la hausse spectaculaire du T1 et alors que la Fed procédera à deux augmentations des taux d'intérêt supplémentaires avant la fin de l'année.

Forte demande étrangère d'obligations canadiennes

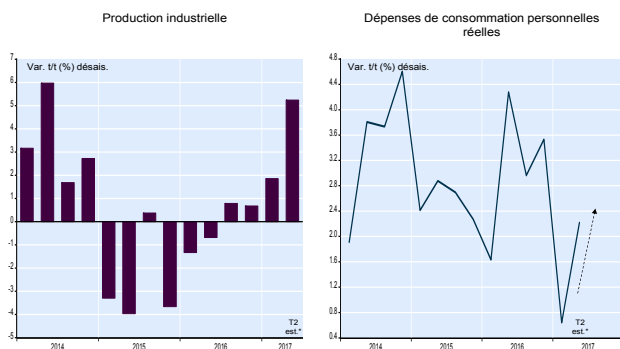


FBN Economie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Un dernier vivat pour l'USD?

La Fed a fait savoir clairement qu'elle compte hausser les taux d'intérêt à nouveau ce mois-ci. Selon le compte-rendu de sa réunion du mois de mai, la plupart des participants jugeaient qu'il serait bientôt approprié pour le Comité de prendre de nouvelles mesures afin de réduire un peu la détente monétaire. La Fed aura noté que l'activité économique américaine s'est améliorée au deuxième trimestre après un début d'année lent. La production industrielle est en passe de croître de 5% en chiffres annualisés, soit le rythme le plus soutenu depuis trois ans, alors que les dépenses de consommation personnelles réelles rebondissent aussi fortement après un premier trimestre timide. Le PIB réel américain est maintenant bien engagé sur la voie d'une hausse de 3% en chiffres annualisés au T2.

États-Unis : Puissant rebond de la production au deuxième trimestre



Les marchés intègrent presque complètement dans leurs cours une hausse des taux ce mois-ci, mais pas une hausse

en septembre. En d'autres termes, l'USD s'appréciera si, comme nous le prévoyons, la Fed appuie une nouvelle fois sur la gâchette au troisième trimestre. Mais les perspectives de l'USD par la suite ne sont pas roses, avec les prévisions de réduction du bilan de la Réserve fédérale américaine qui pourrait diminuer la nécessité d'augmenter les taux d'intérêt pendant plusieurs années.

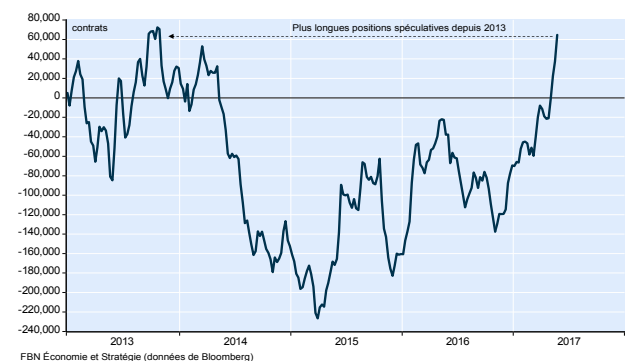
La BCE n'est pas prête à resserrer sa politique

L'euro a augmenté en mai au diapason de l'embellie des statistiques. Le PIB réel a augmenté de 2.0% en chiffres annualisés au T1, soit plus vite que le rythme des États-Unis. Sur la base des indices PMI de la fabrication pour le mois de mai (qui ont atteint un sommet inégalé en 73 mois), il semble que l'élan ait été maintenu au T2. L'Indicateur de sentiment économique de la Commission européenne atteint un point culminant inégalé depuis une décennie, reflétant le regain de confiance des entreprises et des consommateurs en Europe.

Cependant, la Banque centrale européenne ne semble pas pressée de réduire ses mesures de détente. Le président de la BCE, Mario Draghi, continue d'entrevoir des risques de repli et reste préoccupé par l'inflation toujours inférieure au taux cible, qui ne manifeste pas encore une tendance à la hausse convaincante. Pour être justes envers la BCE, les économies les plus vulnérables de la zone euro, où le crédit, et donc la croissance, restent faibles, ont encore bien du rattrapage à faire. Il y a aussi des risques que les écarts de taux des obligations souveraines augmentent à nouveau, p. ex. si la Grèce et ses créanciers ne parviennent pas à s'entendre sur un nouveau renflouement avant juillet ou si les élections italiennes de 2018 portent au pouvoir un parti anti-Union européenne. En outre, il ne faut pas sous-estimer les effets négatifs du Brexit sur la zone euro. Bref, la BCE n'est pas au bout de ses peines. Si nous avons augmenté nos prévisions pour le taux EURUSD, nous ne voyons pas beaucoup de potentiel de hausse à partir des niveaux actuels sur l'horizon de prévision, et encore moins si l'on tient compte des sommes massives de positions longues spéculatives sur la monnaie commune.

L'euro dopé par les spéculateurs

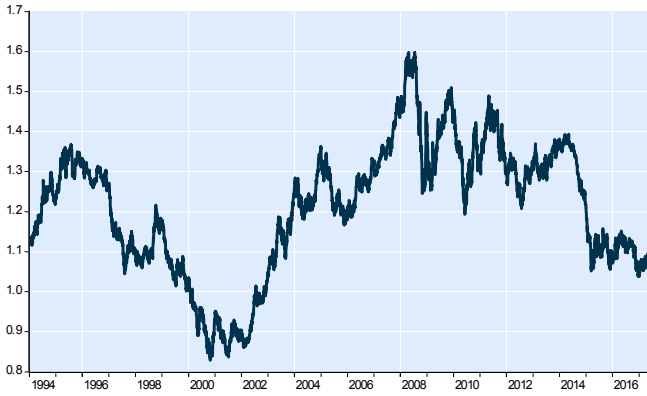
Positions longues non commerciales sur l'euro



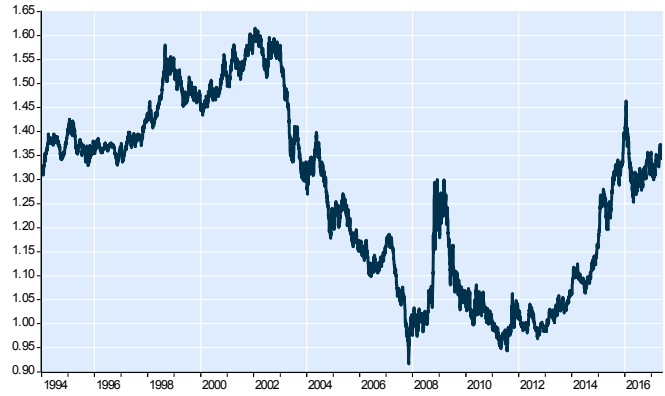
DEVISES

Annexe

Euro



Dollar canadien



Yen japonais



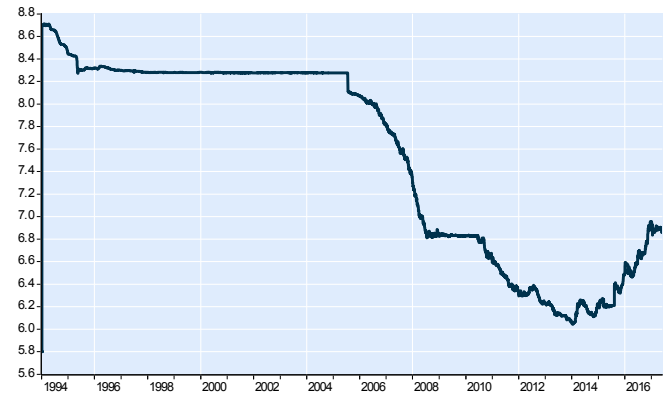
Dollar australien



Livre sterling



Yuan chinois



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

DEVISES

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 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