

À quand le retour aux variables fondamentales pour le billet vert? La Banque du Canada doit-elle intervenir pour limiter l'appréciation du dollar canadien?

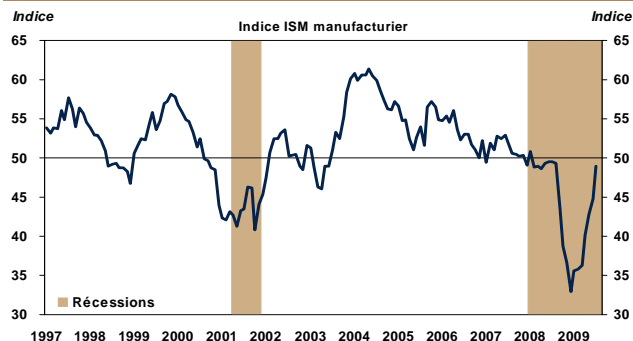
FAITS SAILLANTS

- **Éditorial** : Nous maintenons notre scénario selon lequel il n'y aura pas de correction désordonnée du dollar américain. Le pessimisme à l'égard de la devise est en tout point exagéré, et les conditions actuelles semblent même plus conformes à un retour aux variables fondamentales.
- La Banque du Canada (BdC) peut intervenir sur le marché de change si les fluctuations extrêmes mettent en péril la croissance économique. Toutefois, il est peu probable que la BdC soit capable de contrebalancer les effets de la montée des prix de l'énergie sur le huard. Si elle n'est pas intervenue lorsque la paire USD/CAD a glissé à un creux historique de 0,9059 \$ CAN (1,10 \$ US) le 7 novembre 2007, alors que tout portait à croire que le marché du pétrole était soumis à une spéculation excessive, tout espoir d'intervention de la part de la BdC, maintenant, semble un vœu pieux.
- **USD/CAD** : À très court terme, l'engouement pour le dollar canadien pourrait s'atténuer, mais la reprise anticipée de la demande pour les matières premières va continuer à soutenir le dollar canadien.
- **EUR/USD** : À court terme, l'euro devrait continuer d'évoluer entre 1,40 \$ US et 1,45 \$ US. Par la suite, la devise eurolandaise risque d'être désavantagée par une relance économique moins soutenue dans la zone, qui pourrait inciter la BCE à maintenir son taux directeur plus longtemps à son plancher.
- **GBP/USD** : Malgré des signes de relance de l'économie britannique, tout indique que la BoE attendra longtemps avant de remonter son taux directeur. La livre risque ainsi d'évoluer près du niveau actuel pour plusieurs mois.
- **USD/JPY** : Les fluctuations du yen risquent de continuer d'être grandement influencées par le sentiment des investisseurs. La tendance de moyen terme sera une dépréciation pour le yen, à notre avis, alors que la reprise économique risque d'être particulièrement faible au Japon et que rien n'annonce un resserrement de la politique monétaire.

Éditorial

L'amélioration continue des statistiques économiques a exercé des pressions sur le dollar américain au cours des derniers mois. Après un mois de juin caractérisé par un retour du balancier sur plusieurs fronts, les résultats de juillet, plus particulièrement en ce qui a trait au rallye boursier et au rapprochement de la barre de 50 de l'indice ISM manufacturier (graphique 1), ont favorisé un appétit renouvelé pour le risque, incitant les investisseurs à délaisser les valeurs refuges.

Graphique 1 – L'indice ISM indique que l'activité manufacturière pourrait bientôt recommencer à croître aux États-Unis



Sources : Institute for Supply Management et Desjardins, Études économiques

TABLE DES MATIÈRES

Éditorial	1
Euro	5
Livre sterling	6
Yen	7
Dollar canadien	8
Dollar australien	9
Peso mexicain	10
Yuan chinois	10
Tableaux	11

François Dupuis

Vice-président et économiste en chef

Mathieu D'Anjou
Économiste senior

Martin Lefebvre
Économiste principal

Yves St-Maurice

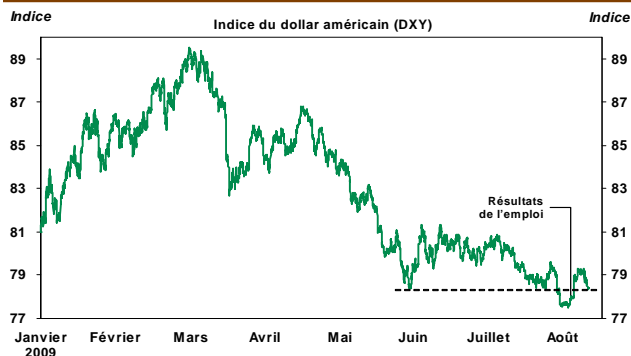
Directeur et économiste en chef adjoint

Hendrix Vachon
Économiste

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

Dans cette foulée, l'indice du billet vert a atteint un récent creux de 78 au cours de la première semaine du mois d'août, avant de reprendre un peu du terrain perdu à la suite du rapport favorable sur l'emploi de juillet (graphique 2). Les résultats de l'emploi revêtent une importance particulière pour l'évolution prochaine des devises.

Graphique 2 – À quand le retour aux variables fondamentales pour le billet vert?



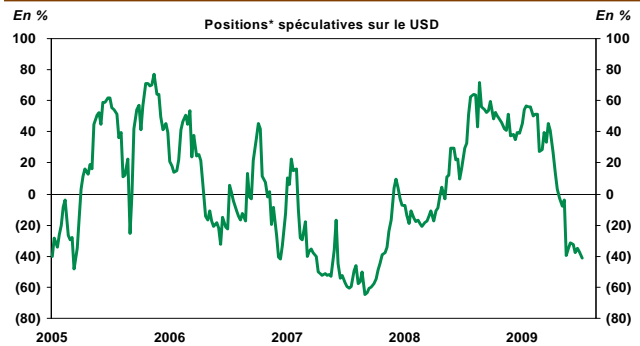
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

De façon générale, il semble paradoxal qu'une amélioration des statistiques économiques américaines entraîne des pressions baissières sur le billet vert. C'est que, dans le contexte actuel de lendemain de crise, la remise sur pied des États-Unis favorise un retour de l'appétit pour le risque et, par ricochet, une moins grande nécessité pour les valeurs refuges. Toutefois, les plus récents résultats de l'emploi changent en partie la donne en ce qui a trait à l'évolution anticipée des devises. La raison est qu'une reprise plus rapide de l'emploi, un indicateur habituellement retardé sur le cycle économique, pourrait inciter la Réserve fédérale (Fed) à hausser ses taux directeurs plus rapidement que prévu. Or, comme peu de changements sont anticipés pour l'Europe, cela aurait pour effet de rétrécir l'écart des taux d'intérêt entre les États-Unis et la zone euro, une situation favorable au billet vert.

Par conséquent, nous maintenons notre scénario selon lequel il n'y aura pas de correction désordonnée du dollar américain. Le pessimisme à l'égard de la devise est en tout point exagéré (graphique 3), et les conditions actuelles semblent même plus conformes à un retour aux variables fondamentales. À cet effet, l'indicateur avancé laisse indéniablement présager une reprise en bonne et due forme (graphique 4), ce qui pourrait se traduire par une correction à la hausse du billet vert au cours des prochains mois. Toutefois, les conditions semblent plus en place pour une consolidation.

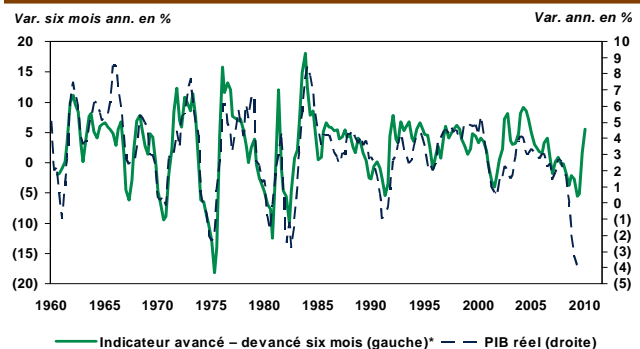
Certes, l'emploi se détériore à un rythme de moins en moins rapide, mais il reste bon nombre de difficultés à surmonter avant de renouer avec une création nette d'emplois. Les

Graphique 3 – Le pessimisme sur le billet vert prend des proportions de plus en plus élevées



* Positions non commerciales nettes.
Sources : Chicago Mercantile Exchange et Desjardins, Études économiques

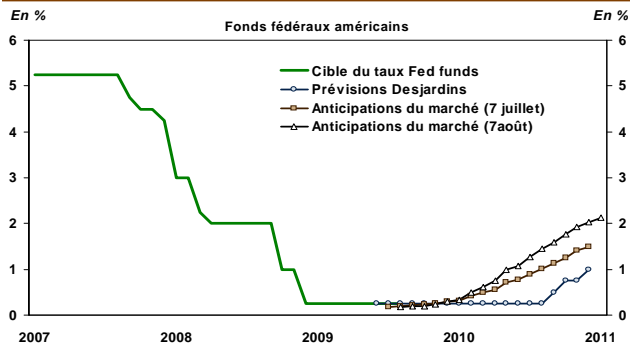
Graphique 4 – L'économie américaine est sur le point de renouer avec la croissance



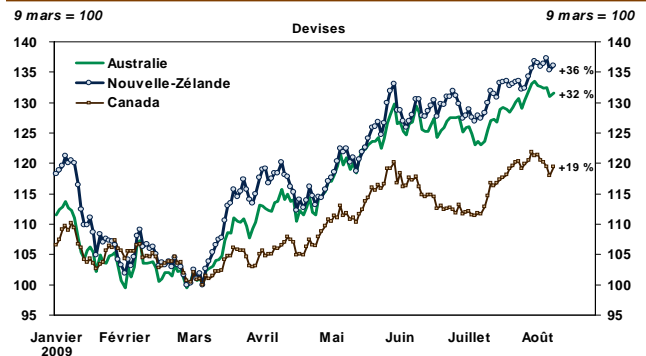
* Le dernier point suppose que le niveau du troisième trimestre est inchangé par rapport à juin.
Sources : ConferenceBoard, Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

conditions de crédit demeurent serrées, les banques sont encore réticentes à accorder des prêts, et les consommateurs sont prudents. L'immobilier résidentiel semble se stabiliser, quoique les stocks élevés de maisons invendues vont limiter les mises en chantier; tandis que l'immobilier commercial est en déroute. Par conséquent, la situation demeure encore compatible avec une détérioration du marché de l'emploi. Le taux de chômage s'est amélioré en juillet (de 9,5 % à 9,4 %), mais cela reflète uniquement une baisse de la population active qui se décourage de chercher un emploi en vain. Dans ces conditions, il est prématuré de parler de hausse des taux directeurs. Depuis le rapport sur l'emploi de juillet, le marché s'est remis à escompter des hausses pour la fin de l'année (graphique 5 à la page 3), mais la Fed a l'habitude de prendre plus d'un an après que le taux de chômage ait plafonné avant d'entreprendre un cycle de resserrement monétaire (graphique 6 à la page 3).

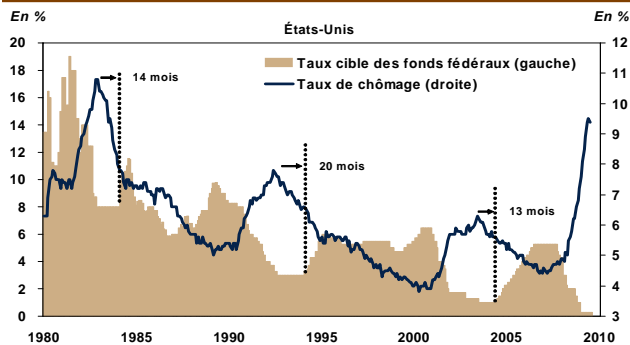
Par ailleurs, la désinflation des prix excluant l'énergie est aussi préoccupante. Avec les consommateurs sur les lignes de côté, l'utilisation des capacités de production est tombée à un creux de 68 % cet été. Par conséquent, l'inflation en provenance de la demande est quasi inexistante. Même son

Graphique 5 – Les marchés anticipent un resserrement plus précoce de la politique monétaire américaine


Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Graphique 7 – Fort rebond des devises liées à l'évolution des matières premières


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 6 – La Fed ne monte généralement pas ses taux tant que le marché du travail ne s'améliore pas significativement


Sources : Bureau of Labor Statistics, Datastream et Desjardins, Études économiques

de cloche du côté des salaires : avec le taux de chômage à un sommet de plus de 25 ans, la rémunération hebdomadaire a crû à un rythme moyen le plus faible jamais enregistré au cours des trois derniers mois. L'accroissement de la masse monétaire pourrait être un peu plus problématique si elle se traduisait par une création de nouvel argent, mais, dans l'immédiat, les conditions ne sont pas en place pour que les banques prêtent davantage. Par ailleurs, la Fed a déjà émis des stratégies possibles de sortie pour éponger l'assouplissement quantitatif des derniers trimestres.

LA BANQUE DU CANADA S'ATTAQUERA-T-ELLE À LA VITALITÉ DU HUARD?

Les devises liées à l'évolution des matières premières ont le plus bénéficié de l'amélioration du contexte économique et financier américain et mondial. En ce qui nous concerne, cela s'est traduit par une appréciation de 19 % du dollar canadien depuis le creux de mars dernier. Quoique justifiable en partie par l'évolution des prix du pétrole (graphique 7), la hausse du dollar canadien reflète aussi un mouvement spéculatif sur les matières premières et la baisse généralisée du billet vert.

Cette poussée du huard est préoccupante au sens où elle constitue un risque, à la fois sur la reprise de l'économie canadienne et sur l'inflation. Dans son dernier *Rapport sur la politique monétaire* (juillet 2009), la Banque du Canada (BdC) a indiqué que « l'appréciation du dollar canadien, ainsi que la restructuration en cours dans d'importants secteurs d'activité, modère de façon notable le rythme global de l'expansion. Une vigueur et une volatilité accrues du dollar canadien représentent un important risque à la baisse pour la production et l'inflation ».

Depuis septembre 1998, jamais la BdC n'est intervenue directement, c'est-à-dire autre que par persuasion morale, sur le marché des changes afin de limiter les fluctuations de la paire USD/CAD, mais les déclarations récentes du ministre des Finances canadien, Jim Flaherty, pointent en cette direction :

« We are concerned with any rapid changes in the valuation of the Canadian currency vis-à-vis the U.S. currency. There are some steps that could be taken to dampen that if there is from time to time indications of some speculation in the Canadian currency which would not be justified in market terms ».

En théorie, il est plus facile de déprécier une devise flottante que de la supporter. Pour la soutenir, une banque centrale doit se départir de ses réserves internationales afin de racheter la monnaie locale sur les marchés étrangers. Les réserves s'épuisent rapidement, et l'effet de toute intervention s'annonce éphémère. À l'inverse, les moyens pour déprécier une devise, ou limiter son appréciation, sont quasi illimités. Puisqu'il s'agit ici d'accumuler des devises en vendant la monnaie locale, les réserves internationales peuvent être facilement doublées et même triplées.

C'est un peu l'avenue qu'a choisie la Banque nationale suisse (BNS) au cours des derniers mois. Le 12 mars dernier, la BNS rapportait :

« La situation économique s'est fortement détériorée depuis décembre dernier et l'inflation risque d'être négative au cours des trois prochaines années. Ces circonstances requièrent un relâchement résolu des conditions monétaires. La Banque nationale suisse a donc décidé de provoquer une nouvelle baisse des taux d'intérêt et d'empêcher une appréciation supplémentaire du franc face à l'euro. À cette fin, elle augmentera substantiellement la liquidité par le canal des opérations repos, par l'acquisition d'obligations en francs suisses de débiteurs privés et par l'achat de devises sur les marchés des changes ».

En se servant des recettes de la vente de ses propres titres libellés en dollars américains pour dévaluer le franc suisse par rapport à l'euro, la BNS a fait passer la valeur de ses réserves internationales de 43,3 G\$ US à la fin de février à 75,3 G\$ US à la fin de juin, selon le Fonds monétaire international (FMI).

La réaction initiale des marchés a été vive, le franc se dépréciant de 5 % pendant la seule journée du 12 mars (graphique 8). L'effet a toutefois été éphémère, la paire EUR/CHF passant de 1,54 franc à la mi-mars à environ 1,50 franc à la mi-juin. Le franc suisse s'est quelque peu déprécié depuis, mais il reste nettement supérieur (environ 7 %) à son niveau d'il y a un an.

Graphique 8 – L'effet de la politique monétaire de la BNS sur le franc suisse a été éphémère



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

À notre avis, ces résultats mitigés sont la preuve même que la BdC ne devrait pas intervenir pour limiter la montée du huard. D'abord, il n'est pas clair que la dépréciation ou plutôt la stabilisation du franc suisse soit uniquement le résultat de leur politique monétaire. Le franc suisse avait été prisé

durant la crise financière pour son rôle de valeur refuge. Or, l'amélioration des conditions économiques et financières a fait que la demande s'est renversée d'elle-même. À l'inverse, il est peu probable que la BdC soit capable de contrebalancer les effets de la montée des prix de l'énergie sur le huard. Il faut par ailleurs se demander s'il serait souhaitable que la BdC s'y essaie. Celle-ci a abandonné sa politique systématique d'intervention en 1998 parce qu'elle jugeait alors que les interventions visant à contrer les mouvements causés par des changements dans les facteurs fondamentaux étaient inefficaces. Or, il n'est pas facile de distinguer les sources d'appréciation propres au huard (type 1), comme la hausse des prix des matières premières, de celles extérieures au huard (type 2), comme la dépréciation généralisée du billet vert ou la spéculation.

Le Canada a maintenant une politique discrétionnaire d'intervention à utiliser uniquement dans des circonstances exceptionnelles. Selon la BdC :

« Le gouvernement pourrait envisager d'intervenir en cas de défaillance sérieuse à court terme du marché du dollar canadien témoignant d'un grave manque de liquidité (par exemple au cours d'une période où les prix sont extrêmement volatils et où tant les acheteurs que les vendeurs désertent graduellement le marché). Une intervention pourrait aussi être considérée si des fluctuations extrêmes (à la hausse ou à la baisse) de la monnaie nationale mettaient sérieusement en péril les conditions nécessaires à une croissance soutenue de l'économie canadienne à long terme et que l'objet de l'intervention serait de contribuer à stabiliser le cours de la monnaie et de signaler que les autorités sont prêtes à recourir à d'autres mesures au besoin. »

Or, si la BdC n'est pas intervenue lorsque la paire USD/CAD a glissé à un creux historique de 0,9059 \$ CAN (1,10 \$ US) le 7 novembre 2007, alors que tout portait à croire que le marché du pétrole était soumis à une spéculation excessive, il est peu probable qu'elle intervienne aujourd'hui.

En juin, elle se disait préoccupée par la montée du dollar alors que ses prévisions avaient été faites à partir d'un huard à 80 ¢ US (en avril). Mais, en dépit de l'appréciation de la devise, la BdC a tout de même révisé à la hausse ses prévisions lors de son exercice de juillet. Par conséquent, tout espoir d'intervention de la part de la BdC semble un vœu pieux.

François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

Martin Lefebvre
Économiste principal

EURO (EUR)

L'euro pourrait être désavantagé par une reprise plus lente dans la zone

- Le regain de confiance des investisseurs a favorisé l'euro au cours des derniers mois alors que l'attrait du dollar américain comme valeur refuge a diminué. Après avoir consolidé ses gains en juin et au début de juillet, la paire EUR/USD a repris sa progression pour atteindre 1,4416 \$ US au début du mois d'août, un sommet depuis le début de l'année et un gain d'environ 15 % depuis la mi-février. La publication de bonnes statistiques économiques aux États-Unis et le retour de certaines inquiétudes ont toutefois profité au billet vert au cours des derniers jours et ont fait redescendre l'euro près de 1,40 \$ US.
- Après avoir atteint des niveaux extrêmes au début du mois de juin, le *momentum* de l'euro est redescendu récemment. Les positions spéculatives nettes sur la devise eurolandaise sont positives et ont augmenté au cours des derniers mois, sans toutefois atteindre encore des niveaux qui pourraient annoncer une correction imminente. Dans l'ensemble, les indicateurs de marchés ne laissent donc pas entrevoir de mouvements techniques importants de l'euro.
- La récession s'est poursuivie en zone euro au printemps, mais à un rythme beaucoup plus faible, alors que le PIB réel de la zone a reculé de 0,1 %, après une chute brutale de 2,5 % en début d'année. La remontée importante des indices de confiance et des indicateurs d'activité laisse entrevoir que la situation continue de s'améliorer. Les nouvelles sont particulièrement encourageantes en Allemagne, où les commandes manufacturières et les exportations ont rebondi en juin.
- Bien qu'elle note certains développements positifs, la Banque centrale européenne (BCE) se montre prudente quant aux espoirs de reprise économique. Il faut dire que les conditions de crédit demeurent difficiles en zone euro. Dans le communiqué de la rencontre du 6 août, elle déclarait « *Recent data releases and survey information still suggest that economic activity over the remainder of this year is likely to remain weak, although the pace of contraction is clearly slowing down* ». Après une période de stabilisation, un retour progressif de la croissance économique n'est prévu que quelque part en 2010. Ce scénario économique prudent et les pressions inflationnistes très faibles, alors que la variation annuelle des prix est de -0,7 % en juillet, laissent entrevoir que le taux directeur demeurera inchangé pour encore plusieurs mois.

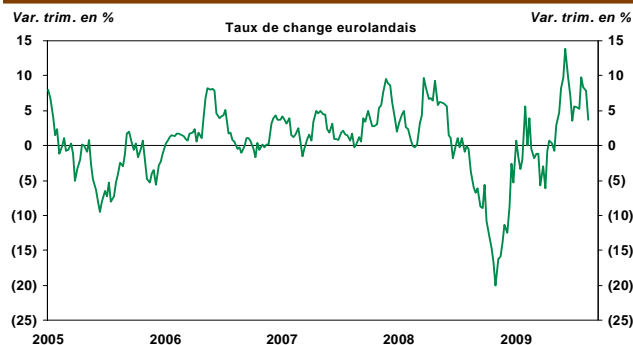
Prévisions : La période d'appréciation de l'euro découlant de l'apaisement des tensions financières pourrait tirer à sa fin. La performance relative des économies et les mouvements des taux d'intérêt pourraient redevenir les principaux facteurs affectant les devises. À court terme, l'euro devrait continuer d'évoluer entre 1,40 \$ US et 1,45 \$ US. Par la suite, la devise eurolandaise risque d'être désavantagée par une relance économique moins soutenue dans la zone, qui pourrait inciter la BCE à maintenir son taux directeur plus longtemps à son plancher.

Euro et tendance



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Euro : momentum



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Euro : positions spéculatives nettes



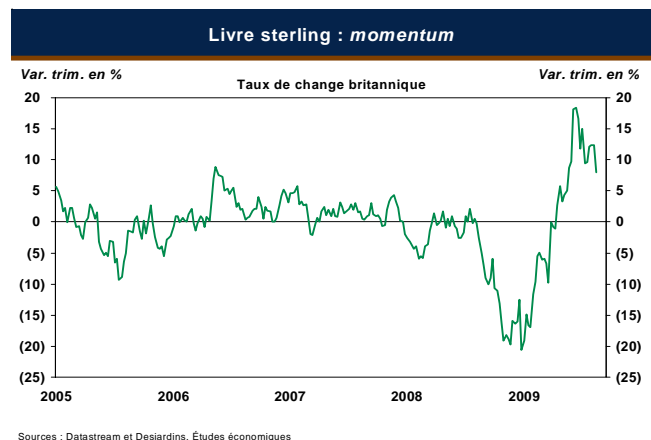
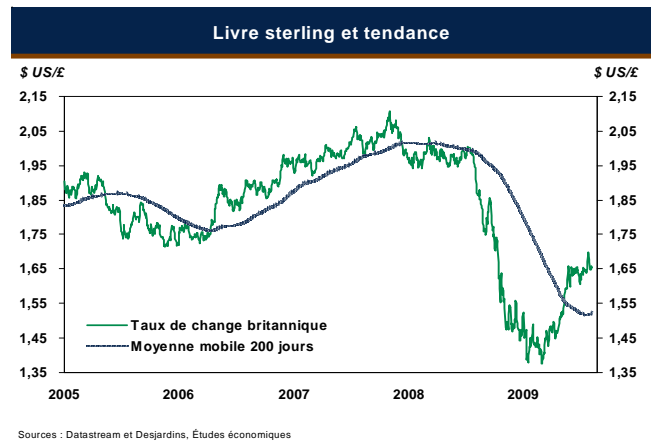
Sources : Chicago Mercantile Exchange et Desjardins, Études économiques

LIVRE STERLING (GBP)

Les actions de la Banque d'Angleterre freinent l'appréciation de la livre

- La livre sterling, dont la valeur s'était effondrée l'an dernier lorsque la crise financière a pris une tournure dramatique, a grandement profité de l'apaisement des tensions financières depuis quelques mois. Après une période de consolidation, la livre a bondi, au début du mois d'août, au-dessus de 1,70 \$ US, un gain de plus de 25 % par rapport à son creux de janvier dernier. La livre s'est aussi appréciée par rapport à l'euro alors que la paire EUR/GBP est passée de près de la parité en début d'année à environ 0,85 £ aujourd'hui. Le regain de vigueur du billet vert et la décision de la Banque d'Angleterre (BoE) d'augmenter son programme de politique quantitative ont cependant fait redescendre la livre sous 1,65 \$ US au cours des derniers jours.
- Les gains importants de la livre au cours des derniers mois ont poussé le *momentum* de cette devise à un niveau élevé qui pourrait indiquer un certain risque de correction technique. Les positions spéculatives sur la devise demeurent toutefois légèrement négatives, un signal moins inquiétant.
- En plus d'être une des grandes bénéficiaires des baisses des tensions financières à cause de l'importance du secteur financier britannique, la livre a été avantagée par des statistiques économiques encourageantes au Royaume-Uni. En particulier, l'indice des directeurs d'achat du secteur manufacturier annonce un retour de la croissance dans ce secteur, et de plus en plus de signes montrent une relance du secteur immobilier.
- La BoE demeure toutefois prudente par rapport aux signes de reprise et continue à se montrer inquiète du ralentissement important de la croissance de la masse monétaire et des conditions de crédit restrictives. Dans son rapport sur l'inflation d'août, elle juge que l'activité pourrait se stabiliser à la mi-2009 et qu'elle pourrait renouer par la suite avec la croissance. Cependant : « *Recovery could be slow and protracted* » alors que des ajustements devront être apportés aux bilans des banques, des ménages et des administrations publiques. Le taux d'inflation risque d'être volatil à court terme, mais, à moyen terme, le principal risque est que l'inflation demeure sous la cible de 2 %, et ce, jusqu'à la fin de 2012. Ce scénario d'inflation justifie la décision de la BoE d'augmenter son programme d'achat d'actifs et laisse entrevoir que le taux directeur demeurera très longtemps à son plancher de 0,50 %.

Prévisions : À notre avis, la forte appréciation de la livre pourrait tirer à sa fin. L'apaisement des tensions financières est avancé, et la fin prochaine de la récession est maintenant reflétée dans les marchés. Malgré des signes de relance de l'économie britannique, tout indique que la BoE attendra longtemps avant de remonter son taux directeur. La livre risque ainsi d'évoluer près du niveau actuel pour plusieurs mois.



YEN (JPY)

Le rebond de l'économie nipponne a limité la dépréciation du yen

- La valeur du yen continue d'être fortement influencée par le sentiment des investisseurs. Après avoir diminué légèrement sous les 92 yens au début du mois de juillet, alors que les marchés boursiers connaissaient une légère correction, la paire USD/JPY a repris une tendance haussière lorsqu'un nouveau vent d'optimisme a soufflé sur les marchés. Le yen s'est même déprécié jusqu'à 97,79 yens/\$ US le 7 août, à la suite de la publication de chiffres sur l'emploi meilleurs que prévu aux États-Unis, avant de retourner aux environs de 95 yens.
- La dépréciation du yen depuis la mi-juillet a de nouveau fait passer la paire USD/JPY sous sa moyenne mobile de 200 jours. Si, cette fois, le mouvement ne se renverse pas immédiatement, cela pourrait annoncer que la tendance de long terme d'appréciation du yen tirerait à sa fin. Les autres indicateurs de marché n'envoient pas un message très clair. Le *momentum* du yen et les positions spéculatives nettes sont en ce moment près de zéro.
- En plus de la baisse importante de l'aversion pour le risque, les difficultés de l'économie japonaise ont désavantagé le yen depuis le début de l'année. La récession a été particulièrement sévère pour ce pays tourné vers l'exportation. Les nouvelles économiques se sont toutefois grandement améliorées depuis quelques mois. Après une chute brutale de 11,7 %, à rythme annualisé, au premier trimestre de 2009, l'économie nipponne a progressé de 3,7 % au printemps grâce à un rebond des exportations. Le retour de la demande étrangère se reflète aussi dans la production industrielle qui a enregistré une quatrième croissance consécutive en juin.
- Cependant, rien n'assure que la performance de l'économie japonaise soutiendra longtemps le yen. Le rebond du deuxième trimestre résulte essentiellement d'un retour à la normale du secteur extérieur après une chute spectaculaire. Comme le notait récemment la Banque du Japon (BoJ) : « *domestic private demand is likely to remain relatively weak* » alors que les entreprises demeurent en difficulté et que la situation de l'emploi et du revenu se détériore. Le problème de déflation demeure très sérieux, et la BoJ prévoit que la croissance des prix pourrait être négative sur une longue période. L'économie japonaise risque donc de sous-performer par rapport aux autres grandes économies au cours des prochains trimestres, ce qui devrait exercer des pressions à la baisse sur le yen.

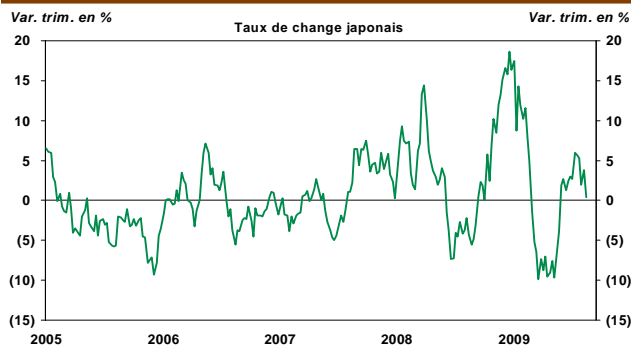
Prévisions : À court terme, les fluctuations du yen risquent de continuer d'être grandement influencées par le sentiment des investisseurs. La tendance de moyen terme sera une dépréciation pour le yen, à notre avis, alors que la reprise économique risque d'être particulièrement faible au Japon et que rien n'annonce un resserrement de la politique monétaire. La paire USD/JPY devrait ainsi remonter progressivement vers les 100 yens/\$ US.

Yen et tendance



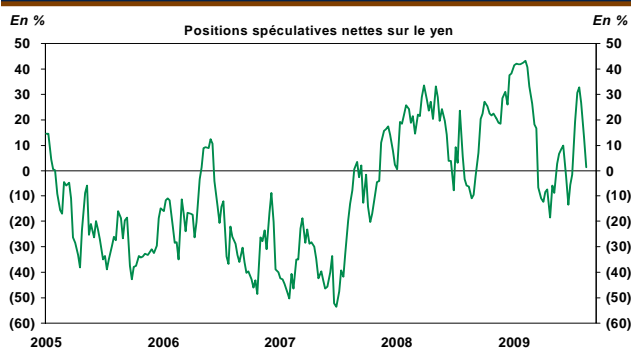
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Yen : momentum



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Yen : positions spéculatives nettes



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

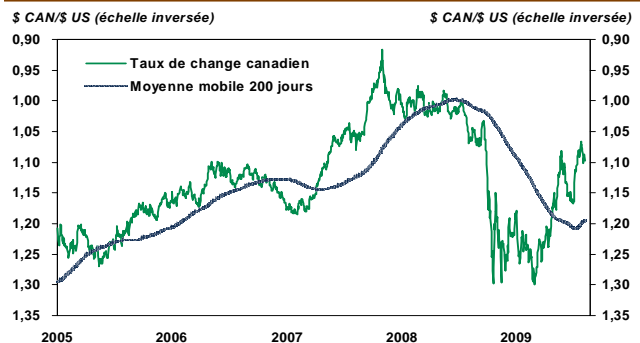
DOLLAR CANADIEN (CAD)

Le huard poursuit sur sa lancée

- Après s'être déprécié comme prévu en mai et en juin, le dollar canadien a profité en juillet de l'atténuation des risques sur les marchés et de l'appréciation des prix des matières premières qui en a résulté. Ainsi, la paire USD/CAD a glissé de 1,1725 \$ CAN, au cours des premières semaines de juillet, à un récent creux de 1,0633, pour un gain de 7 % du huard. L'engouement pour la devise canadienne s'est quelque peu estompé par la suite en parallèle avec un léger repli des cours du brut.
- Sur une base de marché, les indicateurs sont compatibles avec une correction de la devise canadienne. Les positions spéculatives longues s'accroissent à bon train, et le *momentum* a atteint au cours des dernières semaines des niveaux inégalés, quoique tributaires en partie de la vitalité de la paire USD/CAD à la fin de 2008.
- Sur une base fondamentale, les plus récentes statistiques continuent à pointer vers une amélioration continue de l'économie canadienne, quoique aucun gain réel n'ait encore été enregistré. La confiance des ménages s'est rétablie pour un quatrième mois consécutif et s'approche de sa moyenne des 20 dernières années. L'indicateur avancé est maintenant compatible avec une croissance de l'économie dès le troisième trimestre. Toutefois, les 47 000 mises à pied en juillet indiquent que l'économie canadienne montre encore des poches de faiblesse. Outre le marché du travail, les mises en chantier ont largement déçu. Par ailleurs, le cycle de correction des stocks est à peine entamé et continuera à freiner la croissance au cours des prochains trimestres.
- En juillet, la Banque du Canada (BdC) a décidé de laisser son taux directeur, à un creux historique de 0,25 %. Elle maintient par ailleurs son engagement à le maintenir à ce niveau plancher jusqu'en juin 2010. La BdC a revu à la hausse ses prévisions de croissance du PIB canadien pour 2009 et 2010, ce qui est compensé par une modération de la forte progression prévue en 2011. Il ne faut cependant pas voir cela comme un signal d'une remontée prochaine des taux directeurs. La BdC juge que la reprise commence à peine et que des politiques accommodantes demeurent essentielles. De plus, étant donné l'offre excédentaire considérable dans l'économie, l'inflation pourrait demeurer sous la cible de 2 % jusqu'à la mi-2011, et la BdC continue à juger que les risques entourant cette projection sont légèrement prépondérants à la baisse.

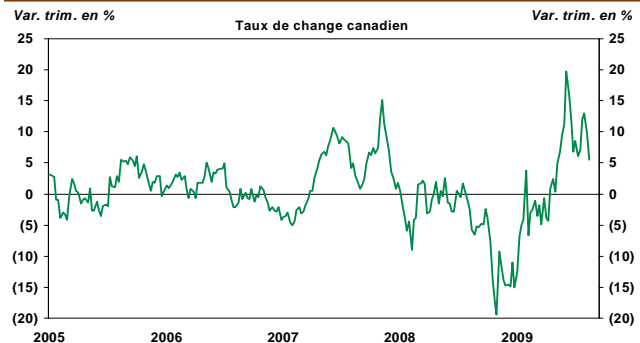
Prévisions : À très court terme, l'engouement pour le dollar canadien pourrait s'atténuer, mais la reprise anticipée de la demande pour les matières premières va continuer à soutenir le dollar canadien.

Dollar canadien et tendance



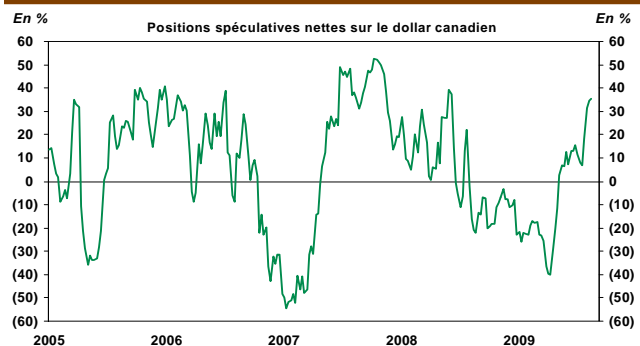
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Dollar canadien : momentum



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Dollar canadien : positions spéculatives nettes



Sources : Chicago Mercantile Exchange et Desjardins, Études économiques

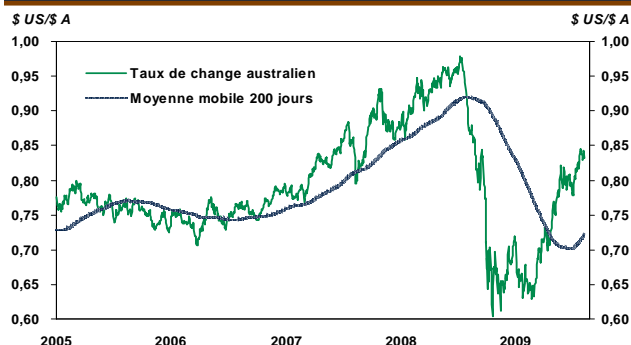
DOLLAR AUSTRALIEN (AUD)

L'Aussie poursuit sur son élan frénétique

- Après s'être stabilisée aux alentours de 0,80 \$ US en juin et au début de juillet, la devise australienne a profité allégrement de l'engouement renouvelé pour le risque sur les marchés. L'Aussie s'est ainsi rapproché de la barre de 0,85 \$ US au cours des premières semaines du mois d'août, ce qui représente un gain de plus de 35 % depuis le 2 février dernier.
- Sur une base technique, le *momentum* est à un niveau élevé, mais le léger repli des dernières semaines pourrait permettre au dollar australien de poursuivre à la hausse. Les positions spéculatives sont élevées et appellent à la prudence, mais les niveaux historiquement compatibles avec une correction importante n'ont pas encore été atteints.
- Sur une base relative, les fondements de l'économie australienne demeurent en bien meilleure position que la plupart des autres économies industrialisées. Après avoir chuté de 2,2 %, à rythme annualisé, au dernier trimestre de 2008, le pays a évité la récession avec un gain de 1,5 % au cours du premier trimestre de 2009. Il est peu probable que la croissance se poursuive au même rythme. Entre autres, les dépenses de consommation (+0,6 %) pourraient diminuer en raison de la détérioration du marché de l'emploi et des effets moins importants en provenance du programme gouvernemental de relance. Néanmoins, le pays reste bien positionné pour bénéficier de la relance chinoise.
- L'évolution présente de l'économie et de l'inflation a incité la Banque de réserve d'Australie à demeurer sur les lignes de côté. Le taux de base est donc inchangé, à 3,00 %, depuis avril dernier. La porte reste ouverte à d'autres baisses de taux au besoin, mais les possibilités sont maintenant très faibles. L'inflation demeure une source de préoccupation pour les autorités monétaires. Si le glissement annuel de l'indice total a chuté à un creux de 1,5 % sous l'effet de la correction des prix des produits de base, les prix hors énergie (+3,9 %) continuent à croître à un rythme supérieur à la fourchette cible de 2 à 3 %.
- Hors de tout doute, l'évolution prochaine du Aussie restera influencée par l'évolution des prix des matières premières. Le retour prochain de la croissance économique aura un impact important sur la demande de produits de base et il devrait soutenir leurs prix. La baisse marquée des tensions financières favorise aussi une appréciation des actifs risqués, comme les actions et les matières premières, et entraîne une dépréciation du dollar américain, un autre développement favorable aux prix des ressources.

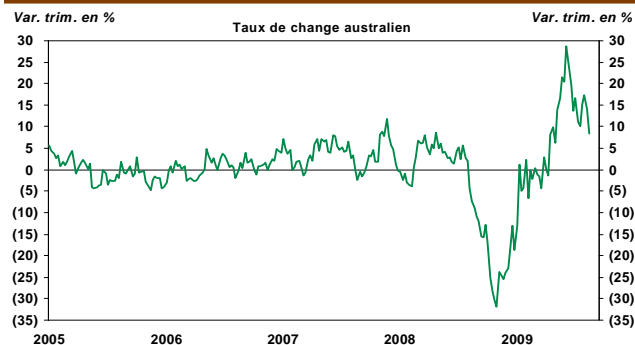
Prévisions : L'engouement pour le dollar australien semble étiré sur plusieurs points, mais, à moins d'un choc négatif important ramenant l'aversion au risque à l'avant-plan, les positions favorables à la reprise économique continueront à trouver preneurs. Dans ces conditions, il ne serait pas surprenant que l'Aussie poursuive sur sa lancée, quoique à un rythme plus modeste.

Dollar australien et tendance



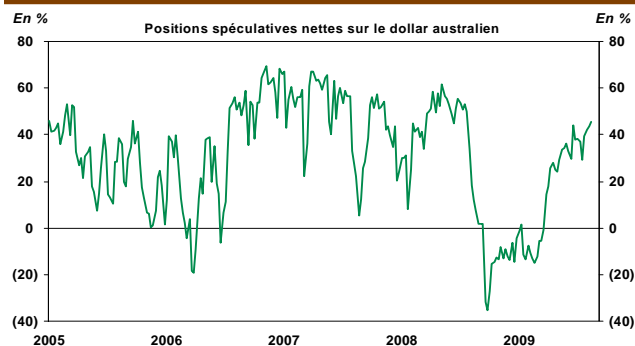
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Dollar australien : momentum



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Dollar australien : positions spéculatives nettes

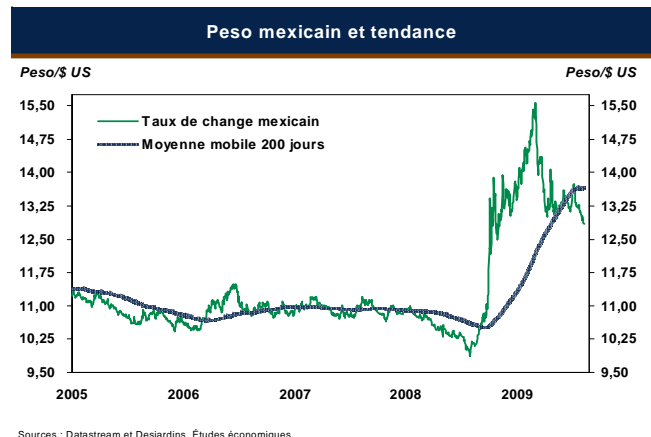


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

PESO MEXICAIN (MXN)

Le peso de retour sur un sentier d'appréciation

- Le peso est demeuré relativement stable au cours des derniers mois. Depuis le rebond spectaculaire qui a fait passer la paire USD/MXN d'un haut de 15,58 pesos, le 9 mars dernier, à près de 13 pesos, à la mi-avril, la devise mexicaine s'est maintenue dans un corridor serré entre 13 et 14 pesos. Le bas de la fourchette a récemment été franchi alors que l'apaisement des risques économiques et financiers a permis au peso mexicain de s'apprécier.
- Le PIB réel a chuté de 8,2 % à rythme annuel au premier trimestre de 2009. Cela reflète en partie une baisse annuelle de près de 14 % de la production manufacturière, dont une diminution de 48 % dans le secteur de l'équipement de transport.
- La Banque du Mexique (BoM) a abaissé son taux directeur de 25 points de base, à 4,50 %, le 17 juillet. L'inflation a été lente à s'ajuster à la baisse de cadence de l'économie. Toutefois, des mesures visant à geler les prix du pétrole et certains prix des services publics, jumelées aux pressions exercées sur les revenus (particulièrement en provenance des transferts des travailleurs mexicains aux États-Unis), devraient permettre d'enclencher une vague de désinflation. La BoM prétend que le cycle de baisse tire à sa fin, mais la porte reste ouverte à une baisse additionnelle.



YUAN CHINOIS (CNY)

Stabilité à l'ordre du jour

- Le yuan est demeuré très stable au cours des quatre derniers mois, mettant fin à une période d'activité volatile. Cette accalmie au sein du marché de change chinois pousse la fin de l'appréciation rapide de la devise à près d'un an.
- Bien qu'à ce niveau les fervents d'un yuan plus fort continuent à décrier l'inégalité commerciale générée par une devise chinoise sous-évaluée, les statistiques démontrent que la Chine a aussi été rabrouée par les difficultés économiques mondiales. Certes, la croissance annuelle du PIB réel a bondi à 7,9 % au deuxième trimestre, mais cela reflète essentiellement l'augmentation des dépenses d'investissement liée au plan d'aide gouvernementale en infrastructure. À l'inverse, la baisse de cadence du commerce mondial a poussé les exportations chinoises en baisse. Par ailleurs, la déflation semble confortablement installée avec un cinquième mois consécutif de baisse de prix.
- Il est prévu que le yuan demeure relativement stable au cours des prochains mois. La reprise économique mondiale et les effets de l'important plan fiscal chinois (qui devrait se faire pleinement sentir d'ici la fin de l'année et l'an prochain) pourraient relancer le yuan sur un sentier de croissance modeste.

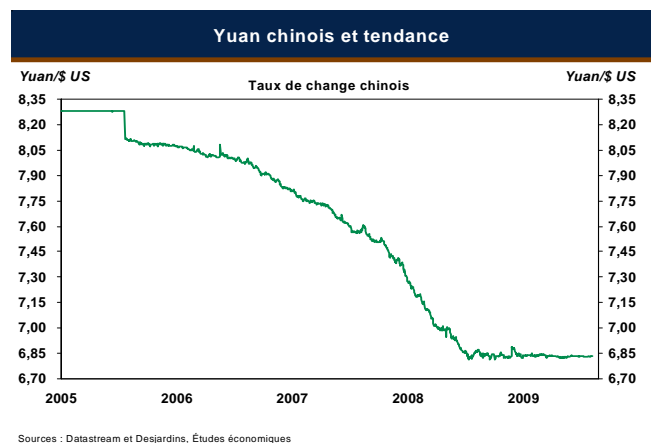


Tableau 1
Marché des devises : rendements

Pays – Devises*	Rendement en % sur					Dernières 52 semaines		
	Prix spot 16 août	1 mois	3 mois	6 mois	1 an	Haut	Moyenne	Bas
Amérique du Nord								
Canada – dollar	1,0924	-2,26	-6,54	-12,12	2,61	1,3001	1,1763	1,0333
Canada – (CAD/USD)	0,9155	2,32	7,00	13,79	-2,54	0,9678	0,8501	0,7692
Mexique – peso	12,8920	-5,17	-2,41	-11,28	26,18	15,3835	13,1306	10,0898
Amérique du Sud								
Argentine – peso	3,8405	0,84	3,00	9,89	26,80	3,8405	3,5083	3,0225
Brésil – real	1,8342	-5,39	-11,51	-19,18	12,04	2,5935	2,1205	1,6120
Asie								
Chine – yuan renminbi	6,8344	0,05	0,12	0,12	-0,53	6,8860	6,8367	6,8137
Corée du Sud – won	1 239,10	-2,10	-1,40	-13,18	19,18	1 570,65	1 308,99	1 039,70
Hong Kong – dollar	7,7506	0,01	-0,01	-0,04	-0,81	7,8135	7,7581	7,7499
Inde – roupie	48,2000	-0,87	-2,25	-1,27	12,59	51,9835	48,3563	42,8105
Japon – yen	94,94	1,20	-0,29	3,54	-14,12	110,54	97,14	87,36
Europe								
Danemark – couronne	5,2405	-0,46	-4,97	-10,01	3,21	5,9827	5,5069	5,0076
Norvège – couronne	6,0808	-4,51	-6,86	-11,60	12,08	7,2360	6,5199	5,3208
Royaume-Uni – (GBP/USD)	1,6531	0,61	8,34	16,07	-11,28	1,8759	1,5741	1,3669
Russie – rouble	31,6590	-0,01	-1,25	-9,96	28,70	36,3638	30,4120	24,3032
Suède – couronne	7,1940	-7,61	-9,09	-15,91	13,05	9,3156	7,7783	6,2814
Suisse – franc suisse	1,0714	-0,35	-3,02	-7,65	-2,29	1,2247	1,1264	1,0412
Zone euro – (EUR/USD)	1,4236	0,86	4,71	11,24	-3,09	1,4898	1,3554	1,2449
Pacifique Sud								
Australie – (AUD/USD)	0,8326	3,38	11,14	28,05	-3,93	0,8796	0,7244	0,6036
Nouvelle-Zélande – (NZD/USD)	0,6781	4,66	15,89	30,92	-4,06	0,7207	0,5914	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	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Dollar américain										
Dollar canadien (USD/CAD)	1,0630	1,2189	1,2630	1,1628	1,1111	1,0753	1,0753	1,0526	1,0000	1,0000
Euro (EUR/USD)	1,4047	1,3901	1,3277	1,4027	1,4400	1,4200	1,4000	1,4000	1,3800	1,3600
Livre sterling (GBP/USD)	1,7825	1,4378	1,4334	1,6469	1,6500	1,6500	1,6500	1,6500	1,7000	1,7500
Yen (USD/JPY)	106,00	90,74	98,91	96,33	98,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Dollar australien (AUD/USD)	0,7700	0,6500	0,6910	0,8000	0,8200	0,8300	0,8300	0,8500	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	77,70	75,00	75,00	75,00	76,00	77,00	78,00
Dollar canadien										
Dollar américain (CAD/USD)	0,9407	0,8204	0,7918	0,8600	0,9000	0,9300	0,9300	0,9500	1,0000	1,0000
Euro (EUR/CAD)	1,4931	1,6943	1,6769	1,6309	1,6000	1,5269	1,5054	1,4737	1,3800	1,3600
Livre sterling (GBP/CAD)	1,8947	1,7525	1,8103	1,9149	1,8333	1,7742	1,7742	1,7368	1,7000	1,7500
Yen (CAD/JPY)	99,71	74,44	78,31	82,85	88,20	93,00	93,00	95,00	100,00	100,00
Dollar australien (AUD/CAD)	0,8185	0,7923	0,8727	0,9302	0,9111	0,8925	0,8925	0,8947	0,8700	0,9000
Peso mexicain (CAD/MXN)	10,16	10,26	11,22	10,32	10,35	10,23	10,23	10,45	11,00	11,00
Yuan chinois (CAD/CNY)	6,42	5,60	5,41	5,85	6,03	6,14	5,95	5,94	6,00	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