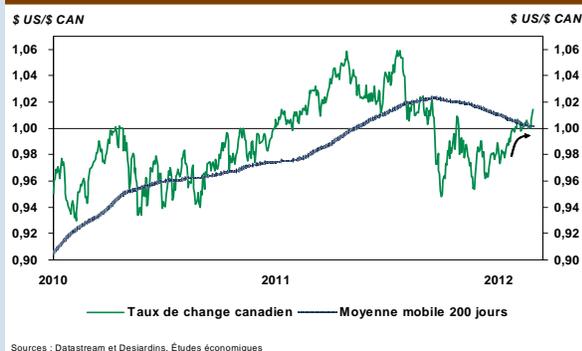


Après plusieurs semaines de plafonnement, le huard bondit à 1,01 \$ US

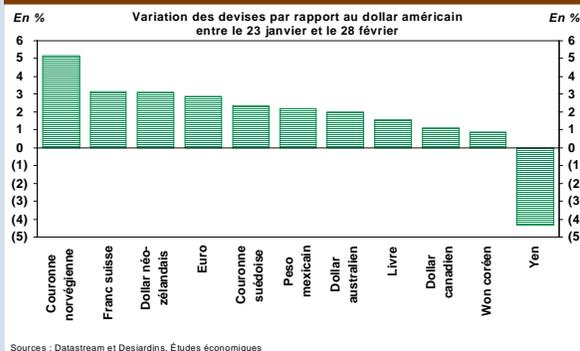
La devise canadienne est-elle toujours aussi sensible aux prix du pétrole et au degré d'aversion des investisseurs pour le risque?

Le dollar canadien a été assez volatil en seconde moitié de 2011. Après un sommet cyclique de 1,06 \$ US atteint en juillet, il est descendu sous 0,94 \$ US en octobre. La hausse des tensions financières en Europe, les craintes relatives à l'économie mondiale, la faiblesse des cours des matières premières et la vigueur du billet vert n'offraient plus un environnement favorable au dollar canadien. La situation s'est quelque peu améliorée par la suite, ce qui a permis au huard de récupérer une partie de ses pertes. Toutefois, la devise canadienne a plafonné dès la dernière semaine de janvier et elle a moins bien performé comparativement à la plupart des autres devises (graphiques 1 et 2). Le rebond du huard à plus de 1,01 \$ US le 29 février pourrait être le début d'un rattrapage par rapport à l'évolution de ses variables fondamentales, mais il pourrait aussi n'être que temporaire. Ce *Point de vue économique* fait la lumière sur les déterminants récents du taux de change canadien et sur la tendance que ce dernier pourrait emprunter dans les mois à venir.

Graphique 1 – La réappréciation du dollar canadien a rapidement pris une pause en janvier



Graphique 2 – Le huard s'est peu démarqué par rapport aux autres devises au cours des dernières semaines



PLUSIEURS FACTEURS MILITENT EN FAVEUR D'UNE APPRÉCIATION DU HUARD

Les cours des matières premières, en particulier ceux du pétrole, et le degré d'aversion des investisseurs pour le risque se sont révélés des déterminants fiables du taux de change canadien au cours des dernières années. Plus les cours du

brut sont élevés, et plus les investisseurs sont enclins à reprendre un certain niveau de risque avec leurs placements, plus la devise canadienne tend à s'apprécier contre le dollar américain. Aussi, un élargissement des écarts de taux d'intérêt avec les États-Unis est souvent derrière une appréciation de la devise.

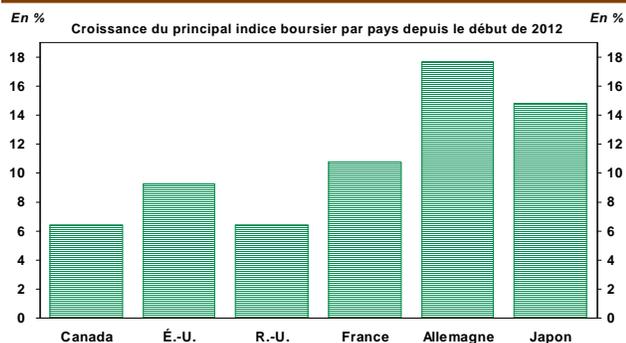
François Dupuis
Vice-président et économiste en chef
Hendrix Vachon
Économiste senior

Yves St-Maurice
Directeur principal et économiste en chef adjoint

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

Depuis la fin de 2011, les tensions financières sont en baisse et les investisseurs retournent vers des titres plus risqués. Les mois de janvier et de février ont été marqués par des gains appréciables du côté des Bourses (graphique 3). Les cours du pétrole ont également en forte hausse, surtout depuis le début de février. Le contexte demeure donc favorable au dollar canadien. D'autres éléments, comme le retour d'un surplus au solde canadien du commerce de marchandises ou le ton très *dovish* de la Réserve fédérale, lequel nuit au dollar américain, sont aussi propices à l'appréciation du huard.

Graphique 3 – Les grandes places boursières ont amorcé 2012 en force



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

L'ENGOUEMENT POUR LE DOLLAR CANADIEN EST POURTANT DEMEURÉ FAIBLE

Comment alors expliquer la faible performance du dollar canadien au cours des dernières semaines? D'un point de vue technique, on constate que l'engouement des spéculateurs envers la devise n'a pas beaucoup remonté malgré l'accalmie observée sur les marchés financiers ces derniers mois (graphique 4). Très peu ont misé sur une appréciation du huard. La barre de 1 \$ US autour de laquelle le huard s'était stabilisé est parfois qualifiée de seuil psychologique, d'autant plus que pour s'en éloigner il a dû aussi traverser significativement sa moyenne mobile de 200 jours.

Graphique 4 – Les positions spéculatives nettes sur le dollar canadien n'ont pas beaucoup remonté



Sources : Chicago Mercantile Exchange et Desjardins, Études économiques

Des considérations plus fondamentales peuvent être évoquées. Par exemple, alors que les données économiques semblent s'être améliorées dans certains coins du globe, l'économie canadienne a montré quelques signes de faiblesse, en particulier en ce qui concerne sa demande intérieure. Le faible niveau de confiance des consommateurs, le ralentissement dans la création d'emplois et les efforts gouvernementaux pour retourner à l'équilibre budgétaire réduisent les perspectives de croissance de l'économie canadienne. Il se pourrait aussi que le dollar canadien réagisse maintenant différemment à ses déterminants traditionnels.

LES PRIX ÉLEVÉS DU PÉTROLE ONT MOINS D'INFLUENCE; LE DOLLAR CANADIEN SERAIT PLUS SENSIBLE AUX ÉCARTS DE TAUX D'INTÉRÊT

Lorsqu'on analyse l'évolution quotidienne du taux de change canadien en fonction de ses principaux déterminants à l'aide d'outils économétriques, on peut constater que leur influence sur la devise change dans le temps. Graphiquement, on peut notamment voir que la corrélation entre le dollar canadien et les prix du pétrole a diminué récemment (graphique 5). Un premier décalage est survenu au début de 2011 avec le printemps arabe, puis un deuxième avec la hausse des tensions politiques entre l'Occident et l'Iran. Le dollar canadien serait donc moins réactif aux mouvements des prix du pétrole lorsque ceux-ci sont expliqués par des facteurs affectant l'offre.

Graphique 5 – La corrélation avec les prix du pétrole est beaucoup moins forte



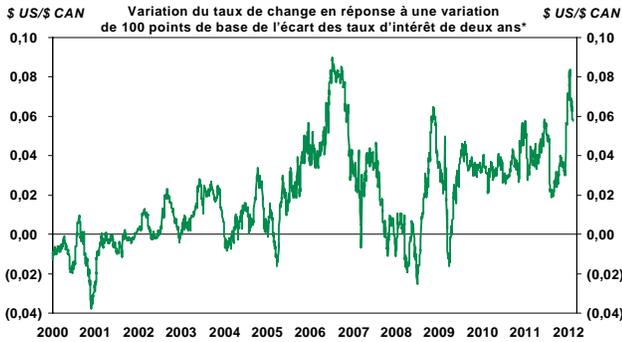
* West Texas Intermediate.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

La sensibilité aux taux d'intérêt serait également très variable dans le temps. Cet aspect avait été soulevé dans un autre *Point de vue économique*¹. À l'aide d'un modèle similaire à celui présenté dans ce précédent point de vue, mais en incorporant cette fois les mouvements journaliers de la Bourse

¹ Desjardins, Études économiques, *Point de vue économique*, « Sensibilité du dollar canadien aux taux d'intérêt », 5 juillet 2011, www.desjardins.com/fr/a_propos/etudes_economiques/actualites/point_vue_economique/pv110705.pdf.

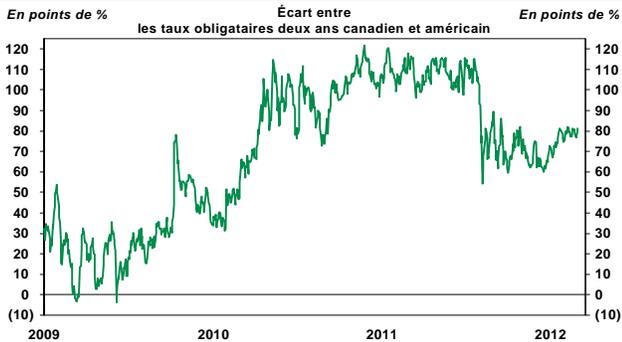
américaine pour capter l'effet des changements d'aversion au risque, on trouve que la sensibilité aux taux d'intérêt s'est accrue (graphique 6). L'évolution récente du taux de change canadien aurait donc été moins guidée par les prix du pétrole, mais davantage par l'écart de taux d'intérêt avec les États-Unis. On constate d'ailleurs que l'écart a augmenté à la fin de 2011, mais qu'il s'est rapidement stabilisé en janvier, comme l'a fait la devise canadienne (graphique 7).

Graphique 6 – La sensibilité du taux de change canadien aux taux d'intérêt a bondi en 2012



* Réponse cumulative après quatre jours.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 7 – L'écart entre les taux canadiens et américains a peu changé depuis la dernière semaine de janvier

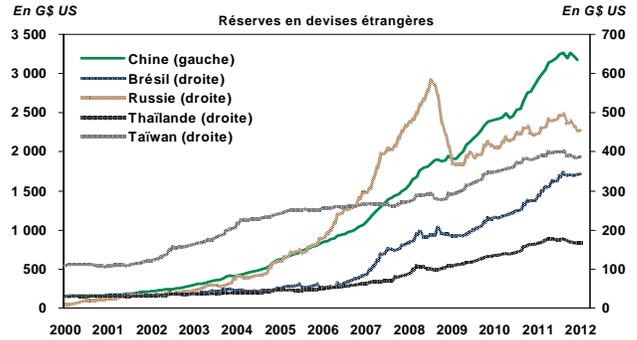


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

LES BANQUES CENTRALES ÉTRANGÈRES ACCUMULENT MOINS DE RÉSERVES

D'autres facteurs, dont l'impact est plus difficile à mesurer, pourraient avoir contribué au plafonnement du huard, comme la baisse de la demande des banques centrales étrangères pour les actifs canadiens. S'il n'existe pas de données officielles sur la détention de titres canadiens par les banques centrales étrangères, on sait toutefois que ces dernières ont considérablement freiné leur accumulation de réserves en devises au cours des derniers mois (graphique 8).

Graphique 8 – Le rythme d'accumulation des réserves de change a diminué, et il s'est même inversé dans certains cas

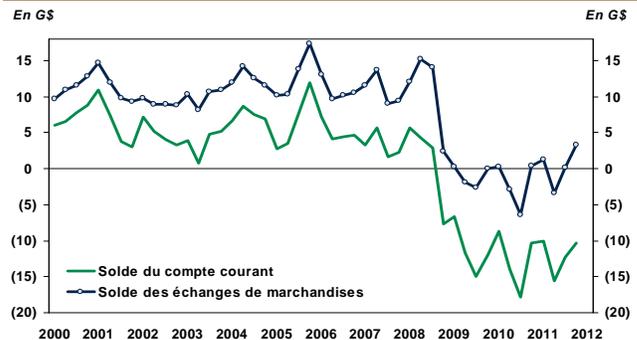


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

EN DÉPIT D'UN SURPLUS DANS LE COMMERCE DE MARCHANDISES, LE SOLDE DU COMPTE COURANT RESTE NÉGATIF AU CANADA

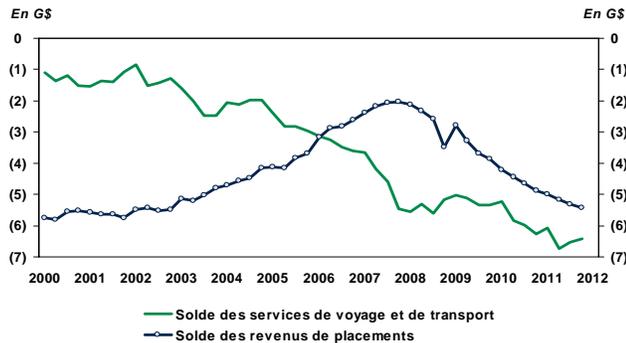
Enfin, la théorie économique suggère que lorsque le solde commercial d'un pays s'améliore au point de dégager un surplus, le taux de change doit progressivement s'apprécier pour ramener l'équilibre. Même si le solde canadien du commerce de marchandises s'est amélioré en seconde moitié de 2011, cet argument n'est pas suffisant pour justifier une appréciation du dollar canadien. En fait, il faut regarder l'ensemble des transactions commerciales réalisées avec le reste du monde, dont le portrait global est donné par le solde du compte courant. Celui-ci inclut non seulement le solde du commerce de marchandises, mais aussi ceux des échanges de services et des revenus d'investissement. À cet égard, le portrait reste négatif pour le dollar canadien, car le solde du compte courant est largement déficitaire et il ne montre pas de réel signe d'amélioration (graphique 9). Les services de voyage et de transport, de même que les transferts nets de revenus de placements demeurent les principales fuites (graphique 10 à la page 4).

Graphique 9 – Le solde des échanges de marchandises est de retour en territoire positif, mais pas celui du compte courant



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 10 – Détérioration du solde des services de voyage et de transport et du solde des revenus de placements



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

LES PROBABILITÉS D'UNE DÉPRÉCIATION DU DOLLAR CANADIEN RESTENT ÉLEVÉES

Le huard a perdu un important soutien en se dissociant de l'évolution des prix du pétrole. Même s'il est plus sensible aux écarts de taux d'intérêt, cela ne l'aidera pas à s'apprécier durablement à court terme. Notre scénario économique ne prévoit pas d'amélioration significative de l'économie dans le courant des prochains trimestres, ce qui maintiendra les taux d'intérêt près de leurs niveaux actuels.

Le passage de la devise canadienne à 1,01 \$ US au cours des derniers jours risque davantage d'être une fausse embellie. Ce rebond semble d'ailleurs avoir été stimulé par une nouvelle baisse des tensions en zone euro parallèlement aux interven-

tions accrues de la Banque centrale européenne. Étant donné que le principal enjeu en zone euro dans les trimestres à venir reste la mise en place de réformes structurelles pour redresser durablement les finances publiques, il est probable que les tensions financières vont remonter. L'humeur des investisseurs pourrait également être mise à rude épreuve si les statistiques économiques commençaient à moins dépasser les attentes.

Rien n'indique non plus que les banques centrales étrangères puissent rapidement réaccélérer l'accumulation de réserves en devises. De telles réserves sont souvent constituées lorsque les entrées de capitaux menacent de créer de la surchauffe économique ou de déstabiliser les taux de change. Or, la faiblesse prévue de l'économie mondiale ne sera pas propice au retour d'importantes entrées de capitaux vers les pays qui ont l'habitude d'enranger des réserves. Il serait également étonnant de voir le solde du compte courant canadien s'améliorer rapidement, faute d'une demande étrangère soutenue. Pour toutes ces raisons, les probabilités d'une dépréciation du dollar canadien restent élevées à court terme. Cette dépréciation ne devrait toutefois pas être majeure à moins d'une forte accentuation des tensions financières et des inquiétudes économiques. Le huard pourrait donc encore donner l'illusion qu'il plafonne près de la parité avec le billet vert.

Hendrix Vachon
Économiste senior

Marché des devises : historique et prévisions

Fin de période	2011		2012				2013			
	T3	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Dollar américain										
Dollar canadien (USD/CAD)	1,0501	1,0197	1,0101	1,0204	1,0000	1,0000	0,9901	0,9804	0,9804	0,9709
Euro (EUR/USD)	1,3417	1,2981	1,3000	1,2500	1,2700	1,3000	1,3000	1,3200	1,3400	1,3500
Livre sterling (GBP/USD)	1,5578	1,5541	1,5700	1,5500	1,5700	1,5900	1,6000	1,6200	1,6400	1,6500
Yen (USD/JPY)	77,07	76,96	80,00	80,00	81,00	82,00	83,00	84,00	85,00	85,00
Dollar australien (AUD/USD)	0,9663	1,0222	1,0400	1,0100	1,0200	1,0400	1,0400	1,0500	1,0500	1,0600
Peso mexicain (USD/MXN)	13,90	13,95	13,00	13,20	12,80	12,70	12,60	12,50	12,45	12,40
Yuan chinois (USD/CNY)	6,38	6,29	6,30	6,25	6,20	6,10	6,00	5,95	5,90	5,85
Dollar effectif* (1973 = 100)	72,81	73,33	73,50	75,10	74,20	73,40	73,30	72,60	72,10	71,60
Dollar canadien										
Dollar américain (CAD/USD)	0,9523	0,9807	0,9900	0,9800	1,0000	1,0000	1,0100	1,0200	1,0200	1,0300
Euro (EUR/CAD)	1,4089	1,3237	1,3131	1,2755	1,2700	1,3000	1,2871	1,2941	1,3137	1,3107
Livre sterling (GBP/CAD)	1,6358	1,5846	1,5859	1,5816	1,5700	1,5900	1,5842	1,5882	1,6078	1,6019
Yen (CAD/JPY)	73,39	75,48	79,20	78,40	81,00	82,00	83,83	85,68	86,70	87,55
Dollar australien (AUD/CAD)	1,0147	1,0423	1,0505	1,0306	1,0200	1,0400	1,0297	1,0294	1,0294	1,0291
Peso mexicain (CAD/MXN)	13,24	13,69	12,87	12,94	12,80	12,70	12,73	12,75	12,70	12,77
Yuan chinois (CAD/CNY)	6,08	6,17	6,24	6,13	6,20	6,10	6,06	6,07	6,02	6,03

p : prévisions; * Pondéré par les échanges commerciaux avec les principaux partenaires des États-Unis.
Sources : Datastream, Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques