

# Qu'est-ce qui freine le dollar canadien?

**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

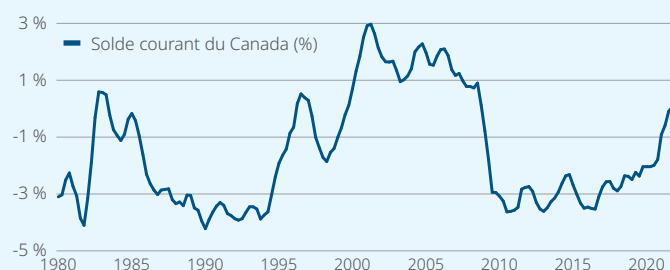
- Le contexte macroéconomique actuel de flambée des prix des produits de base et de fortes hausses de taux par la Banque du Canada devrait constituer une toile de fond positive pour le dollar canadien.
- Cependant, le dollar canadien est en légère baisse par rapport au dollar américain depuis le début de 2022 et reste en dessous de sa juste valeur à long terme.
- La faiblesse du dollar canadien s'explique en grande partie par un environnement de risque difficile, parce que le dollar canadien a tendance à s'échanger avec les actions mondiales, et par la faiblesse des investissements étrangers au Canada malgré la hausse des prix des produits de base.

En **novembre**, nous avons discuté du contexte macroéconomique prometteur pour les devises des pays exportateurs de produits de base. Lorsque les prix des produits de base mondiaux, du pétrole au cuivre, sont montés en flèche au premier trimestre, les monnaies des marchés émergents grandement sous-évaluées, comme le réal brésilien (+17,4 % au premier trimestre) et le rand sud-africain (+9,2 % au premier trimestre) ont fortement progressé par rapport au dollar américain. En comparaison, le dollar canadien a plus ou moins fait du surplace comparativement au dollar américain dans un contexte de hausse des produits de base (+1,1 % au premier trimestre).

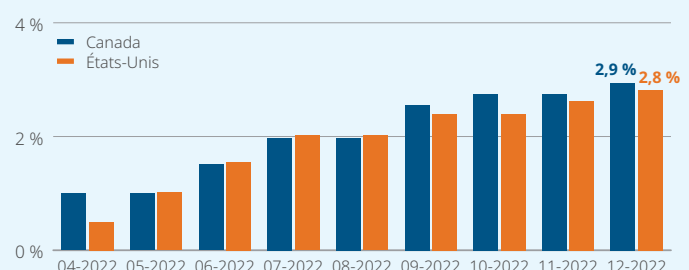
**Comment expliquer la performance relativement plus faible du dollar canadien ?** La hausse des prix des produits de base se transmet par les canaux financiers et commerciaux. Pour les pays émergents exportateurs de produits de base, la hausse des prix de ces produits a renforcé les balances commerciales et les bilans nationaux, ce qui a réduit le risque immédiat de crise de la balance des paiements et a poussé les banques centrales des pays émergents, comme celle du Brésil, à relever nettement les taux d'intérêt pour contenir l'inflation. Par contre, le Canada n'est pas vulnérable aux mêmes risques d'insolvabilité, puisque le pays émet principalement des titres de créance dans sa propre monnaie. Le dollar canadien devrait quand même bénéficier de la hausse des prix des produits de base par le biais des échanges commerciaux, même si l'effet sur les positions budgétaires et externes est plus critique pour les pays émergents exportateurs de produits de base. Le solde courant du Canada, défini grossièrement comme étant la différence entre la valeur des exportations et des importations plus les revenus nets de l'étranger, devrait encore s'améliorer au premier trimestre après être devenu positif au quatrième trimestre de 2021 pour la première fois depuis 2008.

## Graphique 1. La flambée des prix des produits de base et la hausse des taux d'intérêt constituent une toile de fond positive pour le dollar canadien.

**Le solde courant du Canada pourrait continuer de s'améliorer au premier trimestre.**



**Les marchés s'attendent à ce que la Banque du Canada porte son taux de financement à un jour à 2,9 % en 2022.**



Notes : Données de Bloomberg au 26 avril 2022. Les attentes du marché concernant le taux de prêt à un jour pour le Canada sont dérivées des swaps de taux d'intérêt à un jour. Les attentes du marché concernant la limite supérieure du taux des fonds fédéraux sont dérivées des contrats à terme sur le taux des fonds fédéraux.



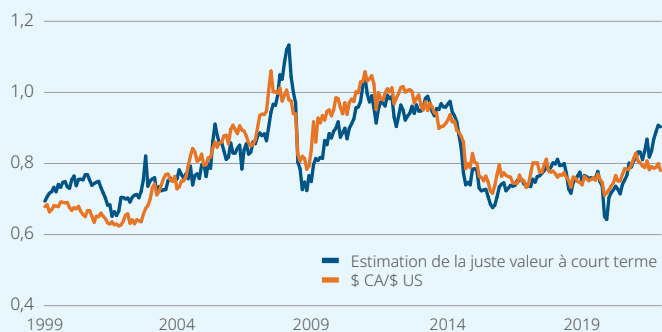
MACKENZIE

Placements

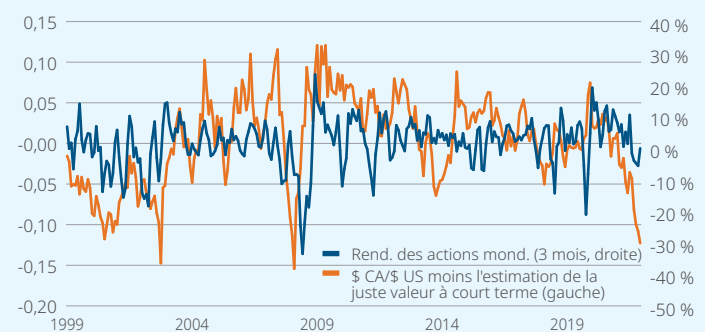
**L'attitude ferme de la Banque du Canada à l'égard de l'inflation n'a pas été un moteur important pour le dollar canadien cette année, puisque l'écart entre le rendement canadien et le rendement américain ne s'est pas significativement élargi.** La Banque du Canada a augmenté ses taux de 0,5 % lors de sa réunion du 13 avril. Il s'agit de la première fois depuis mai 2000 qu'elle a procédé à une hausse supérieure à 0,25 %. En raison de l'inflation de l'IPC en mars qui a atteint un niveau élevé de 6,7 % en glissement annuel, les économistes s'attendent généralement à ce que la Banque du Canada augmente à nouveau ses taux de 0,5 % lors de sa réunion de juin, pour faire passer le taux d'intérêt à un jour à 1,5 % (graphique 1). Toutefois, en fonction des attentes implicites du marché, le rythme des hausses de taux de la Banque du Canada correspond globalement à celui de la Fed. Par contre, les grands exportateurs de produits de base des marchés émergents, comme le Brésil, ont élargi l'écart entre leur taux d'intérêt et celui de la Fed au cours des derniers mois.

## Graphique 2. Le taux de change \$ CA/\$ US est resté stable malgré le contexte macroéconomique favorable du Canada.

**La juste valeur à court terme du \$ CA, en fonction des prix des produits de base et des taux d'intérêt, est d'environ 89 cents US**



**L'escompte par rapport à la juste valeur est le plus important des 13 dernières années**



Notes : Données obtenues de Bloomberg. L'estimation de la juste valeur à court terme est le résultat d'un modèle élargi qui inclut les prix du pétrole, les prix des produits de base hors pétrole et le différentiel de rendement \$ CA/\$ US à 2 ans. Le rendement des actions mondiales est le rendement moyen sur trois mois de l'indice MSCI Monde tous pays.

**Le dollar canadien semble sous-évalué par rapport aux estimations de sa juste valeur à court et à long terme.** Le graphique 2 montre la juste valeur à court terme du taux de change \$ CA/\$ US selon un modèle simple utilisant les prix des produits de base et les écarts de rendement entre le Canada et les États-Unis. L'écart entre le taux de change actuel et cette estimation de la juste valeur à court terme est à son plus haut niveau depuis des années. De plus, la sous-évaluation persistante par rapport à cette estimation de la juste valeur à court terme ne s'explique pas par l'évaluation du \$ CA par rapport à sa juste valeur à long terme, soit le taux de change d'équilibre vers lequel le \$ CA devrait converger à très long terme. Notre estimation de cette valeur d'équilibre à long terme est d'environ 83,5 cents US, soit 6 % de plus que le taux de change actuel.

**Il existe selon nous deux explications possibles au fait que la valeur du dollar canadien est inférieure au niveau que sous-entendent les prix des produits de base et les taux d'intérêt actuels : l'environnement de risque mondial difficile et les taux d'investissement modérés.** Depuis le début de l'année, les marchés sont peu enclins à prendre des risques. Le resserrement des banques centrales a eu un impact sur les conditions de liquidité mondiales et l'invasion de l'Ukraine a accru l'incertitude mondiale. L'indice MSCI Monde tous pays est en baisse de 12 % depuis le début de l'année et la volatilité est nettement supérieure aux niveaux historiques tant pour les titres à revenu fixe que pour les actions. Par le passé, le dollar canadien procyclique a évolué avec les actions mondiales et s'est affaibli en périodes d'aversion accrue pour le risque et de resserrement des conditions financières.

**Les flux d'investissements étrangers contenus pourraient expliquer la faible sensibilité du dollar canadien aux prix des produits de base.** Avant 2014, une hausse des prix des produits de base, en particulier des prix du pétrole, s'accompagnait généralement d'une augmentation des flux d'investissement au Canada. Cependant, en raison de la combinaison (1) d'obstacles réglementaires à l'extraction de combustible fossile et (2) de la faible rentabilité du secteur de l'énergie au cours de la dernière décennie, les investissements dans le pétrole et le gaz ont été anémiques dans l'ère post-pandémique. Même si les prix du pétrole ont dépassé leur niveau pré-pandémique dès février 2021, les dépenses d'investissement réelles dans l'industrie du pétrole et du gaz en 2021 étaient inférieures de 30 % à celles de 2019, et de 80 % à celles de 2014. Par contre, la tendance pourrait changer en 2022 si l'inflation élevée de l'énergie persiste, ce qui exercerait de la pression sur les gouvernements pour accélérer les projets d'extraction. Le mois dernier, le gouvernement fédéral a donné le feu vert au projet extracôtière d'exploitation pétrolière Bay du Nord à Terre-Neuve, d'une valeur de 16 milliards de dollars. Il s'agit du premier mégaprojet en amont au Canada depuis près de dix ans. Si ce projet, dirigé par une société norvégienne, finit par être un signe avant-coureur d'un changement de paradigme dans les flux d'investissement étranger, la sensibilité du dollar canadien à la hausse des prix de l'énergie pourrait se rétablir.



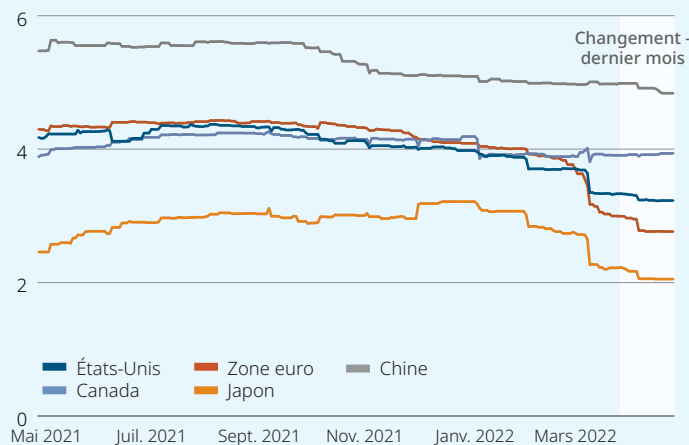
MACKENZIE

Placements

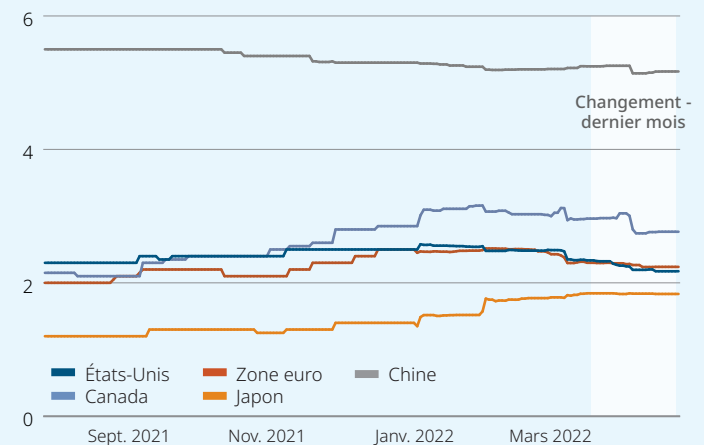
# Mise à jour macroéconomique mondiale

- Le  **marché du travail canadien**  a maintenu sa tendance favorable le mois dernier, avec 92 000 emplois à temps plein créés en mars, contre une moyenne historique d'environ 30 000 emplois par mois. Le 7 avril, le gouvernement fédéral a publié son budget 2022 qui prévoit environ 30 milliards de dépenses nettes supplémentaires au cours des cinq prochaines années. Ce chiffre n'inclut pas les sommes affectées aux transferts relatifs à la santé aux provinces et à l'assurance-médicaments universelle, deux politiques majeures qui devraient être mises en œuvre dans le budget de l'année prochaine. Ce budget expansionniste contribuera probablement de façon marginale aux pressions inflationnistes au cours des prochaines années et fait en sorte que le poids du contrôle de l'inflation repose entièrement sur les épaules de la Banque du Canada.
- Le Japon est un grand importateur de produits énergétiques et subit donc l'impact de la flambée des prix mondiaux de l'énergie déclenchée par l'invasion de l'Ukraine. Cependant, même avec ces pressions sur les prix des importations, les prévisionnistes s'attendent toujours à ce que  **l'inflation au Japon**  soit inférieure à l'objectif de 2 % de la Banque du Japon, ce qui témoigne de la faiblesse persistante de la demande des consommateurs japonais. Pour stimuler la demande, la Banque du Japon a plafonné les taux d'intérêt à long terme au pays, en utilisant une politique de « contrôle de la courbe de rendements » pour empêcher les rendements des obligations d'État à 10 ans de dépasser 0,25 %. En raison de la montée en flèche des rendements dans d'autres pays avancés, il est plus avantageux d'investir ses épargnes en dehors du Japon, ce qui explique l'effondrement récent de la valeur du yen japonais.

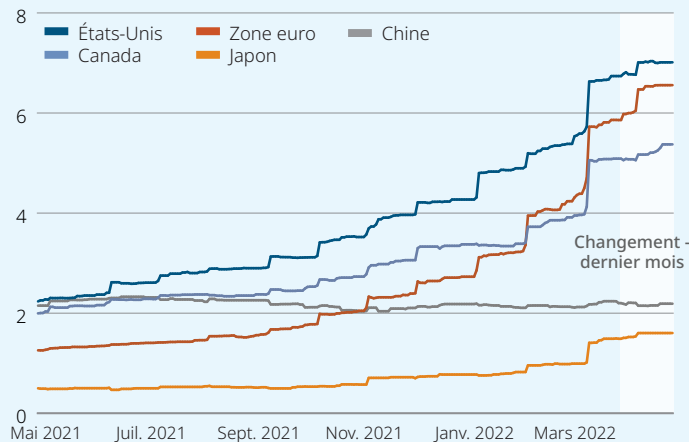
## Prévision de la croissance du PIB réel en 2022 (% , consensus)



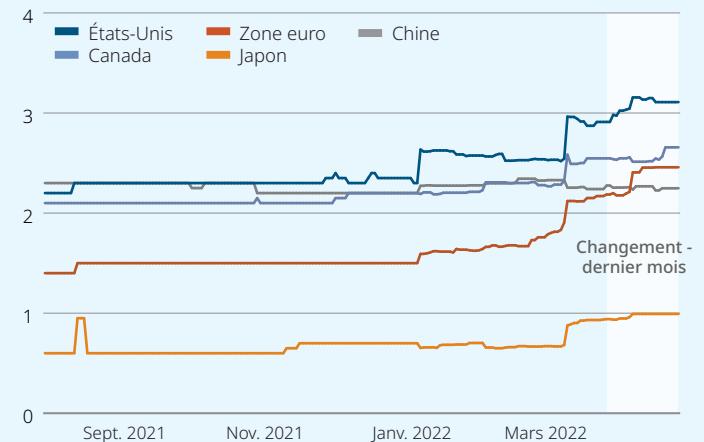
## Prévision de la croissance du PIB réel en 2023 (% , consensus)



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



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



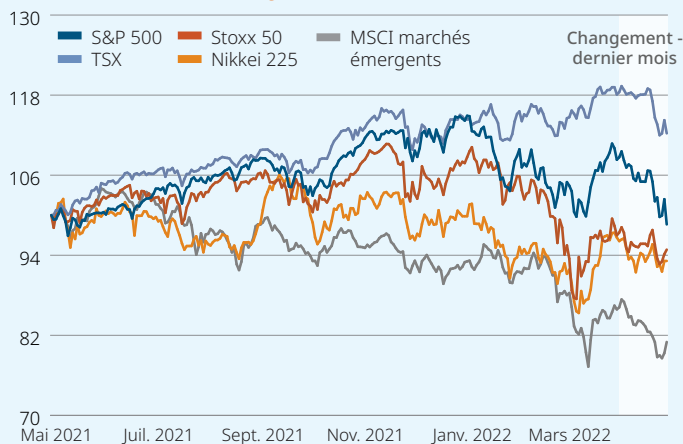
Notes : Prévisions de Consensus Economics au 30 avril 2022.



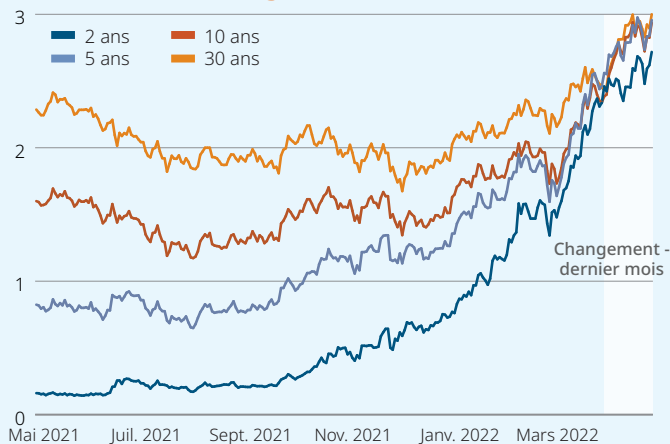
# Mise à jour sur les marchés financiers

- Après une forte reprise au cours des deux dernières semaines de mars, les **marchés boursiers** ont réduit leurs gains en avril. Les banques centrales occidentales, qui avaient adouci le ton à la suite de l'invasion de l'Ukraine, ont recommencé à signaler des hausses de taux plus importantes en 2022. Les actions canadiennes ont dépassé leurs homologues des États-Unis pour le quatrième mois consécutif, soit la plus longue période de surperformance depuis 2018.
- Pour un deuxième mois consécutif, les rendements des **obligations du Trésor américain** ont grimpé sur l'ensemble de la courbe. Depuis le début de l'année, les obligations du Trésor agrégées ont enregistré leur pire rendement total pour une période de quatre mois en début d'année depuis au moins 1900. Les rendements des bons du Trésor à 10 ans protégés contre l'inflation, aussi appelés TIPS, sont devenus positifs pour la première fois depuis le début de la pandémie. Après d'être brièvement inversée il y a un mois (voir [le commentaire du mois dernier](#)), la courbe de rendement des obligations du Trésor 10-2 affiche de nouveau une pente positive.
- Le **yen japonais** a continué de reculer par rapport aux autres grandes devises en avril, l'écart entre les taux à long terme du Japon et deux des autres pays avancés s'étant creusé (voir la Mise à jour macroéconomique mondiale). Le  **yuan chinois** s'est aussi affaibli vers la fin du mois, en raison des confinements en cours dans les grandes villes chinoises et de la hausse des rendements américains qui attirent les capitaux hors de la Chine. De plus, un yen japonais plus faible pourrait signifier une détérioration de la compétitivité des exportateurs chinois. Contrairement au yen, le yuan s'était renforcé par rapport à ses pairs avant sa récente baisse.

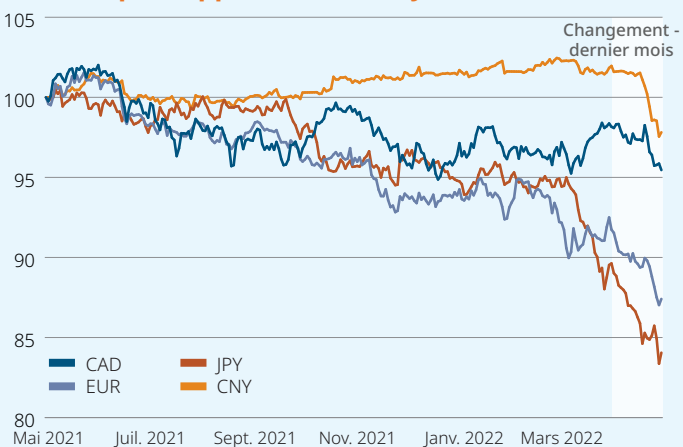
## Indices boursiers (il y a un an = 100)



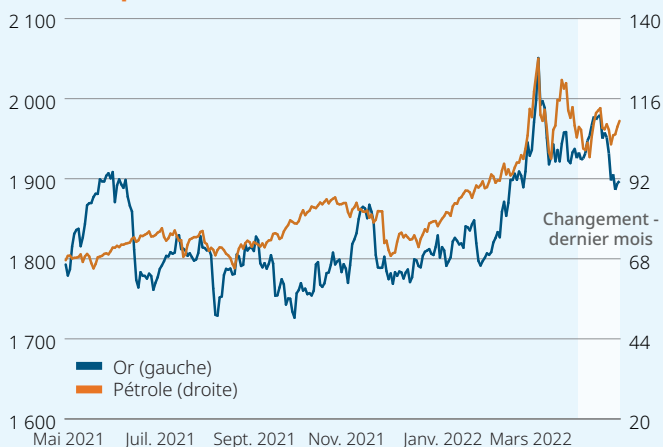
## Rendements des obligations du Trésor américain (%)



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



## Prix des produits de base (en USD)



Remarques : Données financières obtenues de Bloomberg au 30 avril 2022. Les rendements totaux des marchés boursiers sont libellés dans la devise locale, avec l'exception de MSCI marchés émergents, qui est libellé en \$ US.

# Ce qui retiendra notre attention en mai

## 11 mai : Publication de l'indice des prix à la consommation (IPC) d'avril aux États-Unis

- Dissimulées par l'impressionnante inflation globale du mois dernier (+1,2 % en glissement mensuel), plusieurs composantes de base ont montré des signes de modération. Les prix des biens durables, qui ont été le moteur de l'inflation de base l'année dernière, ont chuté en mars (-0,9 % en glissement mensuel). Les biens durables sont très sensibles à la fois à la demande des consommateurs et à la stabilité de la chaîne d'approvisionnement.
- Aux États-Unis, l'inflation devrait continuer d'être supérieure à la cible jusqu'en 2023. Cependant, une inflexion de la tendance pourrait apaiser les craintes d'une spirale incontrôlée et permettrait à la Fed de se concentrer sur la réalisation, de manière ordonnée, des nombreuses hausses dont les marchés tiennent déjà compte — un total de 10 en 2022.

## 18 mai : Publication de l'indice des prix à la consommation (IPC) d'avril au Canada

- Contrairement aux données des États-Unis, celles du Canada en mars n'ont montré aucun signe de ralentissement de l'inflation. Les augmentations de prix ont été généralisées, avec des hausses des biens de base — en particulier les biens durables — et des services.
- Par rapport aux États-Unis, le marché du travail du Canada est plus tendu et la croissance de son PIB nominal sera probablement plus élevée en 2022 en raison de l'envolée de la valeur de ses exportations, ce qui pourrait entraîner des pressions plus persistantes sur les prix, et un taux maximum plus élevé pour la Banque du Canada si elle espère refroidir l'économie en surchauffe.

## 31 mai : Publication du PIB du premier trimestre du Canada

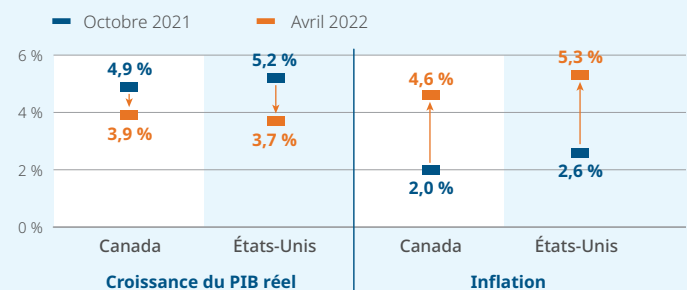
- Selon l'enquête de Bloomberg, l'économiste moyen s'attend à ce que la croissance du PIB réel du 1<sup>er</sup> trimestre atteigne un taux annualisé d'environ 4 %. Le PIB nominal, qui mesure la valeur en dollars du revenu total dans l'économie canadienne, devrait connaître une croissance supérieure à dix pour cent, entraîné par une hausse de la valeur des exportations des produits de base, l'appréciation des prix du logement et l'inflation générale des prix.

## Thème émergent

- Le Fonds monétaire international (FMI) a publié ses Perspectives de l'économie mondiale semestrielles, qui comprennent des prévisions macroéconomiques par pays. Comme la plupart des pays avancés, les **prévisions de croissance** du Canada et des États-Unis ont été **revues à la baisse**, tandis que leurs **prévisions d'inflation ont explosé**.
- Même avec les restrictions strictes imposées à certaines parties de son économie au cours des premières semaines de 2022, **les perspectives de croissance du Canada ont particulièrement bien résisté**. Selon les perspectives du FMI de l'automne dernier, le Canada devait enregistrer la deuxième plus faible croissance du PIB réel des pays du G7; six mois plus tard, ses prévisions pour 2022 sont les plus élevées du groupe.
- L'économie nord-américaine connaît un **boom inflationniste**, ce qu'illustrent les perspectives du FMI. La croissance devrait être nettement supérieure au potentiel, même si le variant Omicron, l'invasion de l'Ukraine et l'accélération des hausses de taux ont quelque peu terni les prévisions. Cela ne signifie pas qu'une récession est impossible. Un resserrement trop poussé des politiques pourrait entraîner un ralentissement radical de l'économie. Cependant, selon nous, une «stagflation» est peu probable. Une stagflation décrit un environnement macroéconomique très particulier, et les conditions qui entraînent

sa création sont distinctives. Les États-Unis n'ont connu qu'un seul environnement stagflationniste durable, et ce, pendant les années 1970. Bon nombre des moteurs de cette stagflation ne sont pas présents actuellement : les ajustements au coût de la vie dans les contrats des travailleurs, un plafond artificiel des taux d'intérêt des comptes d'épargne et une Fed complaisante. Ce dernier point aurait pu être vrai il y a quelques mois, mais ce n'est plus le cas aujourd'hui, la Fed ayant annoncé un resserrement quantitatif et une série de hausses de taux pour le reste de l'année 2022.

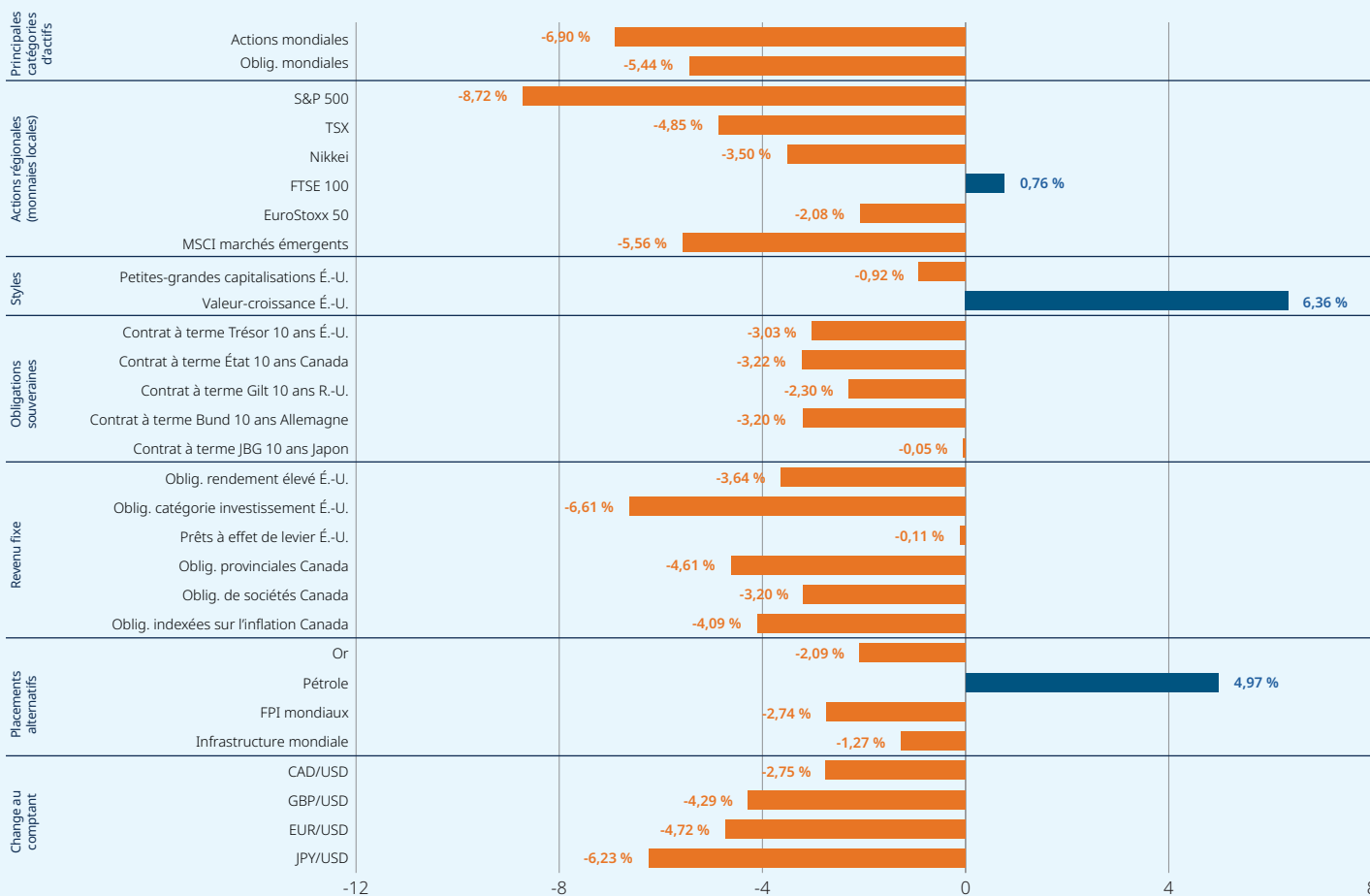
### Prévisions du FMI pour 2022 selon les deux dernières Perspectives



Notes : Extrait des Perspectives de l'économie mondiale du FMI, éditions d'octobre 2021 et d'avril 2022.



# Rendements des marchés financiers en avril



Notes : Données sur les marchés obtenues de Bloomberg au 30 avril 2022. Les rendements de l'indice sont présentés pour la période du 1<sup>er</sup> au 30 avril 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 30 avril 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.