

20 avril 2009

Quand la politique quantitative et l'évolution des devises font bon ménage!

FAITS SAILLANTS

- Si la diminution de l'aversion pour le risque et le ralentissement de la demande pour les bons du Trésor ne justifient pas un retour du billet vert à son sommet de janvier dernier, la synchronisation du marasme économique indique que peu de devises sont en mesure de prendre le relais du billet vert.
- La borne de 1,00 % du taux directeur eurolandais pourrait s'annoncer un seuil psychologique difficile à franchir. L'implantation de mesures quantitatives aurait clairement le potentiel de ramener l'euro à tester son creux du début de l'année.
- La poursuite du renversement des positions de portage et le rapatriement des capitaux au Japon vont continuer à limiter les dégâts à court terme, mais le contexte économique est clairement défavorable au yen.
- L'adoption probable d'une politique quantitative en avril pourrait être défavorable au huard, mais la consolidation des prix des matières premières devrait permettre à la paire USD/CAD de ne pas retourner tester significativement les sommets des derniers mois.

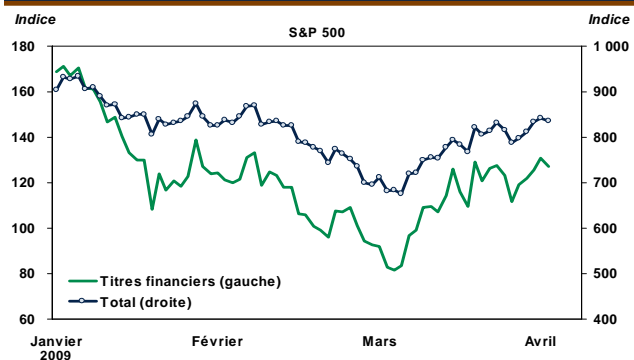
TABLE DES MATIÈRES

Éditorial	1
Euro	6
Livre sterling	7
Yen	8
Dollar canadien	9
Dollar australien	10
Peso mexicain	11
Yuan chinois	11
Analyse technique	12
Tableaux	14

Éditorial

Il demeure difficile de dire si la situation économique et financière s'est améliorée ou si elle se détériore encore. Le rebond inattendu de certaines statistiques au cours des derniers mois, les actions énergiques de la Réserve fédérale (Fed) et un changement comptable ont permis une embellie boursière (graphique 1), mais les gains se sont faits sur des bases fragiles, et l'heure ne semble pas encore aux réjouissances. Selon les plus récentes prévisions du Fonds monétaire international (FMI), la récession mondiale sera sévère et longue, et la reprise sera très lente : un contexte peu favorable à un accroissement significatif des profits des entreprises et à un rebond durable et marqué des Bourses.

Graphique 1 – Le rallye boursier est-il soutenable?



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Entre autres choses, les mises en chantier demeurent à des niveaux excessivement déprimés, et, bien que les taux d'intérêt hypothécaires faibles soient favorables à une stabilisation du secteur de l'habitation, le stock de maisons à écouler reste trop élevé et continue d'exercer des pressions sur leur prix. Par ailleurs, la résilience des ménages américains s'effrite. Après un rebond marqué en janvier, les ventes au détail ont repris une tendance baissière menant à une diminution

François Dupuis

Vice-président et économiste en chef

Mathieu D'Anjou
Économiste senior

Martin Lefebvre
Économiste principal

Yves St-Maurice

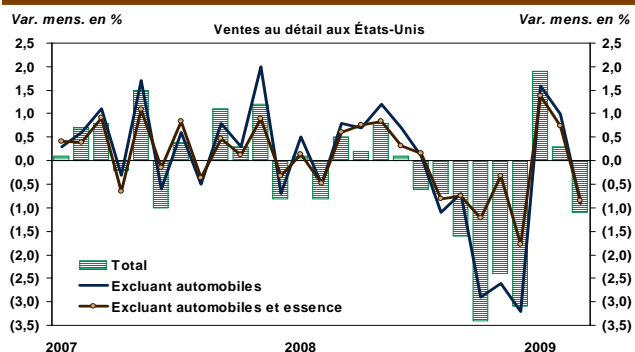
Directeur et économiste en chef adjoint

Hendrix Vachon
Économiste

514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336
Courriel : desjardins.economie@desjardins.com

mensuelle de 1,1 % en mars (graphique 2). Cela n'a rien de vraiment surprenant, la détérioration du marché du travail s'étant poursuivie à un rythme effarant au cours des derniers mois.

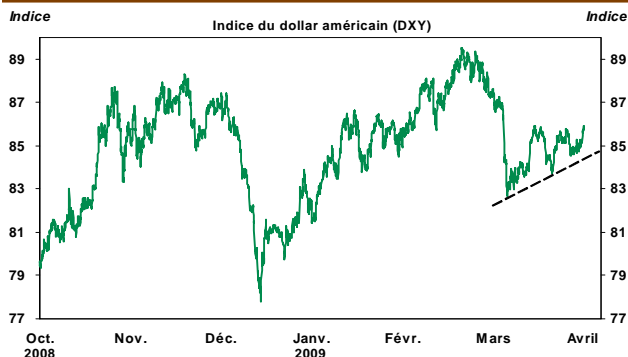
Graphique 2 – Les ventes au détail affichent un ressac en mars



Sources : Census Bureau et Desjardins, Études économiques

Par conséquent, la correction du billet vert, qui a suivi l'annonce d'un rachat de 300 G\$ US de titres du Trésor par la Fed, semble avoir été nettement exagérée, et le dollar américain évolue depuis sur une tendance haussière (graphique 3).

Graphique 3 – Le dollar américain de retour sur une tendance haussière



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

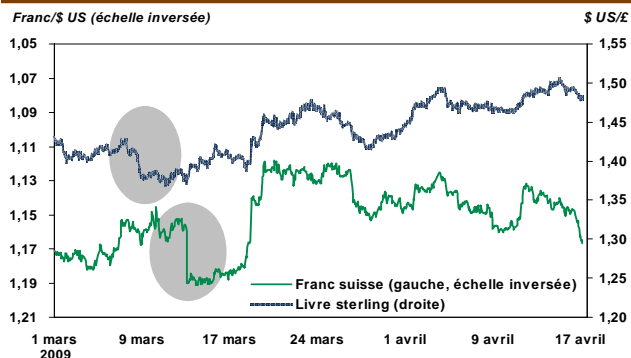
POLITIQUE QUANTITATIVE « PLANÉTAIRE »

Certes, l'adoption d'une politique quantitative justifie amplement un affaiblissement du billet vert au sens où : 1) la monétisation de la dette du fédéral par la création de réserves bancaires vient gonfler le nombre de dollars américains sur le marché des changes; et 2) les risques inflationnistes liés à une telle opération sont défavorables à la devise. Toutefois, l'environnement actuel est particulier, et il faut se demander ce qu'il advient lorsque la plupart des principaux pays industrialisés ont recours à des politiques quantitatives.

Les premiers à s'être prévalus de cette politique sont le Royaume-Uni et la Suisse. En raison d'un recul marqué de l'activité économique et des tensions sur les marchés financiers, la Banque d'Angleterre (BoE) et la Banque nationale suisse (BNS) ont porté leur taux directeur respectif à seulement 0,50 % au début de l'année. Toutefois, ce niveau ne paraissait pas suffisant pour enrayer les risques de déflation. Par conséquent, la BoE a entrepris d'autres mesures monétaires visant à accroître l'offre de monnaie et à améliorer le crédit par un programme de rachat de 75 G£ (110 G\$ US) de titres publics et privés, financé à même la création de réserves bancaires. De son côté, la BNS a accru substantiellement la liquidité par le biais d'opérations de prise en pension (*repos*), par l'acquisition d'obligations en francs suisses de débiteurs privés et par l'achat de devises sur le marché des changes.

Les effets baissiers sur leurs devises ont été immédiats, la livre perdant près de 4,5 % contre le dollar américain, et le franc suisse 4 %. Toutefois, cette mollesse s'est avérée de courte durée, les pertes ayant été entièrement contrebalancées par la dépréciation du billet vert lorsque la Fed a annoncé son programme de rachat de titres du Trésor lors de sa réunion des 17 et 18 mars dernier (graphique 4).

Graphique 4 – Les effets négatifs liés à l'implantation d'une politique quantitative ont rapidement été renversés

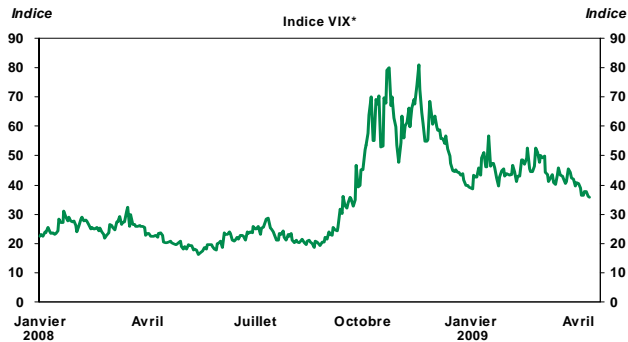


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

PAS EN MESURE DE PRENDRE LE RELAIS

Par ailleurs, la synchronisation du marasme économique indique que peu de devises sont en mesure de prendre le relais du billet vert en ce moment. Si la diminution de l'aversion pour le risque (graphique 5 à la page 3) et le ralentissement de la demande pour les bons du Trésor et, conséquemment, du rapatriement des capitaux aux États-Unis ne justifient pas un retour du billet vert à son sommet de janvier dernier, il n'en reste pas moins que peu d'éléments sont favorables aux autres grandes devises.

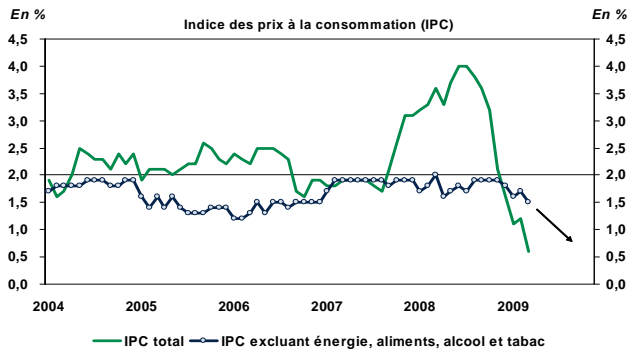
Graphique 5 – L’aversion au risque diminue graduellement



* Volatilité implicite de l'indice boursier S&P 500.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

La zone euro est particulièrement touchée. Le PIB réel s’est affaïssé de 6,0 %, à rythme annualisé, au quatrième trimestre de 2008, et tout porte à croire que la décroissance sera encore plus prononcée au cours du premier trimestre de 2009. La Banque centrale européenne (BCE) admet que, dans un contexte de ralentissement mondial, la pression sur les prix demeurera contenue, mais elle n’entrevoit pas une matérialisation des risques de déflation. Pourtant, au rythme où vont les choses, il semble évident que l’inflation sous-jacente à l’économie eurolandaise évoluera sur une tendance nettement baissière, et ce, jusqu’en 2010 (graphique 6).

Graphique 6 – Les risques de déflation deviendront une source de préoccupation pour la BCE

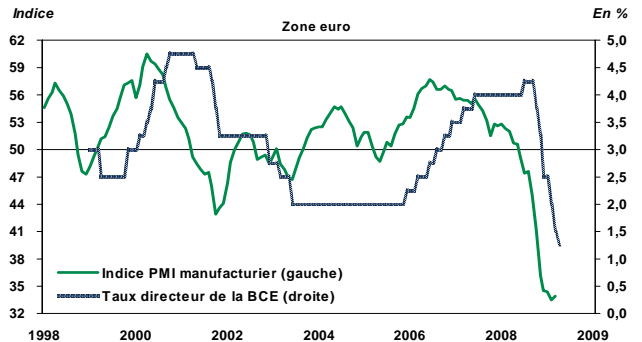


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Dans ces conditions, le travail de la BCE n’est pas terminé (graphique 7). La borne de 1,00 % du taux directeur eurolandais pourrait s’annoncer un seuil psychologique difficile à franchir et, par conséquent, il est probable que des mesures plus quantitatives, peut-être axées sur le crédit aux entreprises, seront implantées d’ici l’été. Cela aurait clairement le potentiel de ramener l’euro à tester son creux du début de l’année (graphique 8).

La livre britannique est moins à risque, mais la pression reste orientée à la baisse. Certes, certains indices de prix des mai-

Graphique 7 – La BCE a encore du travail à faire pour relancer l’économie eurolandaise



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

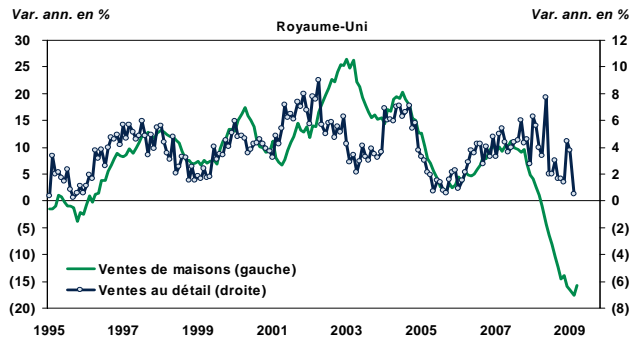
Graphique 8 – L’euro demeure à risque



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

sons ont augmenté en mars et les demandes de prêt et de refinancement hypothécaire sont à la hausse, ce qui est compatible avec une stabilisation du marché immobilier. Toutefois, la résilience des ménages a finalement capitulé, la variation annuelle passant de 3,8 % en janvier à seulement 0,4 % en février (graphique 9). Dans ces conditions, la BoE devra poursuivre ses efforts pour relancer ce qui s’annonce la pire récession depuis la dernière Grande Guerre. Une situation non favorable à une appréciation prochaine de la livre.

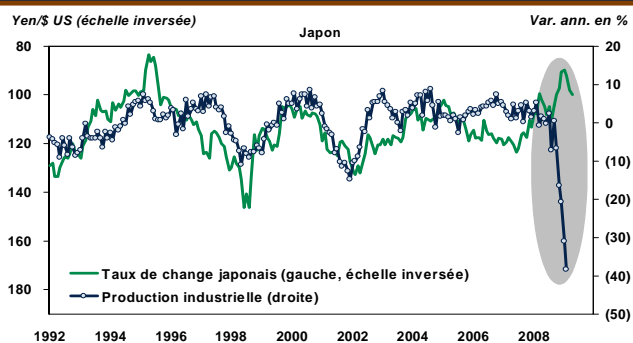
Graphique 9 – La pression demeure à la baisse pour les dépenses de consommation



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

La faiblesse structurelle du Japon a déjà rattrapé le yen. L'économie nipponne souffre davantage du ralentissement mondial que les autres nations industrialisées. Le PIB a connu une baisse annualisée de plus de 12 % au dernier trimestre de 2008, et la chute marquée des exportations et de la production signale qu'un rebond n'est pas à espérer pour le premier trimestre. La poursuite du renversement des positions de portage et le rapatriement des capitaux au Japon vont continuer à limiter les dégâts à court terme, mais le contexte économique est clairement défavorable au yen (graphique 10).

Graphique 10 – Le yen n'échappe plus à la réalité économique



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

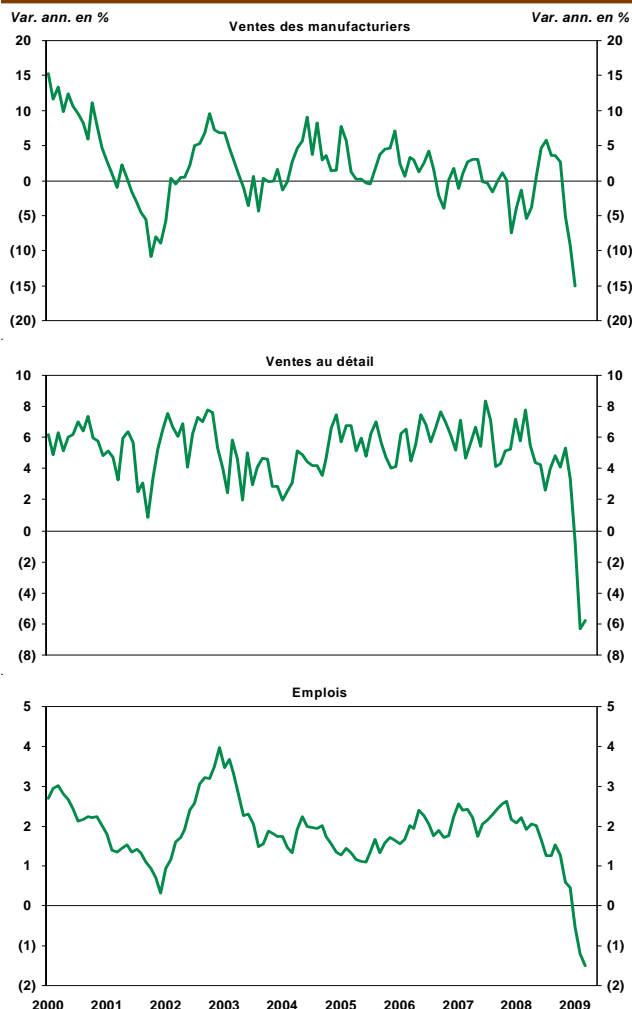
L'ADOPTION D'UNE POLITIQUE QUANTITATIVE POURRAIT SECOUER LE DOLLAR CANADIEN, MAIS PAS L'ABATTRE

Avec des taux d'intérêt nominaux approchant de zéro et des politiques fiscales de plus en plus lourdement déficitaires, les pressions baissières sur l'inflation générées par une vive contraction de l'activité économique ont incité plusieurs grandes banques centrales des pays industrialisés à miser sur des politiques quantitatives afin d'assouplir davantage leurs conditions monétaires respectives. Jusqu'à maintenant, la Banque du Canada (BdC) n'a pas eu à s'y contraindre, l'ensemble des facilités de crédit mises de l'avant ayant été financées d'abord par la vente d'actifs détenus par la BdC, puis par l'entremise d'une émission de bons du Trésor dont les fonds ont été déposés au compte du gouvernement à la BdC.

Toutefois, la détérioration rapide du contexte économique (graphique 11) et l'anticipation d'une reprise tardive et modeste signalent que le travail de la BdC n'est pas terminé. En outre, le creusement significatif de l'écart de production de l'économie canadienne avec son plein potentiel indique que les pressions sur l'inflation sous-jacente seront largement contenues.

Avec un taux directeur à seulement 0,50 %, la marge de manœuvre de la BdC en termes d'outil traditionnel s'épuise. Une baisse additionnelle de 25 points de base ou un changement

Graphique 11 – Le contexte économique canadien se détériore à vue d'œil



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

de la fourchette opérationnelle ne peuvent certes être écartés, mais la suite des choses passera vraisemblablement davantage par la voie du crédit et de l'assouplissement quantitatif.

« Étant donné le bas niveau du taux cible du financement à un jour, la Banque est à raffiner l'approche qu'elle suivrait afin d'accentuer la détente monétaire, si cela s'avérait nécessaire, par l'octroi de crédits et l'assouplissement quantitatif ».

Par conséquent, il est probable que la devise canadienne se fera rabrouer quelque peu lors de la réunion de la BdC du 21 avril prochain. Toutefois, à en juger par la réaction des marchés face aux devises des pays ayant eu recours à ce type de politique, toute dépréciation du huard s'annonce vraisemblablement temporaire. En outre, la consolidation des

Graphique 12 – Le huard pourrait se faire rabrouer à court terme

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

prix des matières premières et, plus particulièrement, du pétrole devrait permettre à la paire USD/CAD de ne pas retourner tester significativement les sommets des derniers mois (graphique 12).

François Dupuis

Vice-président et économiste en chef

Martin Lefebvre

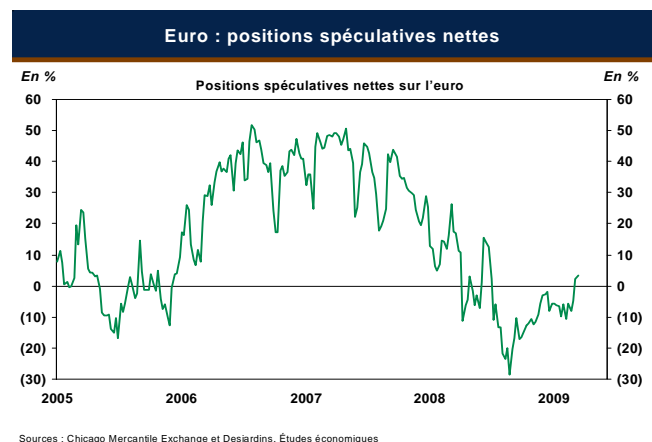
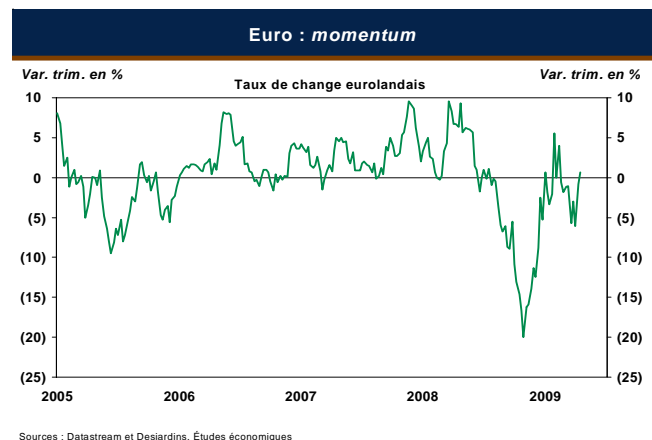
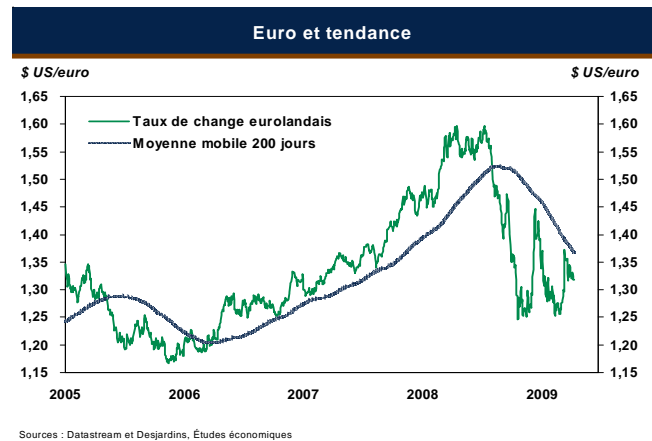
Économiste principal

EURO (EUR)

Les actions de la Réserve fédérale ont profité à l'euro, mais la Banque centrale européenne est trop hésitante

- Après être demeuré généralement sous 1,30 \$ US depuis le début de l'année, l'euro a bondi au-dessus de 1,37 \$ US à la mi-mars à la suite de la décision de la Réserve fédérale (Fed) de commencer à monétiser la dette du gouvernement américain. Depuis, la devise eurolandaise est redescendue légèrement, mais se maintient au-dessus de 1,30 \$ US.
- En avril, les autorités monétaires de la zone euro ont décidé d'abaisser leur taux directeur de seulement 25 points de base, à 1,25 %, alors que les analystes prévoient un geste plus agressif de 50 points. Le président Trichet a confirmé qu'une autre diminution du taux était possible le 7 mai et que la décision de procéder ou non à de nouvelles mesures non conventionnelles sera annoncée lors de cette rencontre. Les commentaires des différents membres de la Banque centrale européenne (BCE) laissent entrevoir une certaine dissension au sein du conseil, ce qui pourrait entraîner des mouvements volatils de l'euro au cours des prochaines semaines.
- La remontée de l'euro depuis la mi-février a ramené le *momentum* de la devise tout près de zéro. De plus, les positions spéculatives sont maintenant très légèrement positives. Les indicateurs de marché n'annoncent donc pas d'importants mouvements.
- La faiblesse de l'économie eurolandaise continuera à peser sur l'euro au cours des prochains mois. Contrairement à ce qui commence à être observé ailleurs dans le monde, le recul de l'activité ne montre pas de signe de ralentissement. Les indicateurs de confiance ont atteint de nouveaux creux en mars, et le recul des ventes au détail s'est accéléré en février pour atteindre -4,0 % en variation annuelle. Les prévisions de croissance continuent ainsi d'être revues fortement à la baisse; l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) mise maintenant sur un recul de 4,1 % du PIB réel de la zone euro en 2009. Les craintes que les hésitations de la BCE retardent la reprise économique de la zone euro par rapport à celle des autres pays industrialisés semblent donc se confirmer. Le taux annuel d'inflation, qui est de seulement 0,6 % en mars, devrait tomber en territoire négatif cet été et demeurer très faible par la suite.

Prévisions : Les difficultés économiques pourraient peser sur l'euro au cours des prochains mois et elles devraient convaincre la BCE de poursuivre ses actions. À notre avis, une autre baisse de 25 points du taux directeur sera créée en mai, et de nouvelles mesures non conventionnelles, par exemple l'achat de titres privés, seront annoncées. Seule une perte de confiance dans le dollar américain pourrait entraîner une forte appréciation de l'euro au cours des prochains mois. À moyen terme, l'euro pourrait toutefois bénéficier d'une baisse des tensions financières et d'un recul généralisé du dollar américain.



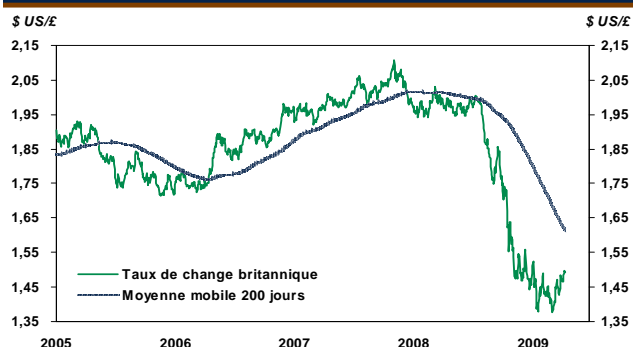
LIVRE STERLING (GBP)

La livre se stabilise malgré la politique quantitative de la Banque d'Angleterre

- La livre sterling a relativement bien fait au cours des dernières semaines et semble se stabiliser après la chute spectaculaire de la deuxième moitié de 2008. Le mois de mars a mal débuté alors que la livre est redescendue sous 1,40 \$ US à la suite de la décision de la Banque d'Angleterre (BoE) de commencer à monétiser la dette du gouvernement britannique. L'adoption par la Réserve fédérale (Fed) d'une mesure semblable a toutefois fait rebondir la livre près de 1,45 \$ US à la mi-mars. Contrairement à l'euro, la livre a maintenu ses gains et s'est même rapprochée récemment de 1,50 \$ US grâce à certains indicateurs économiques encourageants et à un retour de l'appétit des investisseurs pour le risque.
- La remontée récente de la livre a ramené le *momentum* de cette devise tout près de zéro. Cette meilleure performance n'est cependant pas attribuable aux spéculateurs puisque ces derniers possèdent toujours des positions spéculatives nettes très négatives. Une fermeture des positions spéculatives pourrait potentiellement favoriser une appréciation de la livre.
- La BoE a adopté une approche agressive pour aider l'économie britannique à sortir de la récession. Le taux directeur a été abaissé à 0,50 % en mars et ne devrait pas être abaissé plus bas pour des raisons techniques. De plus, la BoE a amorcé un programme d'assouplissement quantitatif de 75 G£ (110 G\$ US) visant à gonfler l'offre de monnaie en achetant des titres privés et des obligations du gouvernement britannique. Au début d'avril, 26 G£ du programme avaient déjà été utilisés. Le travail de la BoE est donc bien avancé quoique l'amplitude du programme d'assouplissement quantitatif pourrait éventuellement être augmentée si les risques de déflation ne se résorbent pas.
- Un développement favorable pour la livre est que les actions de la BoE et du gouvernement britannique semblent avoir un effet positif sur l'économie. Le resserrement des conditions de crédit a été moins prononcé au premier trimestre de 2009, et un assouplissement du financement est maintenant prévu au printemps. De plus, les données économiques les plus récentes commencent à montrer une stabilisation encourageante du marché immobilier. Les demandes de prêt et de refinancement hypothécaire sont à la hausse, et certains indices de prix des maisons ont augmenté en mars.

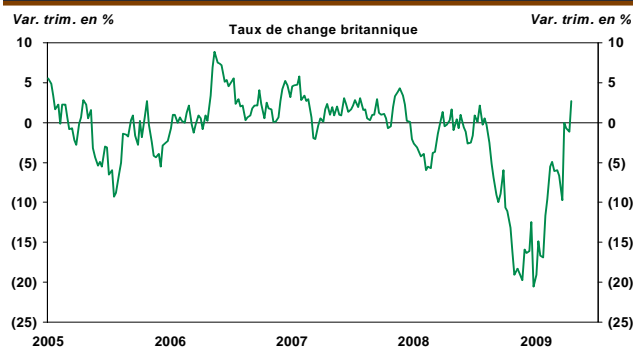
Prévisions : Malgré quelques signes encourageants, les difficultés de l'économie britannique demeurent très sérieuses. Les autorités britanniques maintiendront donc des politiques très expansionnistes même si l'inflation annuelle est encore relativement élevée à 3,2 % en février. À moins d'une nouvelle panique dans le secteur bancaire, la livre devrait continuer d'évoluer aux environs de 1,45 \$ US au cours des prochains mois. Par la suite, la disparition progressive des tensions financières devrait entraîner une remontée de la devise britannique par rapport à la plupart des autres monnaies.

Livre sterling et tendance



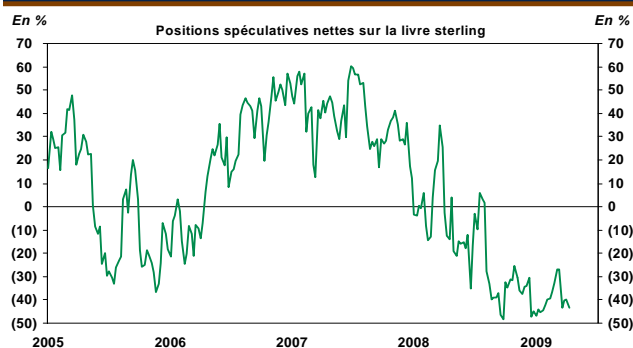
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Livre sterling : momentum



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Livre sterling : positions spéculatives nettes



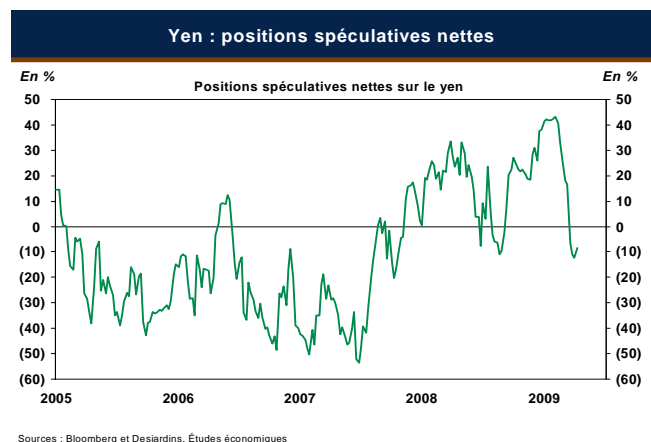
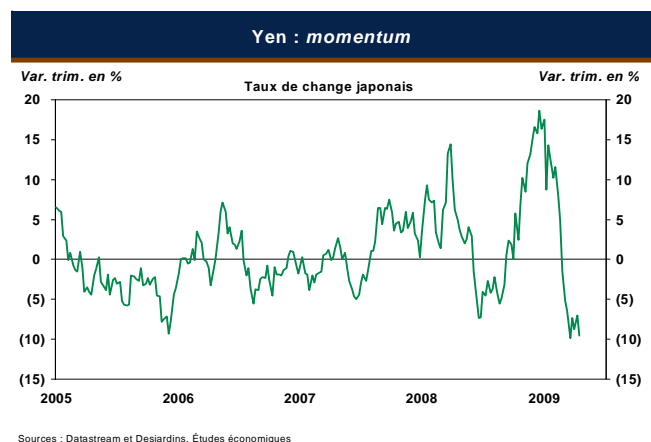
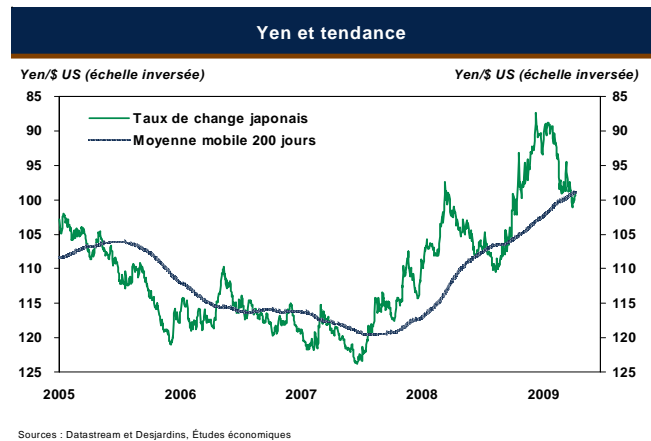
Sources : Chicago Mercantile Exchange et Desjardins, Études économiques

YEN (JPY)

La faiblesse de l'économie rattrape le yen

- Le taux de change nippon est repassé au-dessus de la barre des 100 yens/\$ US au début du mois d'avril pour la première fois en cinq mois. Il a d'ailleurs atteint un sommet cyclique à 101,45 yens/\$ US le 4 avril. Ainsi, le renversement des positions de portage et le rapatriement des profits au Japon, qui, jusqu'à tout récemment, faisaient apprécier la devise, ne semblent maintenant plus en mesure de contrebalancer la faiblesse des données économiques.
- Sur une base de marché, le *momentum* est fortement à la baisse, et les positions spéculatives nettes courtes sont compatibles avec une correction du yen. Cependant, la détérioration rapide des variables fondamentales de l'économie japonaise sous-tend que toute appréciation par des bases techniques serait éphémère.
- La diminution de la demande mondiale et l'appréciation passée du yen ont fait extrêmement mal à l'économie nipponne. À rythme annualisé, son PIB réel a reculé de 12,1 % au quatrième trimestre de 2008. Les résultats pour le premier trimestre de 2009 s'annoncent encore très décevants si l'on se fie aux reculs mensuels de la production industrielle de près de 10 % en moyenne en janvier et en février. Même si le yen s'est récemment déprécié, une reprise économique au Japon paraît impensable sans un rebond de l'économie mondiale. Le gouvernement japonais a annoncé il y a quelques jours un plan de stimulation de 150 G\$ US, qui devrait apporter un appui non négligeable à la croissance, mais, somme toute, on peut craindre les conséquences à plus long terme sur l'endettement élevé du pays.
- Le marasme économique ainsi que la baisse des prix des matières premières ont ramené le Japon sur le sentier de la déflation. La Banque du Japon (BoJ) devrait maintenir ses taux d'intérêt directeurs près de 0 % pendant une longue période. Afin d'apaiser les tensions financières et d'aider l'économie, elle mise aussi sur l'octroi de crédits aux entreprises en achetant du papier commercial et des obligations corporatives. Contrairement à la politique quantitative adoptée lors du précédent épisode déflationniste, aucune cible précise quant au surplus de liquidités injecté dans l'économie n'a été fixée.

Prévisions : L'effet du renversement des positions de portage et du rapatriement des profits s'est estompé, ce qui permet à la valeur du yen de mieux refléter la faiblesse de l'économie nipponne et la politique monétaire ultra-expansionniste. La devise pourrait toutefois se stabiliser près des niveaux actuels avant de poursuivre sa dépréciation.



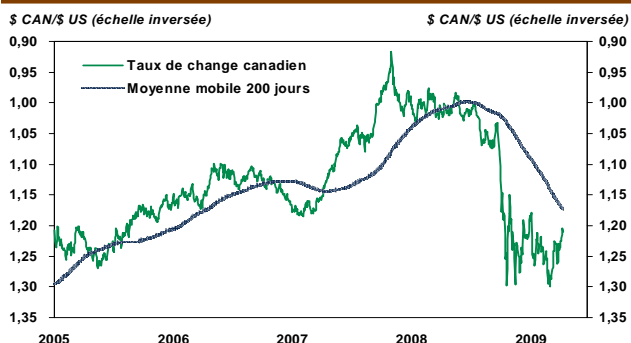
DOLLAR CANADIEN (CAD)

L'adoption d'une politique quantitative à nos portes

- Le dollar canadien a connu une performance exemplaire au cours des dernières semaines. La paire USD/CAD est passée d'un sommet de 1,3065 \$ CAN, le 9 mars dernier, à près de 1,20 \$ CAN récemment, soit un gain de 8,5 % en un peu plus d'un mois. Cela reflète en partie la correction spontanée du billet vert à la mi-mars, mais, surtout, la remontée graduelle des prix du pétrole d'un creux récent de 33,55 \$ US le baril le 12 février dernier à plus de 50 \$ US dernièrement.
- Sur une base de marché, le *momentum* pointe vers une stabilisation de la devise. Toutefois, les positions spéculatives courtes continuent à s'accumuler et, à l'approche d'une résistance, elles pourraient provoquer une correction du huard à court terme. Cependant, la prudence reste de mise, le pessimisme des investisseurs approchant des niveaux qui ont été compatibles avec une appréciation soutenue de la devise par le passé.
- En raison de la détérioration rapide du contexte économique mondial et canadien, et en l'absence de pressions inflationnistes, c'est sans surprise que la Banque du Canada (BdC) a abaissé son taux directeur de 50 points de base à un creux historique de seulement 0,50 % le 3 mars dernier. Du même coup, elle a annoncé que les taux allaient demeurer bas sur une longue période : « on peut s'attendre à ce que le taux cible du financement à un jour demeure à ce niveau ou à un niveau inférieur au moins jusqu'à ce que des signes évidents montrent que l'offre excédentaire se résorbe ».
- À cet effet, nos estimations de croissance de l'économie canadienne sont compatibles avec un creusement significatif de l'*output gap* qui pourrait atteindre près de 6 % à la fin de 2009. Par ailleurs, notre scénario de faible reprise implique que l'écart pourrait être difficilement résorbé au cours des prochaines années. Cette offre excédentaire continuera d'exercer des pressions baissières sur les prix et, bien que nous n'anticipions pas de déflation hors énergie, il y a un risque que la cible d'inflation (2 %) ne soit pas atteinte à moyen terme.
- Dans ces conditions, notre indicateur monétaire signale que la BdC devrait adopter une politique quantitative le plus tôt possible. Visiblement, à 0,50 %, la marge de manœuvre de la BdC en termes de politique monétaire traditionnelle est très restreinte, et, bien que la possibilité d'abaisser les taux à 0,25 % ou de modifier la fourchette opérationnelle de la BdC ne puisse être écartée, celle-ci considère déjà les avenues moins conventionnelles.

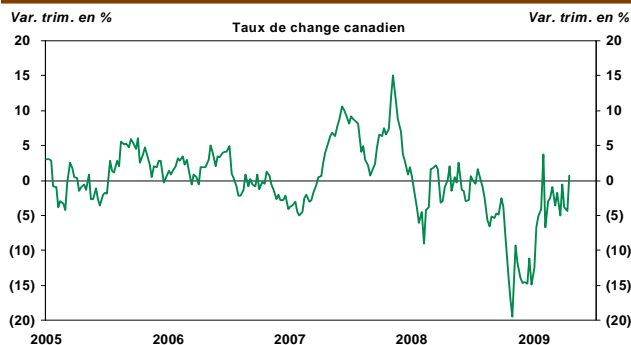
Prévisions : À court terme, le dollar canadien est à risque. L'adoption d'une politique quantitative pourrait ramener temporairement la paire USD/CAD à se rapprocher de 1,30 \$ CAN. La consolidation des prix des matières premières devrait lui permettre d'éviter le pire, mais, en raison de la généralisation du ralentissement économique, il faut rester prudent.

Dollar canadien et tendance



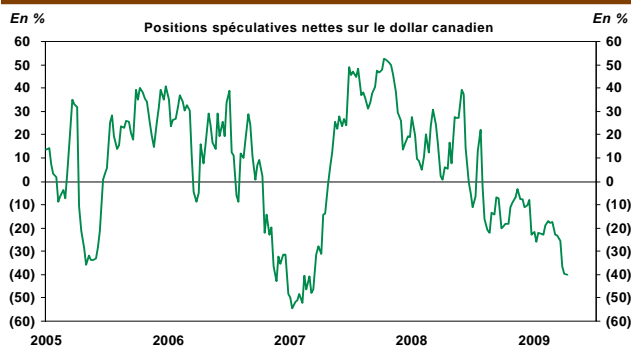
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Dollar canadien : momentum



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Dollar canadien : positions spéculatives nettes



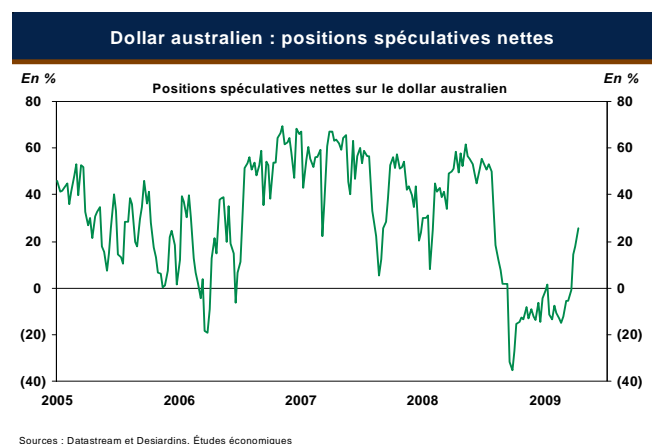
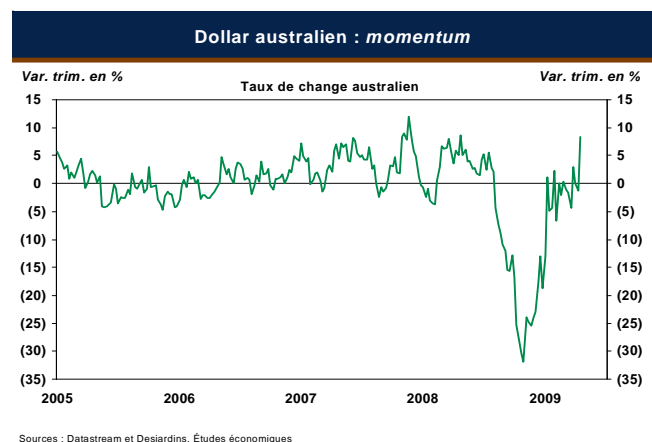
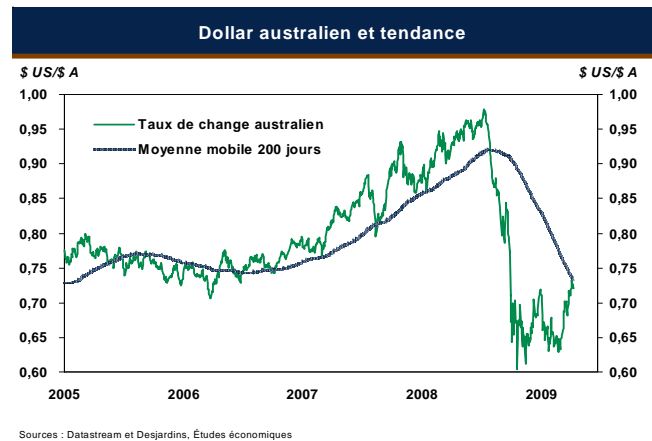
Sources : Chicago Mercantile Exchange et Desjardins, Études économiques

DOLLAR AUSTRALIEN (AUD)

Le rebond n'ira sans doute pas beaucoup plus loin pour l'instant

- Le dollar australien a atteint un sommet de six mois le 13 avril dernier à 0,7326 \$ US. On peut affirmer que la devise australienne remonte de loin, considérant qu'elle valait à peine plus de 0,60 \$ US à la fin du mois d'octobre 2008 alors que la crise financière était à son paroxysme et que les cours des matières premières continuaient à s'effondrer. Les causes de ce rebond sont multiples. Les prix des ressources se sont stabilisés, l'aversion pour le risque s'estompe graduellement et la tendance du dollar américain a plutôt été à la baisse vis-à-vis des autres devises ces dernières semaines. Le fait que l'économie australienne soit moins enlisée dans la crise et ne nécessite pas une politique monétaire aussi détendue que dans d'autres pays industrialisés ajoute un support supplémentaire.
- Sur une base de marché, le *momentum* est très élevé, témoignant de la vitesse à laquelle la devise s'est appréciée, mais les positions spéculatives nettes n'indiquent pas de surenchère. Le rebond du dollar australien repose essentiellement sur une amélioration de ses bases fondamentales (prix des matières premières), et, à moins d'un changement de celles-ci, les risques de correction sont minimes.
- Le PIB réel australien s'est replié de 0,5 % au quatrième trimestre de 2008. L'économie souffre de la diminution de la demande mondiale pour les produits de base. La perte de confiance des ménages et des entreprises, de même que les baisses marquées de la richesse et du crédit pèsent aussi négativement dans la balance. Le marché de l'emploi se détériore : le taux de chômage a atteint 5,7 % en mars alors qu'il se situait à 4 % un an plus tôt. Même si la situation n'est pas aussi dramatique qu'ailleurs, le gouvernement australien a mis en place des mesures de soutien économique totalisant plus de 50 G\$ A (environ 4 % du PIB), qui accéléreront la reprise.
- L'inflation demeure plus problématique en Australie avec un taux annuel de 3,7 % enregistré au quatrième trimestre de 2008, et il paraît de moins en moins nécessaire de poursuivre l'assouplissement monétaire. Les autorités monétaires sont demeurées sur les lignes de côté en mars, mais elles ont choisi d'abaisser d'un autre 25 points de base le principal taux d'intérêt directeur en avril pour le porter à 3 %. Les taux d'intérêt plus élevés en Australie profitent à la devise qui était d'ailleurs très primée dans les opérations de portage avant que la crise financière n'éclate.

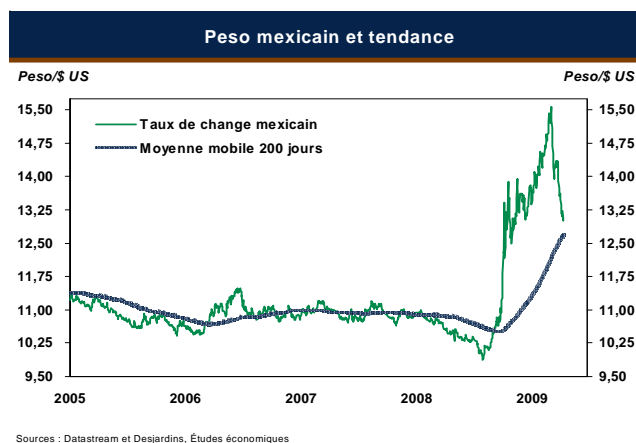
Prévisions : Plusieurs facteurs contribuent au rebond du dollar australien. Il lui sera néanmoins difficile de poursuivre dans cette direction au cours des prochains mois en raison de la force du billet vert et des faibles probabilités de voir les cours des produits de base remonter rapidement.



PESO MEXICAIN (MXN)

Le peso faiblit davantage

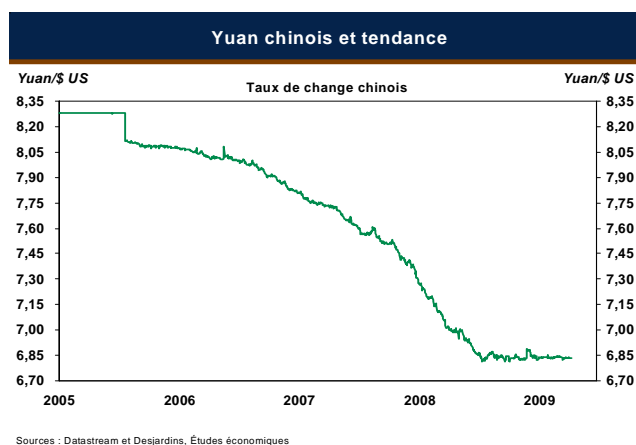
- Le peso a connu un rebond sans précédent au cours des dernières semaines. La paire USD/MXN est passée d'un haut de 15,58 pesos le 9 mars dernier à près de 13 pesos à la mi-avril, générant un gain de 19,75 % pour la devise mexicaine.
- Cela reflète en partie le rallye des marchés des pays émergents depuis plus d'un mois en lien avec une stabilisation du système financier mondial et des effets de la demande de matières premières en provenance de la Chine.
- Le rebond récent appelle à la prudence. Le ralentissement américain est loin d'être réglé, et les effets sur l'économie du Mexique vont continuer à se faire sentir d'ici la deuxième moitié de 2009. Entre autres, cela pourrait conduire à d'autres baisses de taux de la part de la Banque du Mexique, une situation défavorable au peso.



YUAN CHINOIS (CNY)

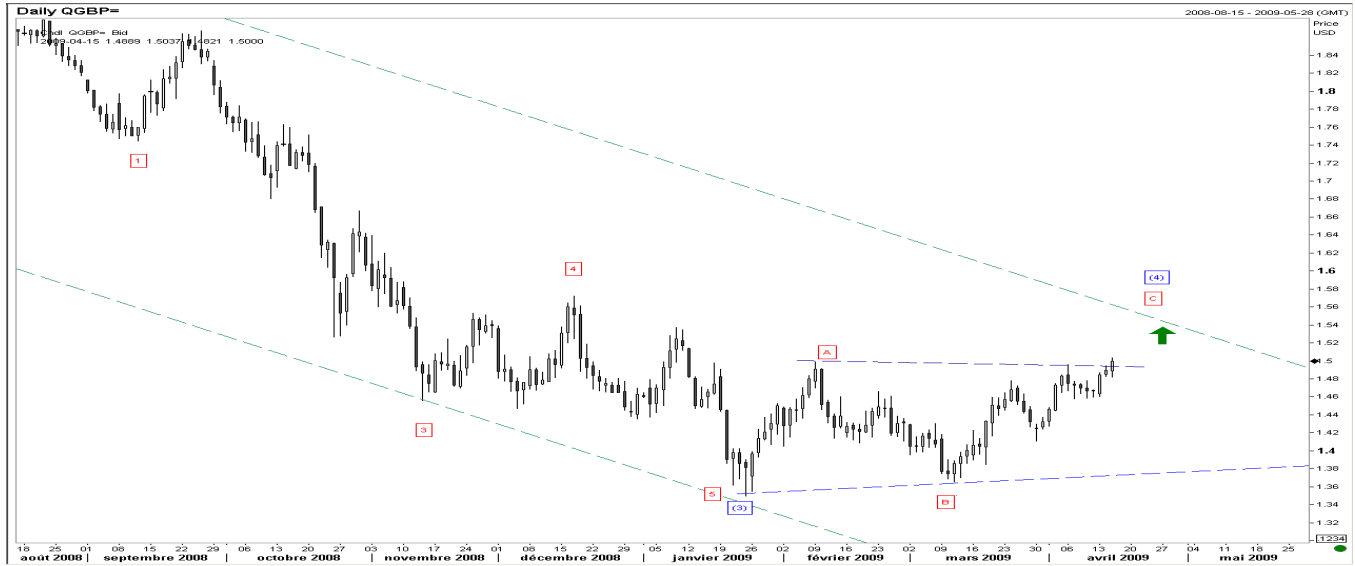
Pas de changement en vue d'ici la fin de 2009

- La politique chinoise à l'égard du yuan est au beau fixe depuis l'été dernier en raison du contexte économique et financier difficile. La poursuite de la réévaluation de la devise risquerait d'affaiblir davantage le secteur manufacturier de l'empire du Milieu dont la santé repose essentiellement sur la demande extérieure.
- La variation annuelle du PIB réel a été de 6,1 % au premier trimestre de 2009, le pire résultat depuis la fin de 1999. Le changement le plus radical se situe dans la progression des exportations. En variation annuelle, celles-ci étaient en baisse de 25,7 % en février 2009, alors qu'elles étaient en hausse de 21 % en août 2008. Des réductions de taux d'intérêt et un plan de stimulation de près de 600 G\$ US ont été annoncés pour soutenir l'économie. Ces mesures ne seront pas de trop, car la déflation guette aussi la Chine. Le taux d'inflation est d'ailleurs tombé en zone négative à -1,6 % en février.
- À défaut d'une reprise de l'économie mondiale, le taux de change chinois sera maintenu près des 6,85 yuans/\$ US jusqu'à la fin de l'année, ignorant ainsi les pressions exercées par la communauté internationale. Toutefois, l'appréciation du dollar américain se traduira par un mouvement proportionnel du yuan vis-à-vis des autres devises.



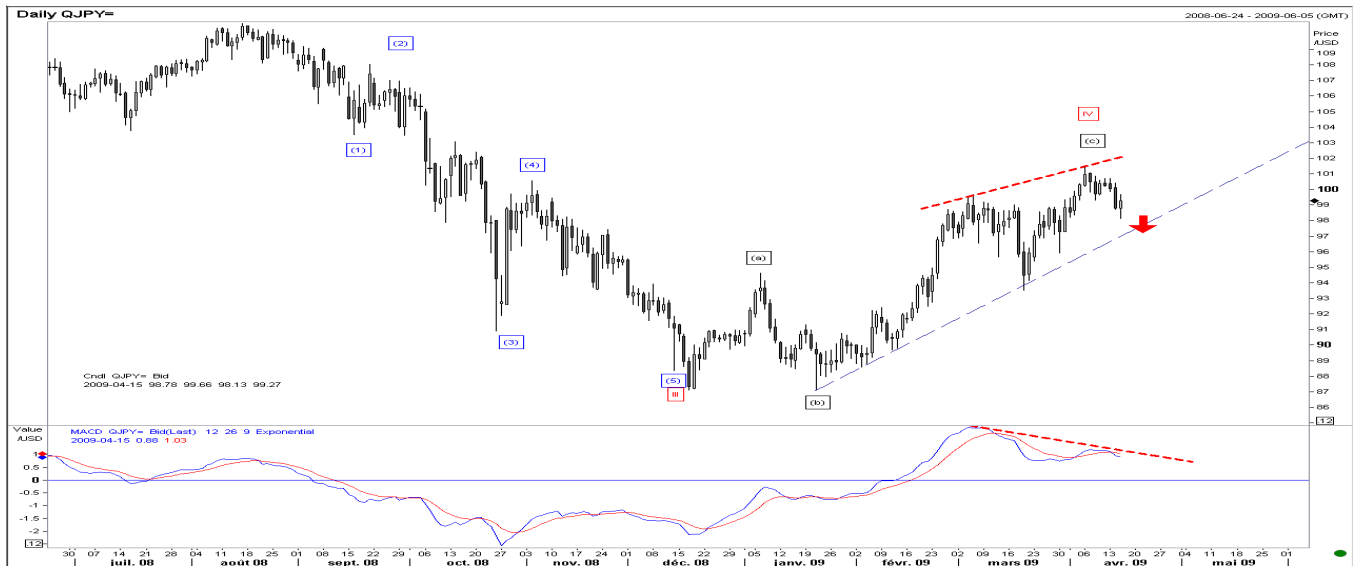
GBP/USD

La livre sterling n'a pas fini sa correction haussière contre le dollar américain et elle pourrait poursuivre sa montée jusqu'à 1,57/1,60. Une fois ce rallye complété, la paire reprendra sa tendance baissière à long terme.



USD/JPY

Une divergence entre le taux USD/JPY et la *momentum* nous amène à adopter une approche plus négative sur la paire. Pour le moment, la moyenne mobile 200 jours et un retracement fibo de 50 %, tous deux à 98,89, limitent les dégâts sur la paire. Toutefois, un bris à la baisse de 97,50 augmenterait notre confiance par rapport à ce scénario. Un retour au-dessus de 101,75 invaliderait cette opinion négative.



Sébastien Martel
Caisse centrale Desjardins

Tableau 1 Marché des devises : rendements

Pays – Devises*	Rendement en % sur					Dernières 52 semaines		
	Prix spot 19 avr.	1 mois	3 mois	6 mois	1 an	Haut	Moyenne	Bas
Amérique du Nord								
Canada – dollar	1,2155	-1,41	-3,10	2,94	20,24	1,3001	1,1367	0,9831
Canada – (CAD/USD)	0,8227	1,43	3,20	-2,86	-16,83	1,0172	0,8797	0,7692
Mexique – peso	13,2020	-6,14	-5,72	3,28	26,37	15,3835	12,1668	9,9169
Amérique du Sud								
Argentine – peso	3,6813	0,69	6,51	14,73	16,08	3,7185	3,2850	3,0130
Brésil – real	2,1912	-2,70	-6,05	3,07	31,52	2,5935	2,0021	1,5590
Asie								
Chine – yuan renminbi	6,8336	0,12	-0,04	-0,02	-2,31	7,0110	6,8617	6,8119
Corée du Sud – won	1 331,75	-4,67	-2,26	-0,21	33,09	1 570,65	1 230,64	990,75
Hong Kong – dollar	7,7504	-0,02	-0,11	-0,06	-0,56	7,8146	7,7746	7,7500
Inde – roupie	49,7905	-0,94	2,44	2,21	25,24	51,9835	46,3843	39,7555
Japon – yen	99,14	4,86	9,47	-2,46	-4,38	110,54	100,40	87,36
Europe								
Danemark – couronne	5,7125	4,71	0,15	2,86	20,93	5,9827	5,3165	4,6644
Norvège – couronne	6,6945	5,62	-4,26	1,59	32,76	7,2360	6,1058	4,9583
Royaume-Uni – (GBP/USD)	1,4804	1,48	1,94	-14,20	-25,87	2,0069	1,6945	1,3669
Russie – rouble	33,4685	0,62	0,87	27,20	42,20	36,3638	27,7704	23,1169
Suède – couronne	8,4505	6,04	1,59	14,00	41,83	9,3156	7,2241	5,8368
Suisse – franc suisse	1,1652	4,18	3,01	2,78	13,64	1,2247	1,1085	1,0048
Zone euro – (EUR/USD)	1,3044	-4,99	-0,82	-3,03	-17,08	1,5979	1,4113	1,2449
Pacifique Sud								
Australie – (AUD/USD)	0,7219	4,97	8,38	4,56	-22,72	0,9786	0,7629	0,6036
Nouvelle-Zélande – (NZD/USD)	0,5679	1,98	6,01	-7,31	-28,19	0,7976	0,6256	0,4924

* Par rapport au dollar américain, sauf si contre-indiqué.

Note : Tableau des devises en date de la fermeture de la journée précédente.

Tableau 2 Marché des devises : historique et prévisions

Fin de période	2008		2009				2010			
	T3	T4	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Dollar américain										
Dollar canadien (USD/CAD)	1,0630	1,2189	1,2630	1,2500	1,1628	1,1364	1,1111	1,0870	1,0526	1,0000
Euro (EUR/USD)	1,4047	1,3901	1,3277	1,2600	1,2800	1,3000	1,3250	1,3580	1,3910	1,4240
Livre sterling (GBP/USD)	1,7825	1,4378	1,4334	1,4500	1,5500	1,6000	1,6500	1,7000	1,7500	1,8000
Yen (USD/JPY)	106,00	90,74	98,91	100,00	102,00	105,00	105,00	105,00	100,00	98,00
Dollar australien (AUD/USD)	0,7700	0,6500	0,6910	0,7200	0,7500	0,7800	0,8000	0,8400	0,8700	0,9000
Peso mexicain (USD/MXN)	10,80	12,50	14,17	12,00	11,50	11,00	11,00	11,00	11,00	11,00
Yuan chinois (USD/CNY)	6,82	6,82	6,83	6,80	6,70	6,60	6,40	6,25	6,00	6,00
Dollar effectif* (73 = 100)	76,13	79,41	83,23	81,00	79,00	77,00	77,00	75,00	73,00	72,00
Dollar canadien										
Dollar américain (CAD/USD)	0,9407	0,8204	0,7918	0,8000	0,8600	0,8800	0,9000	0,9200	0,9500	1,0000
Euro (EUR/CAD)	1,4931	1,6943	1,6769	1,5750	1,4884	1,4773	1,4722	1,4761	1,4642	1,4240
Livre sterling (GBP/CAD)	1,8947	1,7525	1,8103	1,8125	1,8023	1,8182	1,8333	1,8478	1,8421	1,8000
Yen (CAD/JPY)	99,71	74,44	78,31	80,00	87,72	92,40	94,50	96,60	95,00	98,00
Dollar australien (AUD/CAD)	0,8185	0,7923	0,8727	0,9000	0,8721	0,8864	0,8889	0,9130	0,9158	0,9000
Peso mexicain (CAD/MXN)	10,16	10,26	11,22	9,60	9,89	9,68	9,90	10,12	10,45	11,00
Yuan chinois (CAD/CNY)	6,42	5,60	5,41	5,44	5,76	5,81	5,76	5,75	5,70	6,00

p : prévisions; * Pondéré par les échanges commerciaux avec les principaux partenaires des États-Unis.

Sources : Datastream, Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques