

DEVISES

PERSPECTIVES DES DEVISES

Mai 2012



La fermeté de la Banque du Canada dope le huard

- **La montée des attentes d'une hausse des taux d'intérêt soutient le découplage du dollar canadien et des produits de base, depuis que la Banque du Canada a laissé planer des intentions de plus grande fermeté dans sa politique monétaire. Mais comme l'économie intérieure donne des signes surprenants de fatigue et que l'Europe reste un danger clair et immédiat pour la croissance mondiale, une hausse des taux par la BdC est loin d'être certaine cette année. Si, comme nous le pensons, la BdC retarde à l'an prochain son tour de vis monétaire, cela pourrait enlever un peu du vent qui gonfle les voiles du dollar canadien.**
- **Alors que les statistiques économiques européennes étaient conformes à nos prévisions, l'euro a résisté à un assaut de mauvaises nouvelles. À notre avis, les forces qui le soutiennent actuellement finiront par s'épuiser, laissant l'euro glisser vers notre cible de la fin du deuxième trimestre de 1.27 USD/EUR.**
- **Le dollar américain a molli en une période qui lui est généralement faste. Mais comme l'euro finira probablement par reperdre du terrain, une corrélation VIX/USD positive devrait se rétablir tôt ou tard. Le ralentissement apparent de la croissance mondiale devrait donner lieu à de nouvelles poussées de l'aversion pour le risque et ragailardir d'autant le billet vert.**

Perspectives des devises*

	Actuel 2 Mai 2012	2012T2	2012T3	2012T4	2013T1	2013T2	2013T3	2013T4
USD/CAD	0.99	1.02	1.03	1.02	1.00	0.99	0.98	1.00
Cents U.S. par CAD	1.01	0.98	0.97	0.98	1.00	1.01	1.02	1.00
EUR/USD	1.32	1.27	1.23	1.20	1.18	1.20	1.22	1.23
USD/JPY	80	79	80	81	82	83	84	85
AUD/USD	1.03	1.00	1.02	1.04	1.05	1.07	1.08	1.06
GBP/USD	1.62	1.58	1.54	1.53	1.51	1.53	1.54	1.55
USD/CNY	6.31	6.30	6.27	6.25	6.20	6.17	6.15	6.10
AUD/CAD	1.02	1.02	1.05	1.06	1.05	1.06	1.06	1.06

*Fin de période

Source : Recherches économiques FBN

GRUPE ÉCONOMIE ET STRATÉGIE- 514.879.2529

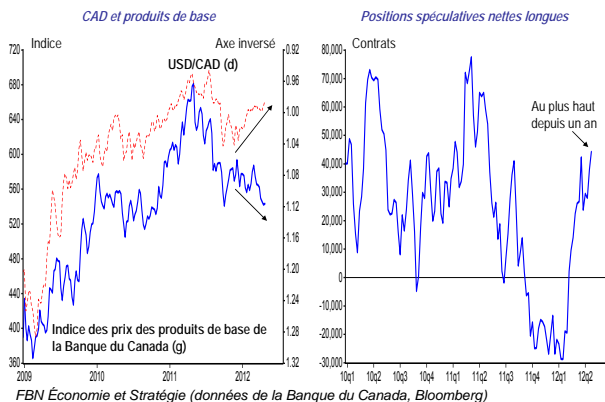
Stéfane Marion, Économiste en chef et Stratège

Generalités : La Financière Banque Nationale (FBN) est une filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes. ♦ Les informations contenues aux présentes proviennent de sources que nous jugeons fiables, toutefois nous n'offrons aucune garantie à l'égard de ces informations et elles pourraient s'avérer incomplètes. Les opinions exprimées sont fondées sur notre analyse et notre interprétation de ces informations et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés aux présentes. ♦ Résidents du Canada : À l'égard de la distribution du présent rapport au Canada, FBN endosse la responsabilité de son contenu. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport ou pour effectuer une opération, les résidents du Canada doivent communiquer avec leur conseiller en placement FBN. ♦ Résidents des États-Unis : NBF Securities (USA) Corp., un membre du même groupe que FBN, endosse la responsabilité du contenu du présent rapport, sous réserve des modalités susmentionnées. Les ressortissants des États-Unis qui désirent effectuer des opérations sur l'un ou l'autre des titres dont il est fait mention aux présentes doivent le faire uniquement par l'entremise de NBF Securities (USA) Corp. ♦ Résidents du Royaume-Uni : Eu égard à la distribution du présent rapport aux résidents du Royaume-Uni, FBN a approuvé la présente promotion financière aux fins du paragraphe 21(1) de la loi intitulée *Financial Services and Markets Act 2000*. FBN, sa société mère, les sociétés faisant partie de la Banque Nationale du Canada ou les membres du même groupe qu'elle et/ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations, des positions vendeur ou acheteur à l'égard des titres ou des instruments financiers connexes qui font l'objet du présent rapport, ou ils peuvent avoir délégué de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes et/ou des achats à l'égard des titres ou instruments financiers connexes en question que ce soit à titre de mandataire ou pour leur propre compte. Ils peuvent agir dans le cadre de la création d'un marché pour ces titres ou instruments financiers connexes ou avoir déjà agi à ce titre ou ils peuvent agir à titre de banque d'investissement et/ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements peut baisser ou augmenter. Le rendement passé ne se répètera pas nécessairement à l'avenir. Les placements mentionnés dans le présent rapport ne sont pas disponibles aux clients privés. Le présent rapport ne fait pas l'objet ni ne fait partie d'une offre de vente, d'une souscription ou de la sollicitation d'une offre d'acheter ou de souscrire les titres décrits aux présentes. On ne doit pas non plus se fonder sur le présent rapport dans le cadre d'un contrat ou d'un engagement quelconque et il ne sert pas, ni ne servira, de base ou de fondement pour de tels contrats ou engagements. La présente information ne doit être distribuée qu'aux clients non privés du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Services Authority. ♦ Droits d'auteur : Le présent rapport ne peut être reproduit que ce soit en totalité ou en partie. Il ne doit pas être distribué ou publié ou faire l'objet d'une mention de quelque manière que ce soit. Aucune mention des informations, des opinions et des conclusions qu'il contient ne peut être faite sans que le consentement écrit préalable de la Financière Banque Nationale n'ait été à chaque fois obtenu.

D'abord colombe, puis faucon ...

Le budget fédéral moins austère que prévu a laissé à la Banque du Canada plus de marge de manœuvre dans la conduite de la politique monétaire. Il fallait bien parer à ce que la BdC considère comme le « *principal risque interne* », c.-à-d. l'endettement des ménages, et la banque n'allait pas laisser passer l'occasion. Dès sa première réunion de fixation des taux après la présentation du budget, elle a annoncé que « *il se peut qu'une réduction modeste de la détente monétaire considérable actuellement en place au Canada devienne appropriée* ». Cela marquait un changement d'attitude et de langage, après les propos lénifiants antérieurs. Et retrouvant une humeur plus rigoriste, la BdC a présenté dans son dernier *Rapport sur la politique monétaire* des prévisions de croissance suffisamment fortes en 2012 pour permettre à l'écart de production de se résorber plus tôt que ce qu'elle prévoyait en janvier. Ce ton plus ferme de la BdC a immédiatement dopé le dollar canadien, les marchés pariant sur une hausse des taux dès cette année alors que les spéculateurs hissaient leurs positions longues nettes sur le CAD au plus haut depuis un an. Ces forces ont accéléré le découplage du huard et des prix des produits de base.

Le huard se découple des produits de base



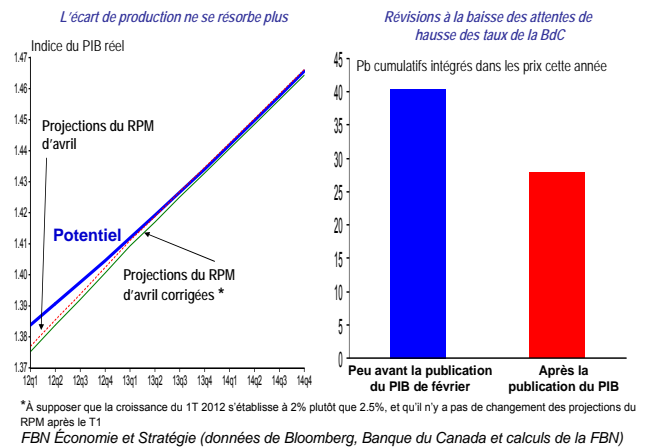
Mais moins de deux semaines après la parution de la dernière édition du RPM, le rapport décevant sur le PIB de février a mis des bâtons dans les roues des prévisionnistes de la BdC pour le trimestre.

... puis colombe à nouveau ?

Les résultats de février étaient si mauvais qu'à moins d'un miracle en mars, la croissance du T1 sera loin de la prévision de 2.5% de la BdC pour le trimestre. Mais même en supposant une augmentation exagérément optimiste de 0.5% de la production en mars, la croissance du PIB au T1 ne s'établira probablement qu'autour de 2%. Alors, quelle importance revêt une erreur de 0.5% dans les prévisions de la BdC au T1 ? À supposer que les hypothèses du RPM ne changent pas

après le T1 de 2012, l'écart de production ne se résorbera pas sur l'horizon de projection. Cela n'exclut pas une hausse des taux, mais en réduit assurément la probabilité pour cette année — ce qui explique pourquoi les marchés ont révisé leurs attentes à la baisse immédiatement après la publication des chiffres du PIB.

Une hausse des taux cette année ? Pas si vite



Et il n'y a pas que les problèmes intérieurs à prendre en compte. La BdC a clairement dit que « *le moment et le degré de toute réduction seront évalués avec soin, en fonction de l'évolution économique à l'échelle nationale et internationale* ». L'évolution de la récession européenne sera donc aussi cruciale dans la détermination de la politique monétaire au Canada. Étant un peu plus pessimistes que la BdC à l'égard de l'Europe et avec l'apparent passage à vide des États-Unis au T2, nous continuons de prévoir que toute hausse de taux sera retardée à l'an prochain. Avec ce qu'anticipent encore les marchés, cela devrait avoir pour effet d'enlever un peu de vent dans les voiles du dollar canadien, le ramenant plus près de 1.02 CAD/USD d'ici la fin du T2, ce qui cadre mieux avec les prix des produits de base.

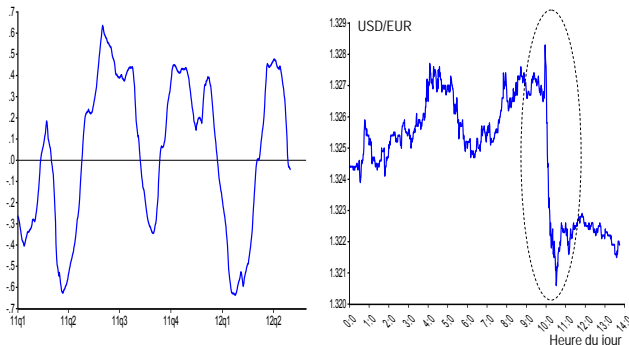
La corrélation USD/VIX inversée

La contre-performance du dollar américain en avril a été un autre vent porteur pour le huard. Le dollar américain qui a si souvent été avantagé par l'annonce de mauvaises nouvelles économiques mondiales n'a pas bénéficié de ce coup de pouce en avril. En fait, la corrélation du dollar US avec l'indice VIX, un indicateur de l'aversion pour le risque, est même devenue négative. Par conséquent, les mauvaises nouvelles venues d'Europe aident moins le billet vert. La corrélation VIX/dollar US négative semble continuer en mai comme le démontre les données décevantes de l'emploi (pour le mois d'avril) qui ont donné une impulsion à l'euro. De même, l'indice ISM manufacturier qui a dépassé le consensus des analystes a fait monter le billet vert par rapport à l'euro.

Corrélation entre l'indice VIX et l'USD devenue négative

Corrélation de l'indice VIX à 100 jours et de l'USD pondéré des échanges commerciaux

Réaction de l'euro à un indice ISM américain vigoureux le 1^{er} mai



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Qu'est-ce qui fait que la corrélation reste négative ? L'intervention des banques centrales est un des facteurs connus qui aident l'euro à braver la tempête de mauvaises nouvelles — or, la Banque nationale suisse s'est engagée à empêcher le franc suisse de dépasser 1.20. L'achat d'euros par les banques centrales de pays émergents est plus difficile à prouver, c.-à-d. une intervention sur le marché des changes, bien que cela ne nous surprendrait pas étant donné la détérioration de leurs exportations à destination de la zone euro.

Le rapatriement par les institutions financières européennes qui essaieraient de renforcer leurs bilans affaiblis par la récession pourrait aussi expliquer l'étonnante résistance de la monnaie unique. L'acquisition par les étrangers d'obligations d'État européennes pourrait également jouer.

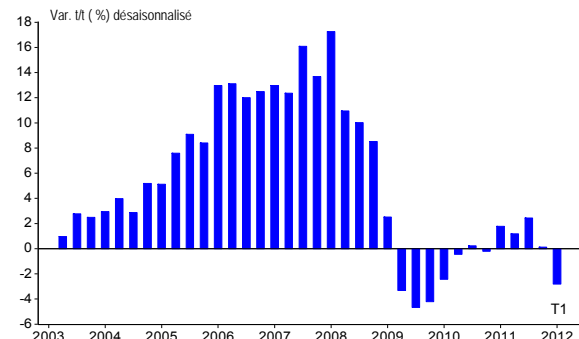
Tassement de l'euro prévisible

Combien de temps ces forces temporaires peuvent-elles tenir ? La récession s'aggrave. À preuve, l'indice manufacturier PMI de la zone euro est descendu à 45.9 en avril, plus bas qu'en novembre où les tensions du crédit étaient fortes. Sous le seuil de 50, l'indicateur préfigure une contraction, pas un ralentissement de la croissance, c.-à-d. une rechute du secteur manufacturier.

Cela surprend peut-être certains politiciens européens qui, il y a quelques semaines à peine, déclaraient que le pire était passé. Mais la détérioration n'est guère surprenante pour nous. La demande de la zone euro est laminée par un marché du travail en chute libre (sauf en Allemagne) et un accès limité au crédit. Malgré les injections de liquidités de la BCE, le crédit ne circule pas dans l'économie, comme en fait foi la contraction des prêts aux sociétés non financières au premier trimestre de l'année. C'est ce qui arrive quand les banques sont forcées de se recapitaliser dans une conjoncture de récession.

Le crédit en Europe limité par les difficultés des banques

Contraction des prêts des IFM aux sociétés non financières au T1

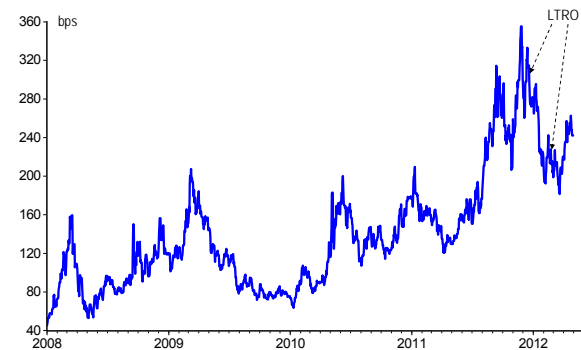


FBN Économie et Stratégie (données de la Banque centrale européenne)

En outre, les problèmes de solvabilité des banques demeureront une épée de Damoclès au-dessus de l'Europe. Certes, les swaps de défaillance (CDS), de 5 ans sur les sociétés financières européennes ont un peu baissé depuis que les opérations de refinancement à long terme de la BCE ont injecté des liquidités dans les banques qui en manquaient. Mais ils restent bien au-dessus des sommets de 2009 et de 2010, soulignant la fragilité persistante des banques de la zone euro.

Les problèmes de solvabilité des banques restent aigus

Le CDS iTraxx Europe des grandes sociétés de 5 ans reste élevé



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

On ne peut pas exclure de nouveaux sauvetages de banques par les États européens, et, le cas échéant, on peut s'attendre à ce que des objectifs de déficit ne soient pas respectés et à de nouvelles rétrogradations des notes de crédit souveraines. L'incertitude entourant les élections en France, en Grèce, et plus tard aux Pays-Bas jette de l'huile sur le feu. La théorie allemande de résolution de la crise sera remise en question. D'ailleurs, la classe politique commence à comprendre que l'austérité à grande échelle peut plutôt aggraver les finances publiques en accentuant une récession qui ne serait autrement que légère et en faisant chuter les revenus. Il faut des réformes structurelles pour redresser la barre des dépenses et de la croissance économique à long terme plutôt que des restrictions à

court terme qui risquent d'être particulièrement préjudiciables pendant une récession.

Mais les marchés obligataires ont tendance à sanctionner ceux qui dévient des objectifs de déficit. Pour éviter les taux d'emprunt pénalisants, un pays peut choisir de recourir au mécanisme européen de stabilité (MES) ou au fonds européen de stabilité financière (FESF). Mais là encore, le deuxième est limité dans sa taille et n'a qu'une existence temporaire de toute façon. Il reste donc un laps de temps limité pendant lequel un pays reste isolé des marchés financiers avant de devoir finalement faire défaut sur sa dette. Demandez à la Grèce. Les euro-obligations (les fameux *eurobonds*) semblent mieux convenir pour permettre aux pays périphériques d'emprunter à des taux raisonnables et donc de procéder à des réformes financières durables. Pour l'heure, c'est une option inacceptable pour l'Allemagne. Mais on peut s'attendre à ce que ce sujet revienne sur la table si, comme nous le prévoyons, la menace des défauts souverains resurgit.

Il n'y a pas de solution miracle aux problèmes européens. Les forces temporaires qui ont soutenu la monnaie commune jusque-là s'épuiseront sans doute avec le temps. La conjugaison de l'incertitude politique, d'une récession persistante, de la compression du crédit et des problèmes de solvabilité ouvre un boulevard aux forces déflationnistes, aux révisions à la baisse des bénéfices et des perspectives de croissance et à une plus grande détente de la politique monétaire par la BCE. Et cela ne peut pas être bon pour l'euro.

En outre, les prévisions qui font consensus – contraction du PIB estimée à 0.4% et taux de chômage moyen de 10.9% cette année – semblent trop optimistes. Le taux de chômage de la zone euro est déjà à 10.9% en mars, et il reste neuf mois à courir. Il y a donc fort à parier que ce consensus ne sera pas respecté. Dans ces circonstances, nous nous en tenons à notre prévision de chute de l'euro à environ 1.27 USD d'ici la fin du trimestre.

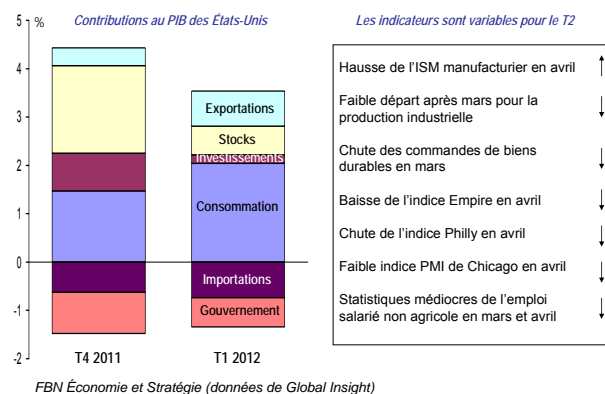
Ralentissement américain et dollar US

Alors que l'euro recommencera probablement à reperdre du terrain, la corrélation VIX/USD devrait redevenir positive assez rapidement. Le ralentissement apparent de la croissance mondiale devrait susciter de nouvelles poussées d'aversion pour le risque et, partant, stimuler le billet vert.

Étant donné le degré de soutien qu'a apporté l'économie américaine à la croissance mondiale en compensant l'effet ralentisseur de l'Europe l'an dernier, les investisseurs pourraient devenir nerveux devant le ralentissement qui semble se profiler cette année. Si les chiffres du PIB du premier trimestre étaient meilleurs que ceux du quatrième, avec plus de vigueur dans les dépenses de consommation et les exportations, globalement, la croissance a été moindre, à un taux

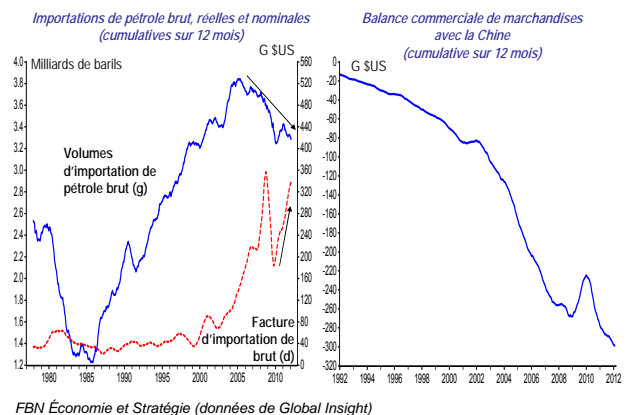
annualisé d'à peine 2.2%. Les indicateurs préliminaires laissent entrevoir une accentuation du ralentissement au cours du trimestre actuel, c.-à-d. le deuxième. Mais avec la poursuite de la croissance et une création d'emplois mensuels au dessus de 100K, la Fed a résisté à une troisième vague d'achats d'actifs, ce qui a été relativement propice au dollar US. Toutefois, si la croissance se détériore plus nettement, faisant remonter le taux de chômage, on ne peut pas exclure de nouvelles mesures de stimulation. La perspective d'une DQ3 est le *grand* risque de baisse pour notre prévision d'un rebondissement du dollar US.

Un T1 moins mauvais qu'il semble; ralentissement au T2 ?



À plus long terme, le billet vert continuera de subir des pressions en faveur d'une dépréciation pour aider à résoudre le déséquilibre de la balance commerciale des États-Unis. Peu de progrès ont été enregistrés dans la réduction du déficit du commerce de pétrole, puisque les avantages de la diminution des volumes d'importations ont été largement contrebalancés par une augmentation des prix. En outre, le déficit avec la Chine continue de croître. Il a atteint en février le niveau le plus élevé sur 12 mois de tous les temps.

Difficile d'améliorer pour toujours la balance commerciale



Stéphane Marion/Krishen Rangasamy

Annexe

