



Les périodes de surévaluation du dollar ne durent pas

Todd Mattina, Ph. D.

Vice-président principal, économiste en chef,
gestionnaire de portefeuille, cochef d'équipe
Équipe des stratégies multi-actifs Mackenzie

Jules Boudreau, MA

Économiste
Équipe des stratégies multi-actifs Mackenzie

Faits saillants

- Cette année, le taux de change du dollar américain s'est apprécié par rapport aux monnaies de toutes les économies avancées et est désormais nettement supérieur à sa juste valeur à long terme, déterminée par les données économiques fondamentales.
- Un dollar américain fort a tendance à resserrer les conditions financières mondiales, à amplifier les vulnérabilités macroéconomiques et à peser sur la croissance mondiale.
- Compte tenu de la surévaluation extrême du dollar américain, il y a de fortes chances qu'il se déprécie par rapport aux autres monnaies au cours des quelques prochains trimestres, ce qui permettrait aux marchés émergents de respirer quelque peu et contribuerait à stimuler la croissance mondiale. À court terme, toutefois, des difficultés potentielles pourraient continuer à soutenir le dollar américain.

Le 14 juillet, l'euro a brièvement atteint la parité avec le dollar américain, passant sous la barre des 1,00 \$ US pour la première fois depuis 2002. L'année dernière a certainement été difficile pour l'euro. Un ralentissement économique en Chine — une destination privilégiée pour les produits manufacturés de grande valeur sortant des usines européennes — a probablement pesé sur la demande d'exportations de la zone euro au deuxième semestre de 2021. L'invasion de l'Ukraine par la Russie a ensuite causé une onde de choc pour l'économie de la zone euro qui dépend fortement du gaz russe. Ainsi, la balance commerciale de la zone euro avec le reste du monde est plus négative qu'elle ne l'a jamais été depuis la création de la monnaie commune. Cependant, la baisse de l'euro à parité avec le dollar américain n'est pas uniquement un symptôme de la faiblesse de l'euro. La vigueur du dollar américain joue également un rôle.

Depuis le début de l'année, le dollar américain s'est apprécié par rapport à toutes les devises du G10 dans les principaux marchés de change, comme le montre le graphique 1. Le yen japonais et la livre sterling, qui jouent un rôle important dans la finance internationale, ont enregistré des résultats particulièrement décevants. Les différentiels de taux d'intérêt ne sont qu'un aspect de la question. La Réserve fédérale américaine (Fed) a augmenté ses taux d'intérêt de manière plus dynamique que beaucoup des autres banques centrales, ce qui a attiré aux États-Unis les capitaux à la recherche de rendement. Toutefois, même les monnaies des pays qui ont suivi le rythme des hausses de taux de la Fed se sont affaiblies par rapport au dollar américain, notamment le dollar canadien. Comme nous l'avons exploré dans notre [commentaire de mai](#), le taux de change \$ CA/\$ US est beaucoup plus faible que ce que suggèrent les taux d'intérêt et les prix des produits de base, qui ont tous deux été favorables pour le dollar canadien en 2022. Néanmoins, ces vents favorables ont été contrebalancés par un déplacement vers les valeurs refuges : la volatilité macroéconomique, les baisses de marché et les crises géopolitiques, que nous avons connues cette année, ont tendance à entraîner des flux de capitaux vers les actifs libellés en dollars américains, ce qui permet au dollar américain de se raffermir par rapport aux autres devises.

Un dollar américain fort a tendance à resserrer les conditions financières et à amplifier les vulnérabilités macroéconomiques par le biais de plusieurs canaux différents :

1. De nombreux biens internationaux, particulièrement les produits de base, sont généralement évalués en dollars américains. Lorsque le dollar est surévalué, les prix de ces biens augmentent, ce qui étouffe le commerce international. Les marchés émergents importateurs de produits de base sont particulièrement vulnérables à une hausse du prix de leurs importations, même si ces importations ne proviennent pas des États-Unis.
2. À l'extérieur des États-Unis, un grand nombre de gouvernements et de sociétés empruntent en dollars américains — par exemple, en émettant des obligations en « monnaie forte ». Le principal et les coupons de ces obligations doivent être payés en dollars américains. Lorsque le dollar s'apprécie par rapport à la monnaie nationale du pays, le remboursement de ces prêts devient plus coûteux. En partie à cause de la force du dollar américain, l'écart de rendement des obligations des pays émergents en monnaie forte par rapport aux bons du Trésor a augmenté en 2022, faisant pression sur les emprunteurs des marchés émergents.



MACKENZIE

Placements

3. La montée en flèche du dollar américain a pour résultat d'exporter l'inflation des États-Unis vers d'autres pays, dont beaucoup sont déjà confrontés à des pressions inflationnistes. Pour la première fois depuis 2008, les 60 plus grandes économies du monde ont toutes un taux d'inflation supérieur à 2 %. Ce « transfert d'inflation » finit par amplifier les vulnérabilités macroéconomiques, étant donné qu'une partie de ces pays disposent d'outils de contrôle de l'inflation plus faibles que ceux des États-Unis (c'est-à-dire un manque d'indépendance de la banque centrale, un gouvernement populiste, etc.).

Nous estimons que le dollar américain est actuellement le plus surévalué des 35 dernières années. Autrement dit, d'après nos modèles d'évaluation internes, le taux de change actuel du dollar américain par rapport aux devises des autres économies avancées a rarement été évalué à sa « juste valeur » à long terme, déterminée par les données économiques fondamentales (inflation, productivité, compte courant, etc.). Le graphique 1 représente un taux de change effectif réel (TCER) simple pour le dollar américain, qui montre que le TCER du dollar américain se situe dans le décile supérieur de déviation par rapport à sa moyenne historique. En général, plus son évaluation est élevée, plus vite une monnaie revient à son taux de change de juste valeur.

Pour trouver une époque où la prime du dollar américain était plus importante qu'aujourd'hui par rapport à sa juste valeur à long terme, il faut remonter au milieu des années 1980. Paul Volcker, le président de la Fed, augmentait les taux abruptement pour contrôler l'inflation, ce qui a creusé les écarts de taux d'intérêt avec le reste du monde. Le président américain Ronald Reagan enregistrait d'importants déficits budgétaires et le déficit courant explosait (cela vous dit quelque chose?). Après avoir atteint un sommet en 1985, l'indice du dollar s'est rapidement rapproché de sa juste valeur, chutant de plus de 40 % au cours des deux années suivantes. L'élément déclencheur de cette dévaluation a été l'Accord du Plaza de 1985, lorsque les représentants des gouvernements des pays riches se sont réunis pour agir relativement à la surévaluation du dollar américain. Cependant, l'ampleur de la chute du dollar au cours des années suivantes était un symptôme de la déconnexion du dollar par rapport aux données fondamentales à long terme.

Graphique 1. La vigueur du dollar américain a été l'un des principaux thèmes macroéconomiques de 2022.

Le dollar américain a progressé par rapport à toutes les devises du G10 en 2022



Le taux de change réel des États-Unis est nettement supérieur à sa moyenne historique



Notes : Toutes les données financières obtenues de Bloomberg au 31 juillet. Le graphique de droite utilise la version de la Banque des règlements internationaux du taux de change effectif réel (TCER) du dollar américain par rapport à son ensemble « étroit » de pairs, moins sa moyenne de 1970 à aujourd'hui.

La volatilité macroéconomique et les secousses du marché qui ont alimenté la vigueur du dollar américain en 2022 pourraient persister, mais nous observons également des déclencheurs potentiels pour un renversement de la tendance d'appréciation. Le déclencheur le plus évident est la flambée d'inflation aux États-Unis. Cette inflation pourrait avoir comme double effet (1) d'interrompre l'élargissement du différentiel de taux entre les États-Unis et le monde, et (2) d'atténuer la volatilité des marchés et de la macroéconomie. Un renversement de la guerre des devises, dans laquelle les pays du monde entier tentent de soutenir leur propre monnaie pour juguler l'inflation nationale, pourrait également constituer un élément déclencheur. Nous avons pu en observer l'amorce au cours des derniers mois, lorsque les banquiers centraux du monde entier ont souligné l'importance des monnaies fortes pour contrôler l'inflation. Même Tiff Macklem, le gouverneur de la Banque du Canada, a souligné l'impact d'un dollar canadien faible sur l'inflation.

La surévaluation du dollar américain est défavorable pour le commerce mondial et un casse-tête pour les pays présentant des vulnérabilités macroéconomiques. Heureusement, les périodes de surévaluation extrême du dollar américain ne durent pas éternellement, surtout lorsque de nombreux pays en proie à l'inflation ont intérêt à repousser l'appréciation du dollar américain. Il est difficile de savoir quand se produira la réversion vers la juste valeur, particulièrement avec la volatilité macroéconomique actuelle, mais la gravité devrait éventuellement finir par gagner.



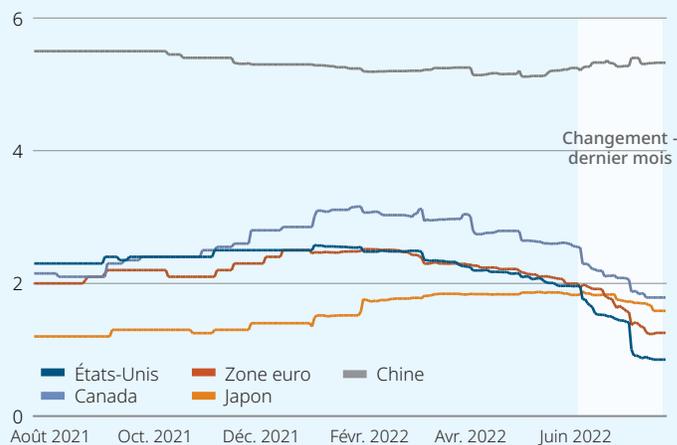
Mise à jour macroéconomique mondiale

- Au deuxième trimestre de 2022, les **États-Unis** ont enregistré une **croissance négative** de leur produit intérieur brut (PIB) à un taux annualisé de -0,9 %, ce qui ne satisfait probablement pas les critères du National Bureau of Economics Research (NBER) pour une récession. Pendant le premier semestre de 2022, les indicateurs économiques de plus haute fréquence n'ont pas reflété la faiblesse des données du PIB : l'emploi a progressé à un rythme exceptionnel, la production industrielle a été solide et les mises en chantier sont restées nettement supérieures aux niveaux d'avant la pandémie. Le thème émergent de ce mois-ci explore l'une des raisons pour lesquelles le NBER ne s'appuie pas uniquement sur les données du PIB pour dater les récessions.
- Au cours des deux derniers mois, nous avons observé une dichotomie intéressante entre les attentes d'**inflation aux États-Unis**, en fonction des prix du marché, et les prévisions des économistes. Même si les attentes du marché pour ce qui est de l'inflation à court terme se sont assouplies en juin et en juillet, les économistes prévoient toujours une inflation soutenue au cours des deux prochaines années. Les prévisions des économistes concordent avec le paysage macroéconomique actuel : l'économie américaine est en surchauffe, la croissance des salaires est élevée, l'emploi n'a montré aucun signe de faiblesse, et les pressions inflationnistes se sont élargies pour englober tous les secteurs économiques.

Prévision de la croissance du PIB réel en 2022 (% , consensus)



Prévision de la croissance du PIB réel en 2023 (% , consensus)



Prévision de l'inflation en 2022 (% , consensus)



Prévision de l'inflation en 2023 (% , consensus)



Notes : Prévision de la croissance moyenne et de l'inflation provenant de Consensus Economics au 31 juillet 2022.



Mise à jour sur les marchés financiers

- Les **cours des actions mondiales** ont connu une reprise en juillet, en raison de l'atténuation des attentes du marché relatives aux hausses de taux de la Fed et de la baisse de la volatilité des actions. Ce sentiment favorable au risque s'est propagé dans tous les principaux marchés : les actions européennes ont notamment progressé de 7,2 % au cours d'un mois où la Banque centrale européenne a relevé ses taux plus que prévu et où la pénurie d'énergie du continent s'est aggravée.
- Les **rendements des bons du Trésor américain** ont chuté en juillet et la courbe des rendements à deux et dix ans s'est encore inversée tandis que les craintes d'une récession mondiale augmentaient. Alors que la remontée des obligations à la fin juin était principalement due à un ralentissement de l'inflation « point mort », soit les attentes d'inflation intégrées dans les prix des obligations, la hausse de juillet s'explique plutôt par les attentes d'une baisse des taux d'intérêt de la Fed. Les marchés parient que la modération actuelle des indicateurs économiques se propagera au marché de l'emploi, obligeant la Fed à inverser son cycle de hausse de taux dès le début de 2023.
- La dépréciation du **yen japonais** s'est interrompue en juillet, car la reprise mondiale des obligations a ramené les rendements japonais à 10 ans sous le plafond de rendement de 0,25 % de la Banque du Japon, ce qui a soulagé la pression sur le yen. Le yen se situe désormais à 25 % en dessous de sa juste valeur par rapport au dollar américain, ce qui lui laisse une certaine marge pour se redresser si la situation macroéconomique du Japon se stabilise, ce qui dépendra de la capacité des prix du pétrole de ne pas atteindre de nouveau leurs sommets récents.

Indices boursiers (il y a un an = 100)



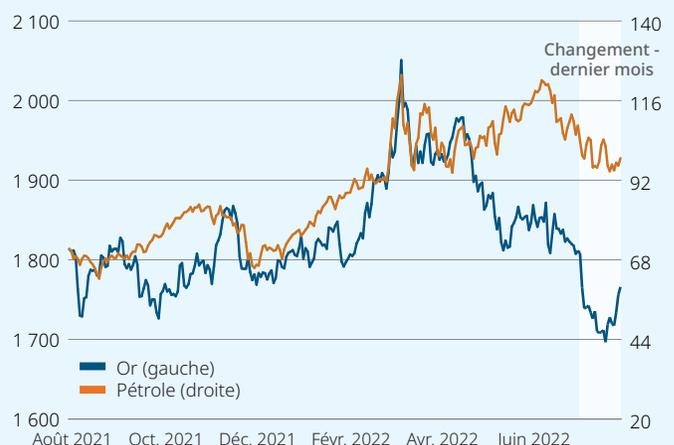
Rendements des obligations du Trésor américain (%)



Devises (par rapport au USD, il y a un an = 100)



Prix des produits de base (en USD)



Notes : Données financières obtenues de Bloomberg au 31 juillet 2022. Indices boursiers de rendement total en devises locales, à l'exception de l'indice MSCI MÉ qui est libellé en \$ US.



MACKENZIE

Placements

Ce qui retiendra notre attention en août

12 août : Enquête de l'Université du Michigan sur les attentes d'inflation

- Dans leurs discours, les dirigeants de la Fed ont souligné l'importance des attentes d'inflation des consommateurs sur la trajectoire future des taux d'intérêt. En juillet, les attentes d'inflation à 5-10 ans du consommateur américain moyen sont passées de 3,1 % à 2,9 %. Étant donné que les attentes d'inflations des consommateurs ont tendance à suivre les prix de l'essence, nous pourrions voir une autre baisse dans l'enquête d'août.

16 août : Indice des prix à la consommation (IPC) du Canada

- Les prix de détail de l'essence ont reculé de plus de 10 % en juillet. Nous nous attendons donc à une baisse de l'inflation de l'IPC canadien sur 12 mois par rapport au taux de 8,1 % enregistré en juin. Il s'agirait de la première baisse de l'inflation globale au cours des 13 derniers mois.
- Les trois mesures de l'inflation de base privilégiée par la Banque du Canada qui tentent d'extraire le « véritable » taux d'inflation sous-jacent sont toutes supérieures à 4,5 %. Ainsi, nous estimons qu'il est peu probable que la Banque du Canada marque une pause dans l'augmentation des taux d'intérêt avant que ces trois indicateurs ne commencent à modérer.

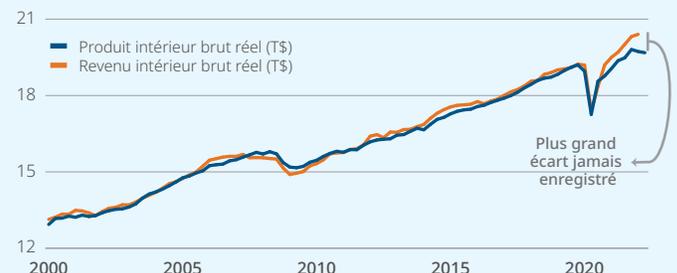
31 août : PIB du deuxième trimestre du Canada

- L'économiste moyen s'attend à ce que la croissance du PIB du Canada pour le deuxième trimestre atteigne un taux annualisé de 4 %, après avoir atteint 3,1 % au premier trimestre. Un taux de 4 % au deuxième trimestre porterait la croissance cumulative du PIB depuis la fin de 2019 à 1,8 %, ce qui reste inférieur à la croissance cumulative de 2,5 % du PIB américain, même après deux trimestres de croissance négative aux États-Unis.
- Nous accorderons une attention spéciale au poste de l'investissement résidentiel du PIB canadien. Même si les ventes de maisons ont considérablement ralenti, les mises en chantier sont restées solides depuis que la Banque du Canada a commencé à augmenter les taux. L'investissement résidentiel représente 10 % du PIB canadien, contre 5 % aux États-Unis.

Thème émergent

- Avec la publication le 28 juillet des données préliminaires du PIB pour le deuxième trimestre, les États-Unis ont maintenant enregistré deux trimestres consécutifs de croissance négative. Cependant, l'une des raisons pour lesquelles le comité d'évaluation des cycles économiques ne se fie pas uniquement au PIB pour désigner les récessions est que les données de croissance trimestrielle subissent des révisions importantes. En fait, un modèle simple basé sur les révisions historiques suggère une probabilité d'environ 40 % que la croissance du premier ou du deuxième trimestre soit suffisamment révisée à la hausse pour devenir positive.
- De plus, alors que le produit intérieur brut s'est contracté, ce n'est pas le cas du revenu intérieur brut (RIB). En théorie, ces deux mesures devraient être égales : les dépenses des uns (PIB) sont toujours égales aux revenus des autres (RIB). En fait, certains pays ne rapportent pas ces deux mesures séparément. Par exemple, Statistique Canada présente une seule mesure pour les deux, en prenant simplement la moyenne du PIB et du RIB. Même si le Bureau of Economic Analysis des États-Unis présente des données différentes pour chaque concept, les deux mesures se suivent généralement de très près : après tout, elles mesurent la même chose. Toutefois, le PIB et le RIB ont fortement divergé depuis 2020, ce qui ouvre la porte à la possibilité que le PIB soit sous-compté. Si l'on ajoute la convergence du PIB et du RIB au modèle statistique simple décrit ci-dessus, la probabilité que la croissance du premier ou du deuxième trimestre soit révisée à la hausse s'élève à environ 70 %.
- Il ne faut donc pas s'étonner que le NBER n'utilise pas la règle des « deux trimestres négatifs » pour déterminer les dates des récessions, alors que le critère sous-jacent de la décision pourrait finir par changer une fois les données finalisées. Heureusement, le comité peut tenir compte d'autres indicateurs (emploi, production industrielle, etc.) pour prendre sa décision. Si ces indicateurs commencent à afficher un renversement, il faut s'attendre à une annonce rapide de récession.

L'écart entre le PIB et le RIB laisse présager des révisions de la croissance



Notes : Données obtenues de Bloomberg au 29 juillet 2022. Le PIB et le RIB sont tous deux mesurés en milliers de milliards de dollars américains chaînés de 2012.



Rendements des marchés financiers en juillet



Notes : Données sur les marchés obtenues de Bloomberg au 31 juillet 2022. Les rendements des indices sont pour la période du 1er juillet 2022 au 31 juillet 2022. Dans l'ordre, les indices sont les suivants : MSCI monde (monnaies locales), BBG Barclays Multiverse, S&P 500 (USD), indice composé 60 TSX (CAD), Nikkei 225 (JPY), FTSE 100 (GBP), EuroStoxx 50 (EUR), MSCI ME (monnaies locales), Russell 2000 – Russell 1000, Russell 1000 valeur — Russell 1000 croissance, contrat à terme Trésor 10 ans États-Unis, contrat à terme obligations État 10 ans Canada, contrat à terme obligations gilt 10 ans R.-U., contrat à terme bund 10 ans Allemagne, contrat à terme obligations 10 ans Japon, BAML HY Master II, iBoxx US Liquid IG, Leveraged Loans BBG (USD), obligations provinciales (FTSE/TMX Universe), BAML Canada Corp, BAML Canada IL, BBG Gold, BBG WTI, REIT (MSCI Local), Infrastructure (MSCI Local), BBG CADUSD, BBG GBPUSD, BBG EURUSD, BBG JPYUSD.

Les placements dans les fonds communs peuvent donner lieu à des commissions de vente et de suivi, ainsi qu'à des frais de gestion et autres. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Les fonds communs ne sont pas des placements garantis, leur valeur varie fréquemment et leur rendement antérieur peut ne pas se reproduire. Le contenu de ce commentaire (y compris les faits, les perspectives, les opinions, les recommandations, les descriptions de produits ou titres ou les références à des produits ou titres) ne doit pas être pris ni être interprété comme un conseil en matière de placement, ni comme une offre de vente ou une sollicitation d'offre d'achat, ou une promotion, recommandation ou commandite de toute entité ou de tout titre cité. Bien que nous nous efforcions d'assurer son exactitude et son intégralité, nous ne sommes aucunement responsables de son utilisation. Le présent commentaire renferme des énoncés prospectifs qui décrivent nos attentes actuelles ou nos prédictions pour l'avenir. Les énoncés prospectifs sont, de par leur nature, assujettis, entre autres, à des risques, incertitudes et hypothèses qui peuvent modifier de façon importante les résultats réels qui ont été énoncés aux présentes. Ces risques, incertitudes et hypothèses comprennent notamment les conditions générales économiques, politiques et des marchés en Amérique du Nord et à l'échelle internationale, les taux d'intérêt et de change, la volatilité des marchés boursiers et financiers, la concurrence commerciale, les changements technologiques, les changements sur le plan de la réglementation gouvernementale, les changements au chapitre des lois fiscales, les décisions judiciaires ou réglementaires inattendues ou les catastrophes. Nous vous invitons à soigneusement prendre en compte ces facteurs et d'autres facteurs et vous mettons en garde contre une confiance exagérée en ces énoncés prospectifs. Tout énoncé prospectif présenté dans le présent document n'est valable qu'en date du 31 juillet 2022. On ne devrait pas s'attendre à ce que ces renseignements soient mis à jour, complétés ou révisés en raison de nouveaux renseignements, de nouvelles circonstances, d'événements futurs ou autres. Le rendement de l'indice ne tient pas compte de l'incidence des frais, commissions et charges payables par les investisseurs dans des produits de placement qui cherchent à reproduire un indice.