

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

Taux de change et divergence des taux d'intérêt

Le dollar canadien pourrait s'avérer résilient, comme cela a déjà été le cas auparavant

Par Hendrix Vachon, économiste principal

Des écarts de taux d'intérêt subsistent depuis plusieurs mois entre le Canada et les États-Unis. Ces écarts, surtout ceux avec les taux de court terme, sont appelés à s'accroître si la Banque du Canada (BdC) réduit plus rapidement ses taux directeurs que la Réserve fédérale (Fed) cette année et l'an prochain. Ce contexte continuera de mettre à l'épreuve le dollar canadien. Des taux d'intérêt plus faibles rendent les placements en dollars canadiens moins intéressants par rapport aux placements en dollars américains. Néanmoins, beaucoup d'autres variables ont aussi une influence sur le taux de change et au bout du compte, le dollar canadien pourrait bien s'avérer plus résilient que certains l'appréhendent. Un exemple historique intéressant est celui des années 1996 et 1997, où les taux d'intérêt au Canada avaient considérablement diminué par rapport aux taux américains, mais où le huard était parvenu à se maintenir.

Un élargissement des écarts de taux en vue

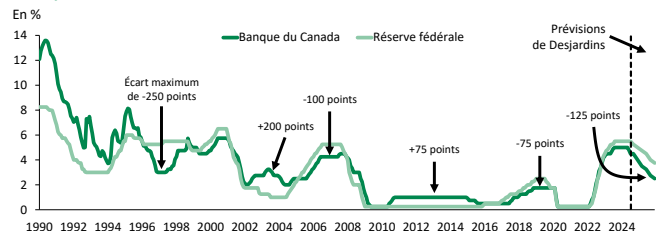
La BdC a amorcé ses baisses de taux en juin dernier et au moment d'écrire cette note, les probabilités pour des réductions supplémentaires en juillet et en septembre étaient élevées. Au total, nous misons sur une réduction de 100 points de base des taux directeurs canadiens en 2024 et sur une réduction supplémentaire de 150 points de base l'an prochain. Du côté des États-Unis, même si les plus récentes données ont été plus encourageantes sur le plan de l'inflation, nous nous attendons à moins de baisses de taux d'intérêt. L'économie américaine demeure en meilleure posture que l'économie canadienne. Par conséquent, elle devrait générer moins de pressions désinflationnistes et nécessiter moins de baisses de taux d'intérêt. Pour l'instant, nous prévoyons une diminution totale de 50 points de base en 2024, puis de 125 points supplémentaires en 2025.

Au bout du compte, un écart négatif de 125 points de base est prévu pour 2025 entre le principal taux directeur canadien et celui des États-Unis (graphique 1). À titre de comparaison, un écart négatif de 75 points avait été observé en 2019 et un écart de 100 points en 2006 et en 2007. Il faut remonter en 1996 et en 1997 pour observer un écart négatif plus important que celui que nous prévoyons pour l'an prochain.

Graphique 1

Nous prévoyons un écart de 125 points entre le principal taux directeur canadien et celui des États-Unis

Principal taux directeur*



* Est égal au taux d'escompte moins 25 points de base pour la période où le taux des fonds à un jour n'était pas encore le principal taux directeur au Canada.

Datastream et Desjardins, Études économiques

Nos prévisions comportent néanmoins une marge d'erreur, et des scénarios alternatifs, selon lesquels l'inflation baisserait plus vite au Canada, pourraient nous conduire vers un écart supérieur à 125 points. Parallèlement, l'économie américaine pourrait encore se montrer plus résiliente que prévu et ainsi amener la Fed à effectuer moins de baisses de taux, ce qui accentuerait l'écart entre les taux d'intérêt canadiens et les taux américains.

Bref, notre scénario de base prévoit déjà un écart plus important que ceux observés ces deux dernières décennies, et pour certains scénarios alternatifs, nous pourrions potentiellement nous rapprocher de l'écart de -250 points observé en 1996 et en 1997.

Bonne nouvelle, le huard a bien résisté en 1996 et en 1997

Malgré le différentiel de taux d'intérêt important en 1996 et en 1997, il est intéressant de rappeler que le taux de change canadien s'était peu déprécié durant ces années (graphique 2). Il s'était essentiellement maintenu entre 1,36 et 1,37 \$ CA/\$ US pendant que les écarts de taux d'intérêt s'élargissaient en 1996, puis le huard avait perdu quelques cents seulement en 1997. Et ce n'est pas la seule aberration historique. De 1998 jusqu'au début des années 2000, alors que les différentiels de taux étaient pourtant plus favorables, le dollar canadien était demeuré faible. Il a ensuite connu une longue période d'appréciation entre 2003 et 2007 malgré des écarts de taux d'intérêt qui étaient redevenus moins favorables.

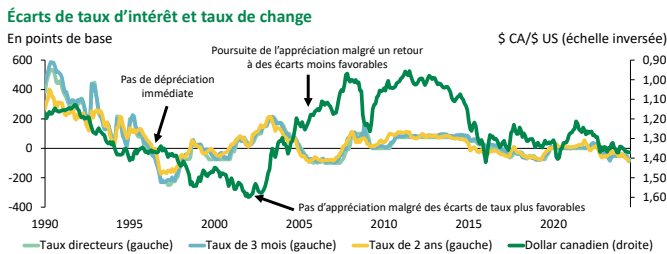
on ne peut pas tenir pour acquis que cette corrélation plus étroite entre le taux de change et les écarts de taux d'intérêt va se maintenir. Elle devrait encore osciller au fil du temps. Le taux de change canadien demeurera aussi guidé par plusieurs autres facteurs, comme l'évolution des cours des matières premières, l'état de l'économie canadienne, l'état de l'économie mondiale, sans oublier l'humeur sur les marchés financiers et les mouvements propres au dollar américain.

Le contexte importe

Il existait plusieurs déterminants favorables au huard en 1996. D'abord, la raison pour laquelle les écarts de taux d'intérêt se sont élargis cette année-là est que la BdC avait réussi à faire plier l'inflation. Celle-ci était passée sous les 2 %, alors qu'elle demeurait près des 3 % aux États-Unis (graphique 4). Cette baisse de taux a été accueillie plutôt favorablement après plusieurs années avec une politique monétaire restrictive. C'était l'époque du début du ciblage de l'inflation. Les banques centrales ont dû travailler plus fort pour asseoir leur crédibilité et bien ancrer les anticipations sur la cible établie.

Graphique 2

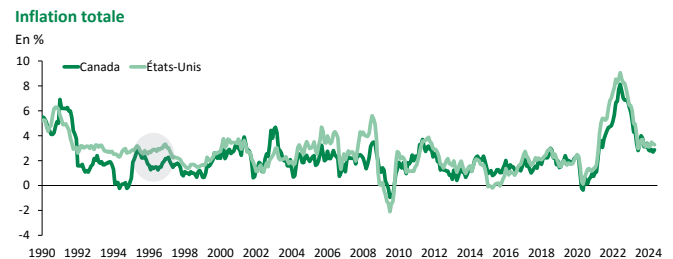
Le dollar canadien avait plutôt bien fait en 1996 et en 1997



Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 4

L'inflation était plus faible au Canada et permettait des baisses de taux



Datastream et Desjardins, Études économiques

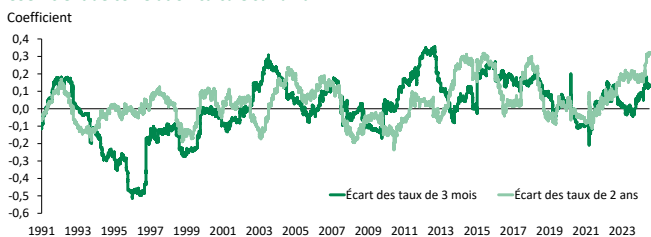
Cela illustre bien à quel point les écarts de taux d'intérêt ne sont pas garants des mouvements de change. D'ailleurs, une analyse de la corrélation avec les écarts des taux de 3 mois et de 2 ans montre une importante volatilité au fil du temps (graphique 3). La corrélation était très faible, voire négative, dans les années 1990, alors qu'elle est redevenue plus forte récemment. Malgré tout,

Les années précédentes avaient été difficiles au Canada, avec un taux de chômage nettement plus élevé qu'aux États-Unis (graphique 5). C'était aussi une époque de plus grande incertitude sur le plan constitutionnel, sans compter la crise

Graphique 3

La corrélation entre les mouvements de change et les mouvements des écarts de taux d'intérêt varie beaucoup dans le temps

Coefficient de corrélation calculé sur un an*



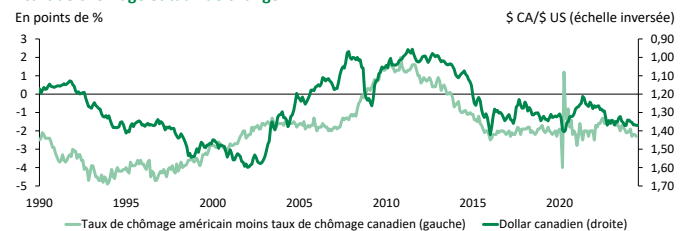
* Corrélation entre les variations quotidiennes du taux de change canadien et les variations quotidiennes des écarts de taux d'intérêt entre le Canada et les États-Unis.

Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 5

Le huard était déjà faible en raison des difficultés économiques du début des années 1990

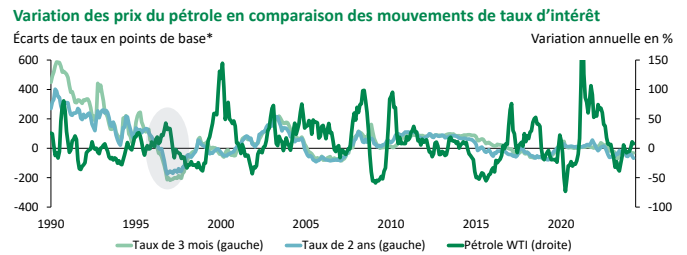
Écart de chômage et taux de change



Datastream et Desjardins, Études économiques

du peso mexicain qui a entraîné le dollar canadien dans son sillage. Les difficultés financières au Mexique avaient aussi mis en lumière des faiblesses structurelles au Canada, notamment au niveau des importants déficits publics et de la balance des paiements. En 1994, les déficits publics avoisinaient encore 7 % du PIB au Canada, avec une balance courante également très déficitaire. Le portrait s'est par la suite amélioré rapidement, ce qui a aidé le dollar canadien (graphique 6). L'année 1996 apparaissait donc comme une année de retour au calme après une période turbulente. Cela était également observable sur les marchés financiers, avec un plus grand appétit pour le risque et de meilleurs rendements boursiers (graphique 7).

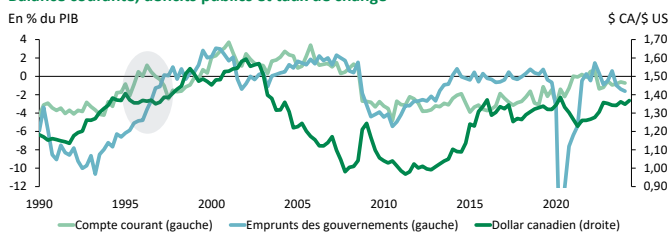
Graphique 8
Les prix du pétrole avaient augmenté en 1996 pendant que les écarts de taux se creusaient



WTI : West Texas Intermediate; * Écarts entre les taux canadiens et les taux américains.
Datastream et Desjardins, Études économiques

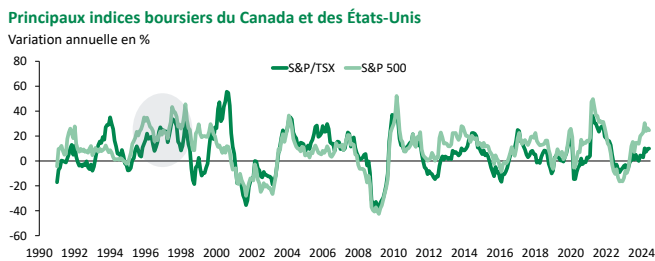
significativement au dollar canadien. L'appétit pour le risque sur les marchés financiers était également retombé.

Graphique 6
L'amélioration de la situation financière des gouvernements et de la balance courante ont aidé à freiner la dépréciation du huard



Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 7
L'appétit pour le risque était de retour en 1996



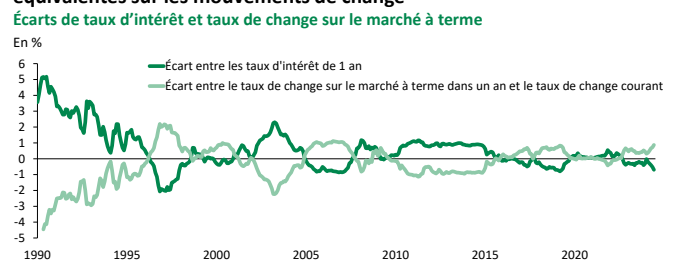
Datastream et Desjardins, Études économiques

La cerise sur le gâteau pour le dollar canadien a toutefois été la remontée des prix du pétrole, laquelle a amélioré les termes de l'échange au Canada et aidé à ramener la balance courante en territoire positif (graphique 8). L'élan du pétrole s'est cependant modéré en seconde moitié de 1997 en raison de l'éclatement d'une crise financière dans plusieurs pays d'Asie. Le dollar canadien ne s'est pas tout de suite déprécié fortement alors que la BdC avait amorcé un cycle de hausses de taux d'intérêt. Les difficultés en lien avec la crise asiatique se sont aggravées en 1998, avec de plus fortes corrections des prix du pétrole et des autres matières premières, ce qui a fini par nuire

N'oublions pas la parité des taux d'intérêt

Un autre aspect des taux de change qu'il ne faut pas oublier est celui du marché des contrats à terme qui maintient la parité des taux d'intérêt. Lorsque les taux d'intérêt canadiens sont plus faibles que les taux américains, les investisseurs doivent être compensés par une appréciation attendue de la devise. Cela signifie que la valeur attendue du dollar canadien sur le marché à terme doit alors être plus forte que sa valeur courante afin de maintenir la parité des taux d'intérêt (graphique 9). Par exemple, si le taux d'intérêt sur un an au Canada est de 1 % plus faible qu'aux États-Unis, les investisseurs auront besoin d'une appréciation de 1 % du dollar canadien sur la même période pour être compensés.

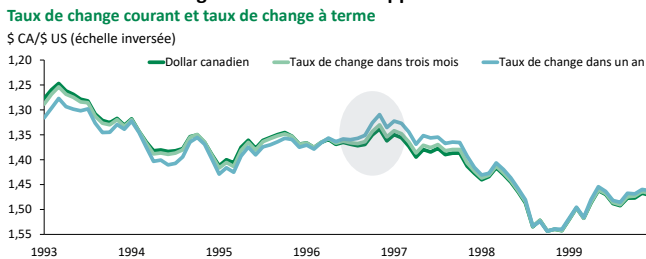
Graphique 9
Les écarts de taux d'intérêt doivent être compensés par les anticipations équivalentes sur les mouvements de change



Datastream et Desjardins, Études économiques

En 1996, au fur et à mesure que les écarts de taux d'intérêt augmentaient, des écarts apparaissaient entre le taux de change courant et les taux de change à terme (graphique 10 à la page 4). Plus précisément, pendant que le taux de change courant demeurait relativement constant, il y a eu une appréciation des taux de change à terme pour le dollar canadien. Cette appréciation attendue par les investisseurs permettait d'envisager

Graphique 10
En 1996, le taux de change courant était demeuré relativement constant, mais les taux de change à terme s'étaient appréciés



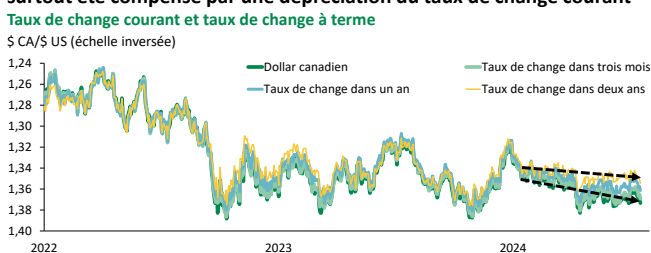
Datastream et Desjardins, Études économiques

un gain sur le marché des changes qui allait compenser les taux d'intérêt plus faibles sur les placements en dollars canadiens.

Il n'y a pas de certitude quant aux mouvements des taux de change à terme. Ceux-ci ne vont pas systématiquement s'apprécier lorsque les taux d'intérêt diminueront au Canada. Dans l'exemple des années 1996 et 1997, le contexte économique et financier favorable pouvait plus facilement laisser entrevoir une appréciation du dollar canadien. Cependant, dès que la situation s'est corsée en raison de la crise asiatique, les investisseurs ont été moins enclins à miser sur cette appréciation et le taux de change courant a dû diminuer.

Dans la période récente, l'élargissement des écarts de taux d'intérêt entre le Canada et les États-Unis n'a pas été compensé par une appréciation des taux de change à terme. Le taux de change à terme dans un an se situe actuellement aux environs de 1,36 \$ CA/\$ US, alors qu'il oscillait aux environs de 1,34 \$ CA/\$ US au début de l'année. C'est le taux de change courant qui s'est davantage déprécié pour maintenir la parité des taux d'intérêt (graphique 11). Toutefois, comme cela s'est déjà produit auparavant, l'élargissement supplémentaire des écarts de taux d'intérêt a le potentiel de se traduire davantage en une appréciation des taux de change à terme.

Graphique 11
Depuis le début de l'année, l'élargissement des écarts de taux d'intérêt a surtout été compensé par une dépréciation du taux de change courant



Datastream et Desjardins, Études économiques

Enfin, à quoi s'attendre pour le reste de 2024 et l'an prochain?

Avant tout, le premier message à retenir est que les écarts de taux d'intérêt ne sont pas des prédictors toujours fiables pour les taux de change. Beaucoup d'autres éléments doivent être pris en compte. À l'image de ce qui s'est déjà produit auparavant, le dollar canadien pourrait éviter de se déprécier davantage malgré des taux d'intérêt diminuant plus rapidement au Canada. C'est d'ailleurs ce que nous prévoyons. Actuellement à plus de 1,37 \$ CA/\$ US, le huard pourrait encore demeurer sous pressions à très court terme, mais reprendre une légère tendance haussière d'ici la fin de l'année et converger entre 1,34 et 1,35 \$ CA/\$ US d'ici la fin de 2025.

Évidemment, certains éléments devront être favorables au huard pour compenser l'élargissement prévu des écarts de taux d'intérêt. En premier lieu, nous demeurons plutôt optimistes pour les prix du pétrole et surtout pour ceux du gaz naturel. Les prix devraient généralement demeurer élevés pour plusieurs autres matières premières, à condition que la demande mondiale se maintienne. C'est là une hypothèse centrale à notre scénario. Bien que nous ne prévoyons pas une reprise économique fulgurante, nous nous attendons tout de même à ce que le rythme de croissance s'améliore graduellement dans plusieurs pays. Ce contexte économique resterait également favorable aux marchés financiers en général, avec des primes de risque demeurant relativement faibles et les marchés boursiers maintenant une tendance haussière.

Il y a aussi lieu de mettre en contexte les baisses de taux d'intérêt prévues. Comme cela a été le cas en 1996, celles-ci doivent être accueillies favorablement sur le plan économique. Elles ne régleront pas tous les problèmes, mais pourront aider à accélérer la croissance. Cela est sans oublier que plus les taux d'intérêt baisseront, moins le choc sera grand pour ceux qui devront renouveler leur hypothèque contractée à bas taux durant la pandémie. Il s'agit d'un net avantage sur le plan de la stabilité financière et tout cela peut constituer un soutien à la devise. Les investisseurs pourraient plus facilement accepter une appréciation des taux de change à terme, ce qui réduirait le besoin d'ajustement du taux de change courant pour maintenir la parité des taux d'intérêt. Tout compte fait, l'environnement actuel semble offrir des opportunités de positionnement attrayantes pour les investisseurs en devises qui voudraient miser sur une appréciation du dollar canadien.