

La prédominance du dollar américain ne signifie pas que sa dépréciation est impossible

Jules Boudreau, MA

Économiste principal

Équipe des stratégies multi-actifs Mackenzie

Faits saillants

- Le dollar américain ne court aucun réel danger de perdre son statut de monnaie de réserve mondiale.
- Les pays qui pourraient contester l'hégémonie monétaire des États-Unis, avec au premier rang la Chine, ne paieront pas les coûts économiques et politiques élevés nécessaires pour que leurs monnaies supplantent le dollar américain.
- La valeur du dollar américain pourrait progressivement reculer au cours des prochaines années, même si le billet vert reste la monnaie de réserve dominante.

Bien que certains titres accrocheurs annoncent la chute imminente du dollar américain, aucune autre monnaie ne peut, de façon réaliste, concurrencer sa suprématie. Premièrement, malgré tous les discours sur la volonté des pays en développement de se libérer de l'emprise du dollar américain, aucun émetteur de monnaie des marchés émergents n'a le potentiel de devenir un substitut pour les États-Unis. Deuxièmement, même si les sanctions contre la Russie en 2022 ont dégradé le statut de valeur sûre du dollar américain, d'autres économies avancées ont également contribué. Ainsi, les investisseurs et les gestionnaires de réserves ne peuvent pas passer du dollar américain à l'euro ou au yen pour protéger leur portefeuille contre les sanctions futures. Finalement, l'or et les autres produits de base sont trop peu liquides et trop volatils pour constituer une partie importante des réserves dans un monde financiarisé.

Le dollar américain n'est pas dominant parce que le commerce mondial est libellé en dollars américains; il est dominant parce que les bénéfices du commerce mondial sont recyclés en actifs libellés en dollars américains. Si l'Arabie saoudite commence à vendre son pétrole en yuans plutôt qu'en dollars, l'Arabie saoudite accumule un tas de yuans. Que fera-t-elle de tous ces yuans? Elle les vendra très probablement pour des dollars, pour acheter des actifs en dollars américains. Pour rompre le cycle, il faudrait que les Saoudiens veuillent acheter des actifs chinois et que la Chine les laisse faire.

Que sa monnaie soit celle de réserve mondiale n'est pas toujours rose; un coût important y est associé. La balance commerciale du pays qui exerce l'hégémonie monétaire ne peut être équilibrée, en raison de la vente d'actifs (terres, obligations, actions, etc.) pour financer les importations. L'exorbitant privilège actuel des États-Unis leur permet d'emprunter à l'étranger à des taux avantageux. Cependant, la surévaluation du dollar américain qui en résulte a largement contribué à amenuiser le secteur manufacturier américain au cours des dernières décennies. C'est inévitable : en tant que refuge financier, les États-Unis doivent soit accuser d'énormes déficits budgétaires, accumuler des dettes à la consommation ou accepter un taux de chômage élevé. Pour de nombreux pays, ce compromis est politiquement impensable.

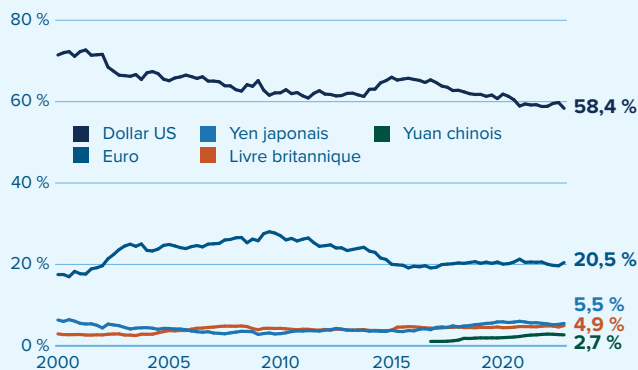
Le yuan chinois pourrait-il remplacer le dollar américain dans l'économie mondiale? La part du yuan dans les réserves mondiales a augmenté rapidement au cours des dernières années, même si elle reste inférieure à 3 % (voir le tableau 1). Pour que le yuan chinois ait réellement une chance de supplanter le dollar, la Chine doit respecter ces trois critères :

1. **Des marchés financiers profonds et liquides :** Il s'agit du seul critère duquel la Chine est proche. Le pays possède le deuxième marché obligataire au monde. De plus, la mise en place par la Banque populaire de Chine d'accords de swap avec d'autres banques centrales devrait permettre aux investisseurs étrangers d'obtenir rapidement des liquidités à partir d'obligations en yuans en cas de besoin.
2. **Pas de contrôle des capitaux :** Le gouvernement chinois garde toujours la mainmise sur le compte de capital du pays. Il est difficile d'imaginer que des investisseurs étrangers puissent détenir des yuans tant que la monnaie est implicitement gelée.

- 3. Déficit du compte courant :** Si les étrangers détiennent des actifs en yuans plutôt qu'en dollars, la Chine doit leur vendre ces actifs. Le pays doit devenir un fournisseur net d'actifs financiers au monde, en renversant son modèle économique actuel. Son modèle économique axé sur les exportations permet à la Chine d'accumuler des revenus commerciaux, qu'elle utilise ensuite pour acquérir des actifs financiers dans le reste du monde, en particulier aux États-Unis.

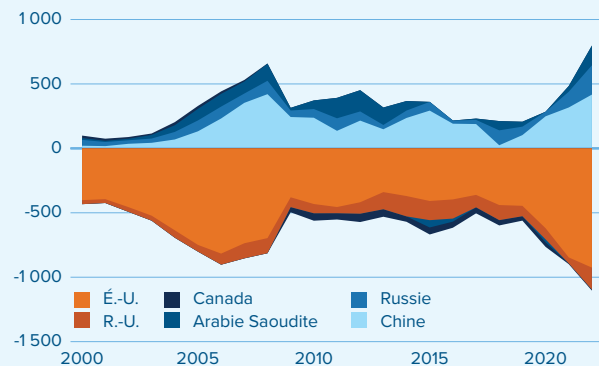
Tableau 1. Les pays excédentaires n'ont d'autre choix que de recycler leurs recettes d'exportation aux États-Unis.

Part des devises dans les réserves mondiales



Source : Bloomberg au 30 avril 2023.

Soldes courants en \$ US

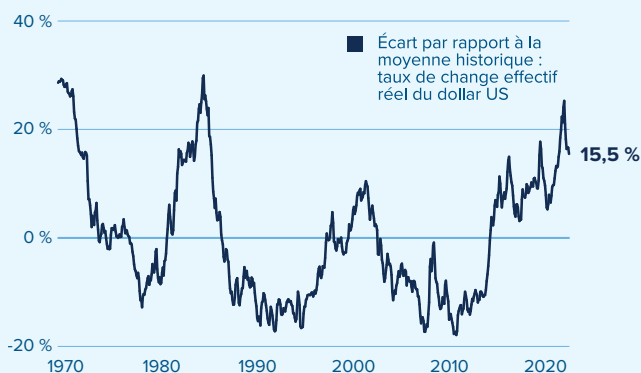


L'idée qu'un groupe de pays se ligue pour supplanter le dollar américain est excellente pour une œuvre de fiction financière, mais ne constitue aucunement une possibilité. La Chine, la Russie et l'Arabie saoudite sont tous des pays excédentaires. Le tableau 1 montre que ces pays ont collectivement accumulé 800 milliards de dollars d'actifs étrangers en échange de leurs exportations excédentaires. Ils ne peuvent pas conclure des échanges ensemble sans que l'un d'entre eux rééquilibre violemment son économie et enregistre des déficits commerciaux pour absorber les produits de commerce des autres. La Chine sera peut-être prête à le faire dans quelques décennies, mais pas actuellement.

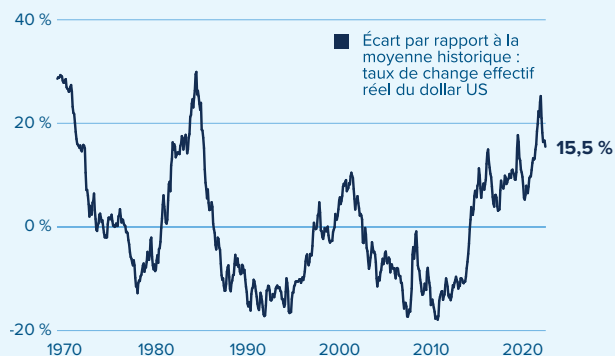
Il est toutefois important de souligner que nous pensons que le dollar américain va augmenter : il peut perdre de la valeur, tout en restant la monnaie mondiale dominante. Le dollar américain est trop fort par rapport aux monnaies des marchés émergents et aux autres monnaies des marchés développés, en plus de la prime qu'il mérite en tant que monnaie de réserve mondiale. L'année dernière, la Réserve fédérale américaine a relevé ses taux plus rapidement que la plupart des autres banques centrales. De plus, les États-Unis avaient l'économie la plus forte au monde, alors que la Chine était en confinement et que l'Europe était confrontée à une crise énergétique. Lorsque ces dynamiques ont commencé à s'inverser au quatrième trimestre de l'année dernière (réouverture de la Chine, atténuation de la crise énergétique en Europe et ralentissement du rythme des hausses de taux par la Réserve fédérale), le dollar américain s'est effondré. Dans notre Fonds global macro, nous conservons une position très courte sur le dollar américain afin de bénéficier de la tendance continue de dépréciation. La domination financière du dollar américain est là pour de bon, mais pas sa surévaluation.

Tableau 2. Le dollar américain est surévalué, au-delà de sa « prime de monnaie de réserve ».

Le TCER est toujours supérieur à sa moyenne post-Bretton Woods



Le dollar US est la monnaie la plus chère de notre univers



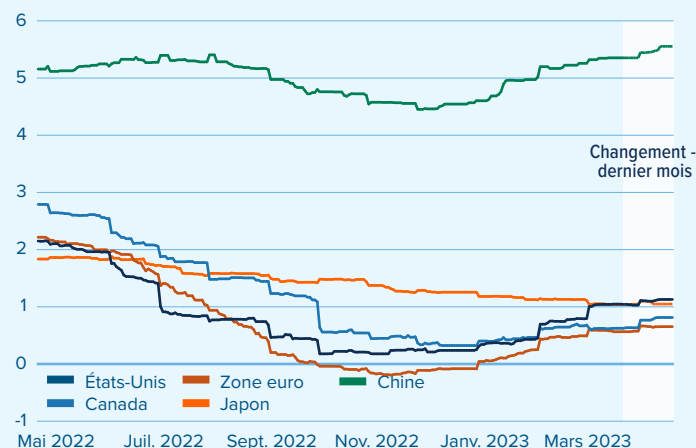
Source : Bloomberg au 24 avril 2023. Le graphique de droite présente les estimations de l'équipe des stratégies multi-actifs relatives aux sous-évaluations du dollar canadien, de la livre sterling, de l'euro et du yen par rapport au dollar américain.

Mise à jour macroéconomique mondiale

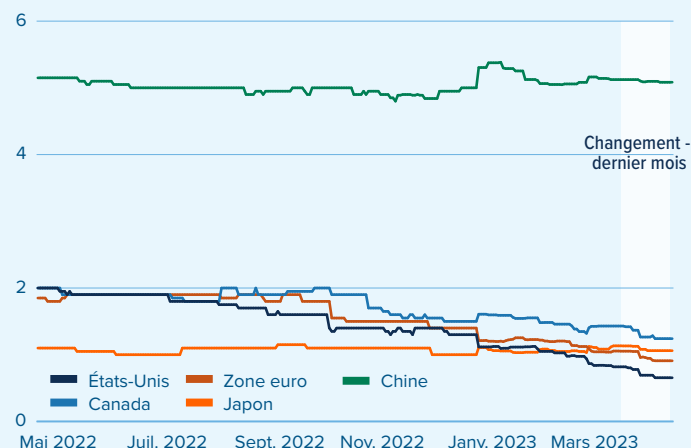
Selon le consensus, les prévisions d'inflation pour le Japon ont continué d'augmenter en avril. L'inflation globale a connu un ralentissement au cours des deux derniers mois, qui s'explique principalement par les nouvelles subventions gouvernementales pour les factures de gaz et d'électricité. Toutefois, ces mesures, qui s'apparentent à des stimulants financiers, devraient être considérées comme inflationnistes plutôt que déflationnistes. En effet, les prix à la consommation de base, qui excluent les coûts de l'énergie, continuent d'augmenter fortement. Dans notre Fonds global macro, nous avons une position courte sur les obligations japonaises afin de bénéficier de la suppression éventuelle du plafond des taux d'intérêt à long terme de la Banque du Japon.

L'évolution du secteur du logement dans les deux pays au cours des prochains mois constituera un facteur déterminant des **décisions des banques centrales** aux États-Unis et au Canada. Tiff Macklem, gouverneur de la Banque du Canada, a clairement indiqué que sa décision de suspendre les hausses de taux était principalement motivée par les craintes de crise de l'immobilier résidentiel. Depuis la pause de la banque en janvier, le marché immobilier canadien s'est de toute évidence stabilisé. Les prix immobiliers connaissent une reprise et l'activité hypothécaire reprend. Si l'inflation reste supérieure à 3 % à l'été, la banque pourrait aller de l'avant avec une dernière hausse « d'assurance », maintenant que le risque lié à l'immobilier résidentiel s'est estompé.

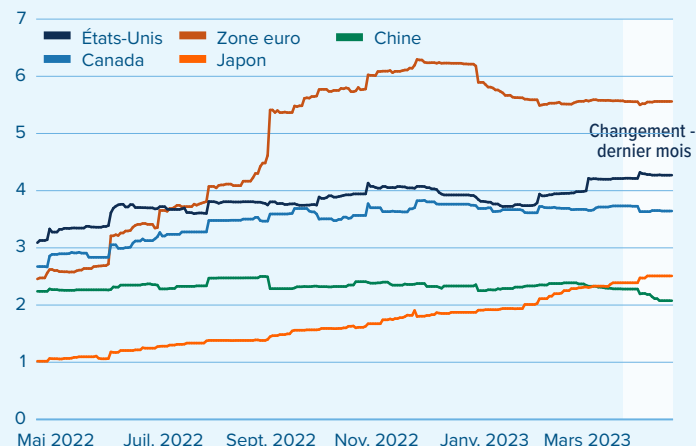
Prévision de la croissance du PIB réel en 2023
(%, consensus)



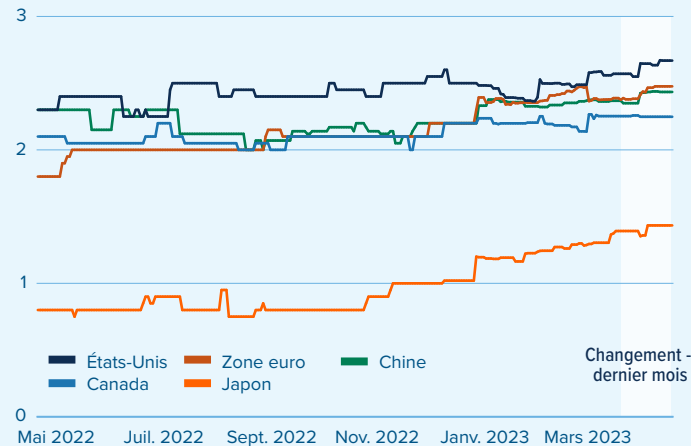
Prévision de la croissance du PIB réel en 2024
(%, consensus)



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



Prévision de l'inflation en 2024 (%, consensus)



Source : Consensus Economics au 30 avril 2023.

Mise à jour sur les marchés financiers

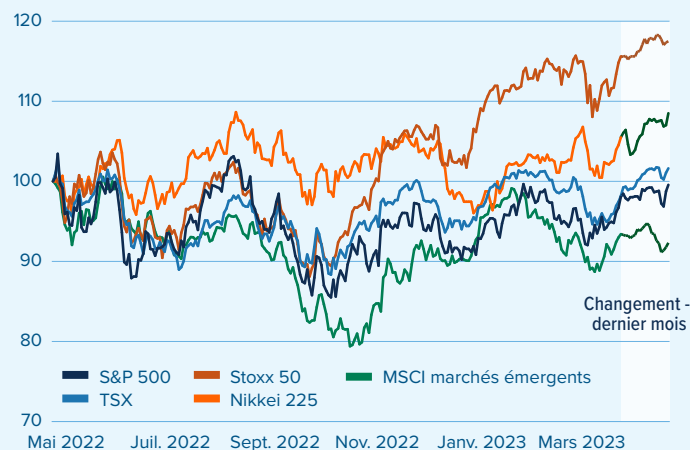
Les **actions** ont poursuivi leur rebond post-crise bancaire au début du mois d'avril, les marchés boursiers ayant progressivement intégré des taux d'intérêt maximums plus bas pour 2023. Les actions canadiennes ont surpassé leurs homologues en raison du raffermissement des prix des produits de base et de signes de stabilisation dans le marché immobilier local. Même si les actions canadiennes ont largement surpassé les actions américaines au cours des 18 derniers mois, leurs évaluations restent attrayantes selon la plupart des indicateurs.

En avril, le **dollar américain** s'est déprécié par rapport à la plupart des devises. En fait, l'indice DXY US Dollar a reculé au cours de six des sept derniers mois. Malgré cela, il reste surévalué par rapport à toutes les monnaies du G10 et à la

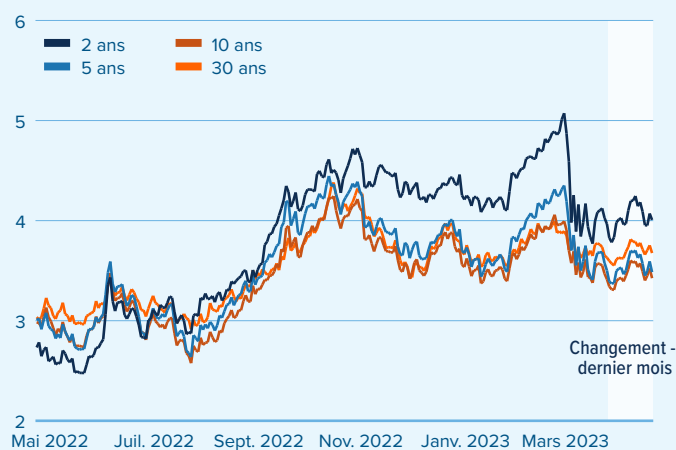
plupart des monnaies des marchés émergents de notre univers de placement.

Les **rendements obligataires** ont légèrement augmenté sur l'ensemble de la courbe en avril, mais ils restent bien en deçà de leurs niveaux de début mars, avant que la faillite de la Silicon Valley Bank n'ébranle les marchés. Nous ne nous attendons pas à ce que les rendements remontent à leurs niveaux d'avant la crise, mais nous pensons que les obligations d'État sont chères sur l'ensemble de la courbe. Nous nous attendons à ce que la croissance mondiale se poursuive et que l'inflation reste supérieure à l'objectif, ce qui constitue un scénario baissier pour les obligations.

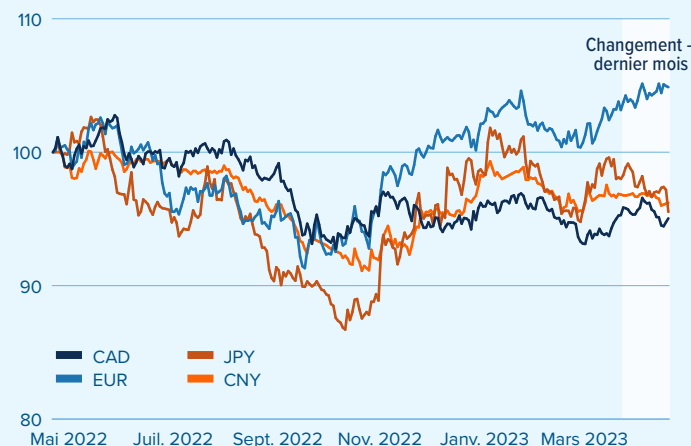
Indices boursiers (il y a un an = 100)



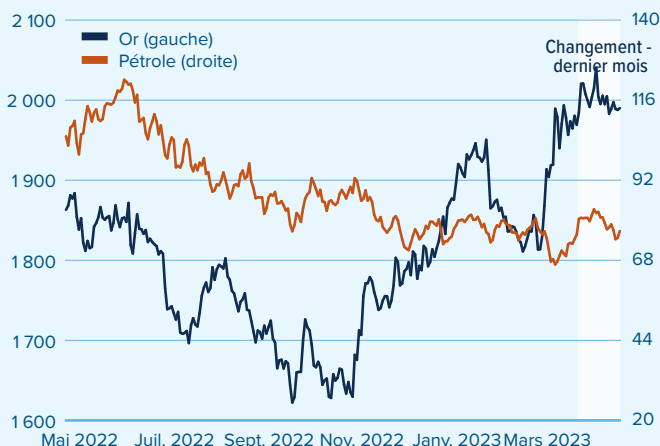
Rendements des obligations du Trésor américain (%)



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



Prix des produits de base (en USD)



Source : Bloomberg au 30 avril 2023. Indices boursiers de rendement total en devises locales, à l'exception de l'indice MSCI MÉ qui est libellé en \$ US.

Ce qui retiendra notre attention en mai

5 mai : Emplois au Canada en avril

- La vigueur de l'emploi en mars a surpris (34 700 contre 7 500 attendus) pour le septième mois consécutif, soit la plus longue série de résultats positifs depuis 2002.
- Cependant, ces données solides en mars cachent des signes inquiétants d'une faiblesse économique émergente. Des emplois ont été perdus dans la construction et l'industrie manufacturière, deux secteurs économiquement sensibles. Compte tenu de l'effondrement des prix de l'immobilier au Canada l'année dernière, la vigueur de l'emploi dans le secteur de la construction a surpris les analystes, les emplois dans ce secteur ayant augmenté de 8 % en 2022. Le rapport du mois dernier pourrait signaler le début d'un renversement dans le secteur.

18 mai : La Banque du Canada publie sa Revue du système financier

- La Revue du système financier de la Banque du Canada arrive à un moment intéressant cette année, au lendemain de l'effondrement de la Silicon Valley Bank (SVB). Les banques canadiennes n'ont pas le type de pertes cachées au bilan qui ont entraîné la chute de la SVB, et leurs dépôts sont plus diversifiés. Cependant, le test de résistance qui accompagnera la Revue du système financier pourrait conclure que les taux d'intérêt élevés constituent un risque pour la solvabilité des banques canadiennes.

31 mai : Produit intérieur brut (PIB) du Canada pour le 1^{er} trimestre

- Le PIB canadien a stagné au quatrième trimestre 2022. Alors que la consommation des ménages a connu une croissance solide, les investissements des entreprises se sont effondrés.
- En règle générale, la diminution des dépenses d'investissement est le signe avant-coureur d'une récession, mais les indicateurs de croissance et d'emploi ont été très solides au début de 2023. Ainsi, nous ne verrons probablement pas une croissance négative du PIB au premier trimestre, et une récession au Canada sera reportée au deuxième semestre de l'année.

Thème émergent

La Fed pourrait-elle relever sa cible d'inflation à 3 % ? Pas de sitôt.

En relevant la cible d'inflation dans le contexte actuel, la Fed perdrait énormément de crédibilité, et ses outils de politique monétaire perdraient en efficacité. L'efficacité de la politique monétaire repose sur l'ancrage à long terme des attentes d'inflation. Le relèvement de la cible d'inflation à 3 % n'aurait pas pour seul effet de faire passer ce point d'ancrage de 2 à 3 %, il le détruirait.

La direction actuelle de la Fed a montré pendant les années Trump qu'elle était en grande partie immunisée contre les pressions politiques. Powell est manifestement obsédé par l'idée de ce qu'il laissera derrière lui. Relever la cible d'inflation dans un contexte d'inflation élevée ruinerait certainement ce legs.

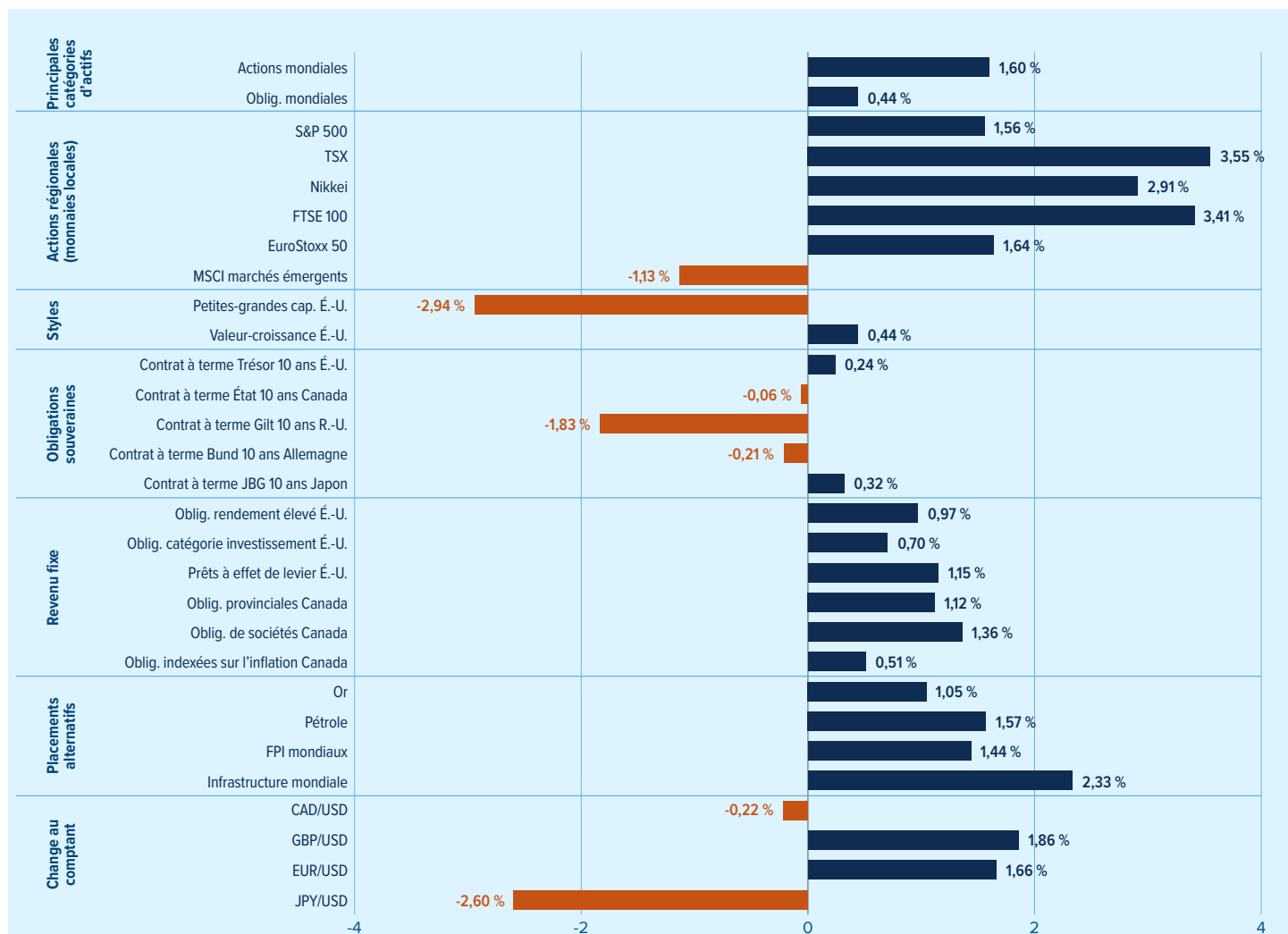
Si la Fed ne décide pas d'elle-même d'augmenter la cible d'inflation, le Congrès pourrait décider d'agir. Le Congrès pourrait licencier le président de la Fed et unilatéralement modifier le mandat de la Fed. Cependant, les démocrates ne contrôlent pas la Chambre des représentants et leur majorité au Sénat est extrêmement faible.

Attentes d'inflation : une ancre dans la tempête



Remarques : Données obtenues de Bloomberg au 24 avril 2023. Toutes les séries de données basées sur l'IPC sont ajustées pour correspondre à la définition de dépenses personnelles de la cible d'inflation de la Fed.

Rendements des marchés financiers en avril



Données sur les marchés obtenues de Bloomberg au 30 avril 2023. Les rendements des indices sont pour la période du 1^{er} avril 2023 au 30 avril 2023. 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 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 2023. 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 et investisseuses dans des produits de placement qui cherchent à reproduire un indice.