

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

Le dollar canadien est-il sous-évalué?

Par Hendrix Vachon, économiste principal

Le dollar canadien s'échange actuellement à moins de 0,79 \$ US. Pourtant, certaines variables, comme les prix élevés du pétrole et d'autres matières premières, suggèrent qu'il pourrait valoir plus. Ce *Point de vue économique* fait le tour de différentes variables afin de déterminer s'il est sous-évalué ou non. Une sous-évaluation est parfois perçue comme utile pour stimuler la croissance économique, mais dans le contexte actuel d'inflation élevée et de problèmes d'offre, une devise plus forte pourrait être un avantage. Elle pourrait notamment mieux jouer son rôle de stabilisateur automatique.

Le pétrole n'a plus autant d'influence

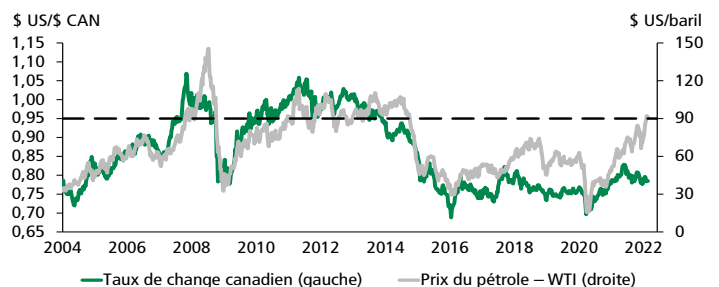
La valeur du dollar canadien a souvent été liée à l'évolution des prix du pétrole. La corrélation a longtemps été très robuste (graphique 1). Notamment, la hausse des prix du pétrole entre 2004 et 2008 avait été accompagnée par une forte appréciation du huard. Après s'être déprécié durant la crise financière, le huard a vite rebondi avec les prix du brut. Entre les années 2010 et 2014, le pétrole s'est maintenu entre 90 \$ US et 100 \$ US le baril et le huard s'est stabilisé autour de la parité avec le billet vert. Aujourd'hui, le baril de pétrole WTI (*West Texas Intermediate*) avoisine à nouveau les 90 \$ US le baril, mais le huard n'en profite pas autant qu'avant.

Le pétrole canadien se vend un peu moins cher que le WTI, soit à près de 80 \$ US le baril pour le WCS (*Western Canadian Select*) (graphique 2). Cependant, l'écart avec le prix de référence du pétrole américain a souvent été plus grand par le passé et peut difficilement expliquer la plus faible valeur du dollar canadien que l'on observe actuellement.

La faute aux faibles investissements

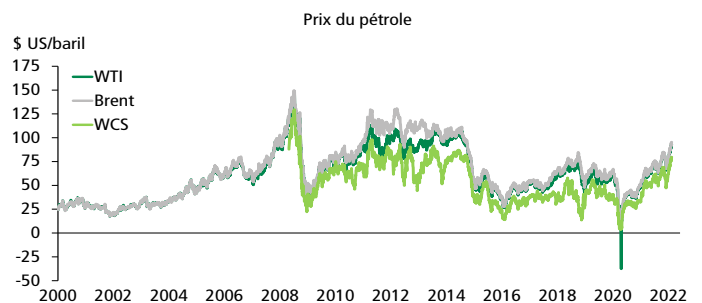
Deux mécanismes principaux faisaient que la devise canadienne s'appréciait beaucoup lorsque les prix du pétrole augmentaient. D'abord, en vendant son pétrole plus cher, le Canada profitait de plus grandes entrées d'argent, lesquelles augmentaient la demande pour le dollar canadien. Par la suite, cet effet était gonflé par des investissements étrangers élevés dans le secteur énergétique canadien. Le premier mécanisme fonctionne probablement encore très bien aujourd'hui, mais ce n'est pas le cas du second, alors qu'il y a beaucoup moins d'appétit à investir dans le secteur pétrolier et gazier canadien (graphique 3 à la page 2). Cette perte d'appétit reflète une plus grande prudence

GRAPHIQUE 1
Pendant plusieurs années, il y a eu un lien très fort entre le pétrole et le dollar canadien



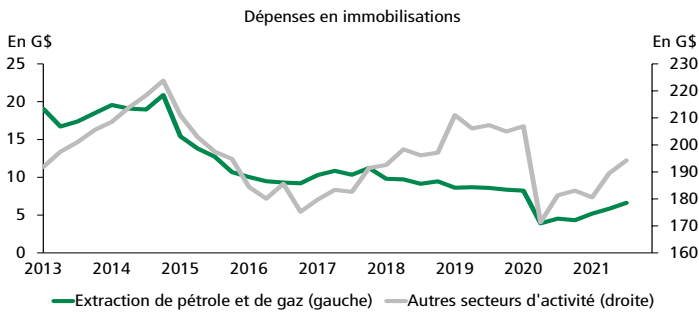
WTI : *West Texas Intermediate*
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 2
Il n'y a pas d'écart de prix anormal pour le pétrole canadien



WTI : *West Texas Intermediate*; WCS : *Western Canadian Select*
Sources : Datastream, Bloomberg et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 3
Il n'y a pas beaucoup d'appétit à investir dans le pétrole et le gaz au Canada



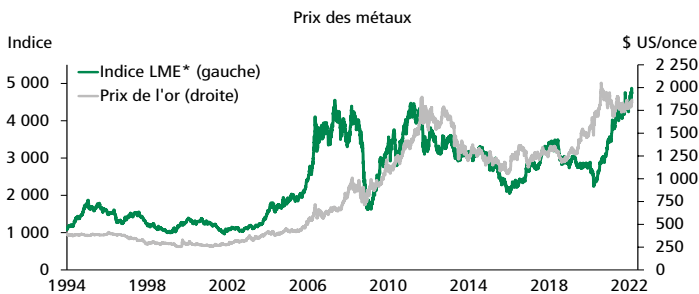
Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

des producteurs mondiaux face au risque de surinvestissement, mais aussi des incertitudes en lien avec les capacités de transport et la transition énergétique.

Mais il n'y a pas que le pétrole

Les prix de plusieurs autres ressources naturelles ont aussi une incidence sur le dollar canadien. Récemment, la tendance a été à la hausse pour le cours de plusieurs ressources, notamment les métaux, ce qui justifierait un dollar canadien plus fort qu'il ne l'est actuellement (graphique 4).

GRAPHIQUE 4
Les prix des métaux sont très élevés et certains sont à des sommets historiques

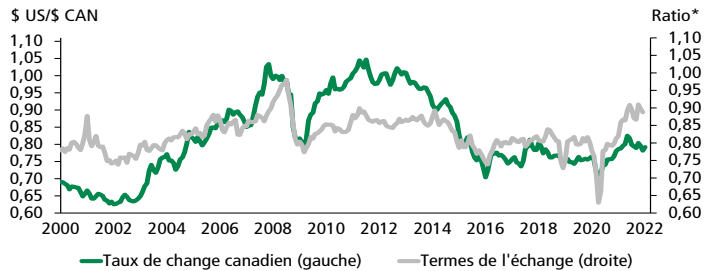


LME : London Metal Exchange, * L'indice regroupe les prix de l'aluminium, du cuivre, du plomb, du nickel, de l'étain et du zinc.

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Plutôt que de se limiter au pétrole ou aux autres prix des matières premières, on peut analyser l'ensemble des prix des produits exportés et des produits importés. Le ratio de ces prix mesure les termes de l'échange, lesquels peuvent dicter la tendance du taux de change. Toute autre chose étant égale par ailleurs, si les prix des produits exportés augmentent plus que les prix des produits importés, cela se traduit par une demande accrue pour le dollar canadien et son appréciation. Les termes de l'échange canadien sont actuellement très favorables et à eux seuls militeraient pour une devise valant près de 0,90 \$ US (graphique 5).

GRAPHIQUE 5
L'amélioration des termes de l'échange militerait pour un dollar canadien plus fort



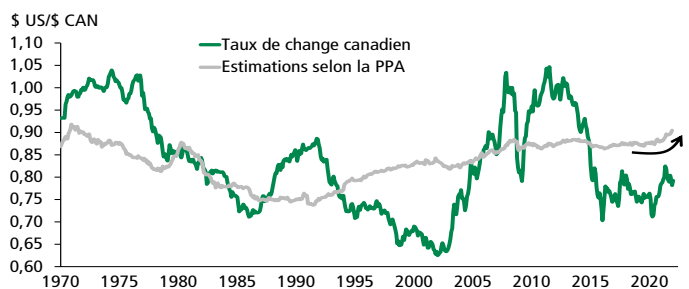
* Ratio des prix à l'exportation et des prix à l'importation, ajusté par rapport à la moyenne du taux de change de 2000 à 2021.

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

La parité des pouvoirs d'achat milite aussi pour un huard plus fort

Une autre variable parfois utilisée pour juger de la sur ou sous-évaluation d'une devise est la parité des pouvoirs d'achat (PPA). L'idée principale est que la valeur d'un panier de biens et services devrait être égale d'un pays à l'autre. En cas de disparité, le taux de change devrait s'ajuster pour maintenir l'égalité. La PPA peut être calculée avec le ratio des indices de prix à la consommation (IPC) de deux pays. Cette mesure militerait aussi pour un huard aux environs de 0,90 \$ US (graphique 6). Avant la pandémie, la valeur d'équilibre estimée était plus près de 0,87 \$ US, mais l'inflation plus élevée aux États-Unis au cours des dernières années a changé la donne en faveur du dollar canadien.

GRAPHIQUE 6
L'inflation plus élevée aux États-Unis augmente la valeur du taux de change estimée selon la PPA



PPA : parité des pouvoirs d'achat
 Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

La PPA n'est cependant pas une mesure très précise. Graphiquement, on constate que le taux de change s'en écarte souvent de beaucoup et pendant de longues périodes. La PPA est davantage un indicateur de la tendance à très long terme. Des biais de mesure découlent aussi de l'utilisation des IPC qui ne sont pas calculés de la même façon d'un pays à l'autre. On ne compare donc pas tout à fait le prix des mêmes biens et services.

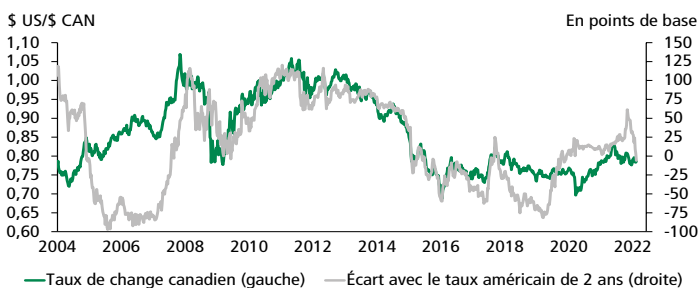
Les taxes à la consommation peuvent également ajouter des divergences. Cela est sans compter que les biens et services ne peuvent pas tous être exportés ou importés. Faute d'arbitrage entre tous les prix, il peut donc subsister des différences entre les pays pendant plusieurs années.

Les mouvements de taux d'intérêt ont été moins favorables récemment

Les taux d'intérêt sont une autre variable importante pour les taux de change. Une monnaie avec des taux d'intérêt plus élevés va habituellement être plus attrayante qu'une autre avec des taux plus faibles. Évidemment, il ne faut pas que les taux d'intérêt plus élevés soient le résultat d'une prime de risque accrue. Dans ce cas, c'est plutôt une dépréciation que l'on devrait observer.

Il y a eu d'importants mouvements de taux d'intérêt sur les marchés obligataires dans les derniers mois en raison de l'inflation et des signaux envoyés par les banques centrales quant à d'éventuelles hausses des taux d'intérêt directs. Les anticipations de hausses des taux d'intérêt ont d'abord été plus fortes au Canada, mais plus récemment c'est surtout du côté américain que l'aiguille a bougé. Les écarts de taux d'intérêt entre le Canada et les États-Unis sont maintenant moins avantageux pour le dollar canadien et cadrent avec un taux de change légèrement sous 0,80 \$ US (graphique 7). Pendant plusieurs trimestres, la valeur du huard est néanmoins demeurée sous la valeur suggérée par les écarts de taux d'intérêt. Ce n'est donc pas une variable qui est toujours fiable.

GRAPHIQUE 7 Les écarts de taux d'intérêt entre le Canada et les États-Unis sont moins favorables

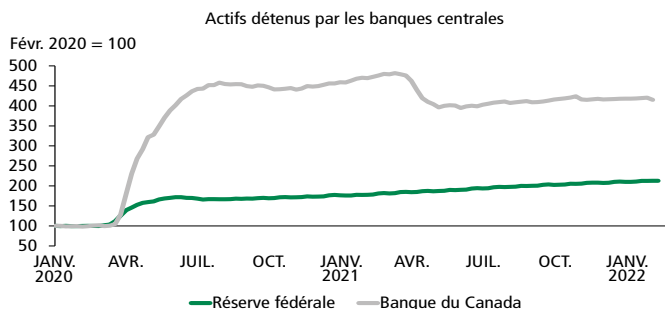


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Les achats d'actifs

Il n'y a pas que les taux d'intérêt directs qui pourraient bouger prochainement. Les banques centrales pourraient aussi annoncer la réduction de leur détention d'actifs après l'avoir fortement augmenté durant la pandémie. La Banque du Canada (BdC) a plus que quadruplé la taille de son bilan par rapport à son niveau d'avant la pandémie. C'est beaucoup plus que la Réserve fédérale (Fed) (graphique 8). En proportion, cela signifie que la BdC a davantage accru l'offre de monnaie que ne l'a fait

GRAPHIQUE 8 La Banque du Canada a ajouté plus de liquidités dans le marché que la Réserve fédérale durant la pandémie



Sources : Datastream, Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

la Fed durant la même période. Cette offre supplémentaire de dollars canadiens pourrait expliquer un taux de change plus faible. Cependant, l'historique n'est pas assez long pour bien mesurer cet effet. Il est également difficile de prévoir comment une réduction de la taille du bilan de la BdC affectera le taux de change canadien.

Et il y a tout le reste...

Finalement, tout ce qui aide l'économie canadienne peut se traduire par une appréciation du huard, et tout ce qui nuit à l'économie peut engendrer une dépréciation. La santé économique permet d'entretenir la confiance envers une monnaie. Récemment, les données économiques ont été moins favorables au Canada en raison des effets de la vague Omicron et des mesures sanitaires plus strictes. Les manifestations récentes et les blocages aux différents postes frontaliers ont également pu donner une mauvaise impression auprès de certains investisseurs internationaux.

L'incertitude et la volatilité des marchés financiers sont aussi à considérer dans la balance. Le dollar américain est perçu comme une valeur refuge aux yeux de plusieurs investisseurs. Dès que l'incertitude devient trop grande ou que la volatilité augmente sur les marchés, le billet vert va souvent en bénéficier aux dépens de la plupart des autres devises. Récemment, la volatilité sur les marchés a justement été plus élevée et certains éléments, comme les tensions en Ukraine, ont été de nouvelles sources d'incertitude.

En fin de compte, le huard dispose d'une certaine marge pour s'apprécier

Même s'il y a des éléments qui peuvent expliquer sa faiblesse récente, le dollar canadien pourrait parvenir à regagner un peu de terrain dans les prochains mois. Cela suppose que les termes de l'échange resteront favorables, même si les prix du pétrole et d'autres ressources pourraient commencer à diminuer. Cela suppose aussi que les écarts de taux d'intérêt bougeront moins que durant les derniers mois et que les données économiques s'amélioreront du côté canadien. Il ne faudra pas qu'il y ait

d'escalade dans la volatilité des marchés. Une diminution de l'incertitude sur différents fronts, dont celui de la pandémie et des tensions en Ukraine, aiderait aussi le dollar canadien. Enfin, il faudra surveiller d'éventuelles annonces concernant la réduction de la taille des bilans des banques centrales. Un plus grand potentiel d'appréciation pourrait alors apparaître pour le huard. Nous prévoyons un taux de change à plus de 0,80 \$ US au printemps.

Une devise faible est souvent perçue comme plus favorable à la croissance économique. Cependant, dans le contexte actuel de pénuries mondiales et d'inflation élevée, il pourrait être souhaitable d'avoir un dollar canadien plus fort. Le taux de change reste un stabilisateur automatique permettant, entre autres, de limiter les pressions inflationnistes lorsqu'elles sont trop importantes. Nous avons déjà fait une [analyse](#) concernant l'effet des mouvements de change sur l'inflation et nous avons estimé qu'au Canada un mouvement de 10 % de la devise se traduisait par un ajustement de 0,7 % sur le niveau des prix. Une devise plus forte pourrait aussi faciliter l'investissement des entreprises qui doivent faire face à des pénuries de travailleurs et à une forte demande. Souvent, les technologies et les équipements sont importés. L'appréciation du huard réduirait les coûts de ce type d'importations structurantes.