

MARCHÉS DES CHANGES

Dollar canadien

Dagmara Fijalkowski, MBA, CFA

Chef, Titres mondiaux à revenu fixe et devises (Toronto et Londres)
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

L'économie canadienne mérite des félicitations. Elle avait tiré de l'arrière par rapport aux autres économies développées depuis le sommet des prix du pétrole en 2014. Les prévisions de croissance avaient été abaissées en raison du recul des prix de l'énergie, puis un peu plus encore dans la foulée de l'élection aux États-Unis, lorsque le président Trump a fait irruption sur la scène internationale en proclamant son intention de déchirer l'ALENA. L'économie canadienne s'est pourtant révélée être le « petit train qui va loin ». L'accélération de la croissance mondiale y a contribué, comme le reflète l'expansion accrue de l'économie intérieure au premier semestre de 2017. Le Canada, dont la croissance potentielle est estimée à 1,4 %, a enregistré une croissance de 3,6 % au premier trimestre et de 4,5 % au deuxième. Le rythme moyen de création d'emplois a été de 32 000 pour la période de 12 mois terminée en juillet, soit beaucoup plus que les 13 900 postes créés en 2016 et que les 9 500 en 2015 (figure 1). Le volume des exportations a augmenté dans les secteurs de l'énergie, des marchandises et de la machinerie industrielle. Le marché canadien de l'habitation, qui représente une source constante d'inquiétudes, a fait l'objet d'une série de mesures macroprudentielles visant à calmer son effervescence ; toutefois, les taux hypothécaires restent peu élevés et le financement des dettes des ménages demeure abordable. En 2017, les sociétés pétrolières de l'Alberta étaient parvenues à réduire leurs coûts d'exploitation ainsi que leurs dépenses en immobilisations ; par conséquent, leur prix de production au seuil de rentabilité a chuté de plus de 25 % depuis 2014.

Tous ces événements favorables se sont produits alors que les attentes, à la fin de mai, étaient particulièrement peu élevées. La Banque du Canada suivait la situation de près et a décidé de profiter de l'occasion pour éliminer les baisses de taux décrétées en guise d'« assurance » en 2015. Le 12 juin, les commentaires de la sous-gouverneure Carolyn Wilkins laissant entendre que cette assurance n'était plus nécessaire ont envoyé une onde de choc parmi les investisseurs, en particulier ceux à l'étranger, qui ont manifesté des craintes à l'endroit du marché canadien de l'habitation et du huard après que Home Capital eut fait les manchettes. L'élimination des positions vendeur prises par le marché a contribué à l'appréciation du dollar canadien. Entre le début de mai et la fin de juillet, le huard s'est envolé de 10 % (figure 2). Il n'a connu que quatre envolées

Figure 1 : Les données sur l'emploi au Canada demeurent robustes



Sources : Bloomberg, RBC GMA

d'une telle ampleur lors des dix dernières années, les autres ayant été observées à l'automne 2007, au printemps 2009 et au printemps 2016. Pour mettre cette hausse en contexte, mentionnons que le marché des options tablait sur une volatilité annuelle moyenne de 8,25 % au cours de la dernière année. Les positions sur le dollar canadien sont passées de positions acheteur de 2 G\$ US en février à de massives positions vendeur de 7,3 G\$ US après les nouvelles concernant Home Capital. Actuellement, les positions acheteur de 4,1 G\$ US témoignent de l'optimisme le plus élevé depuis quelques années (figure 3). Sachant ce qui a provoqué l'extraordinaire appréciation de notre monnaie, nous nous demandons s'il est avisé d'acheter des dollars canadiens en ce moment. Le « durcissement de ton » de la Banque du Canada nous donne-t-il une raison suffisante ? Selon nous, acheter le dollar canadien à son niveau actuel parce que la banque centrale relève les taux d'intérêt équivaut à conduire une automobile en regardant uniquement le rétroviseur.

Nous devrions plutôt nous demander ce qui nous attend, étant donné que les surprises économiques ont augmenté, que notre monnaie s'est appréciée et que l'administration Trump est décevante. Dans quelle mesure est-il probable que les attentes actuelles seront encore surpassées ? Est-il vraisemblable qu'une économie qui nous a surpris en enregistrant une croissance supérieure de 2 % à son potentiel réitère cet exploit ?

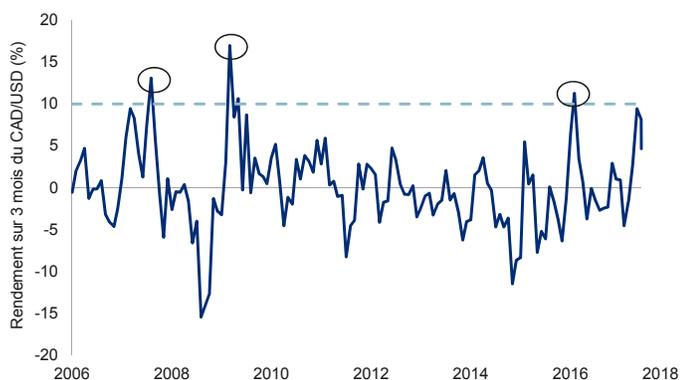
La Banque du Canada, qui reconnaît que les dépenses de consommation devraient ralentir, est d'avis que la hausse des exportations et des investissements des entreprises représentera le prochain moteur de croissance de l'économie. Pour que ce soit le cas, il faudrait beaucoup

de chance, compte tenu d'importants obstacles auxquels le Canada est confronté en matière de compétitivité et qui devraient devenir évidents au cours de la prochaine année, soit ¹ :

1. **Protectionnisme** – Les objectifs des Américains concernant l'ALENA comprennent le changement des règles d'origine et peut-être l'augmentation des exigences concernant le contenu américain minimal. Le calendrier des négociations est trop serré pour être réaliste : l'accord est censé être remanié d'ici la fin du premier trimestre de 2018.
2. **Changements fiscaux** – L'impôt des entreprises et des particuliers aux États-Unis devrait être abaissé au cours de la prochaine année, tandis qu'au Canada, l'impôt des particuliers augmente. En Ontario, le taux d'imposition fédéral-provincial combiné le plus élevé est actuellement de 53,53 % pour les revenus dépassant 220 000 \$ CA. Même dans les États américains où l'impôt est le plus élevé, comme en Californie, le taux combiné de l'impôt fédéral et des États atteint 52,70 % ; la tranche d'imposition la plus élevée au niveau fédéral et des États débute à 418 000 \$ US et à plus de 1 M\$ US respectivement.
3. **Durcissement des lois provinciales du travail** – L'Alberta et l'Ontario augmentent graduellement leur salaire minimum, qui bondira de 47 % et de 32 % respectivement au cours des deux prochaines années.
4. **Resserrement des normes environnementales** – Les États-Unis ne respectent plus leurs obligations en matière

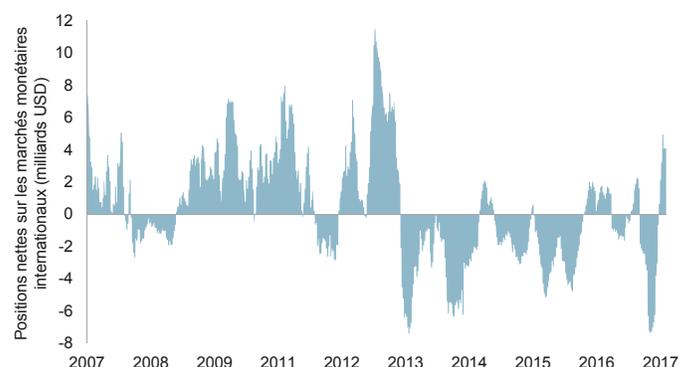
¹ Eric Lascelles, *capsules économiques hebdomadaires*, RBC GMA, 19 juin 2017.

Figure 2 : Il n'y a eu que trois autres hausses équivalentes au récent redressement du CAD au cours de la dernière décennie



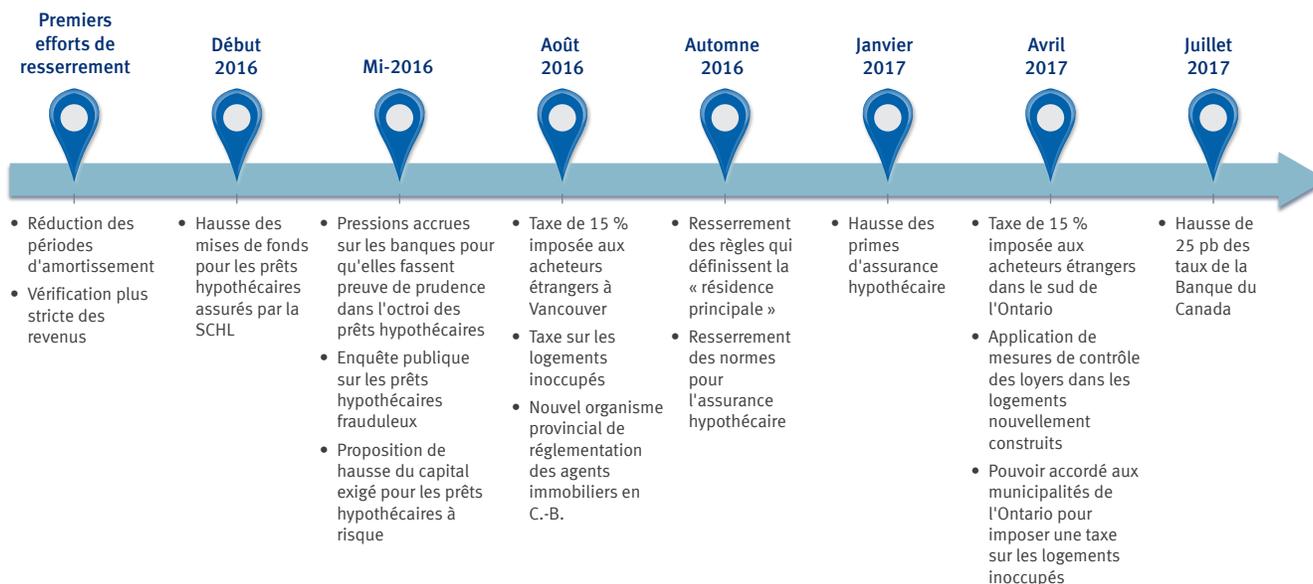
Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 3 : Les positions sur le CAD ont énormément varié



Sources : Bloomberg, CFTC, RBC GMA

Figure 4 : Mesures prises pour corriger les excès sur le marché du logement canadien



Source : RBC GMA

environnementale, alors que le Canada s'apprête à mettre en place avec conviction une taxe minimale sur le carbone pour l'ensemble du pays, afin que toutes les provinces évoluent dans la même direction.

- 5. Forte hausse des prix de l'électricité** – En Ontario, les prix de l'électricité ont tellement augmenté au début de l'année que le gouvernement libéral a mis sur pied un programme de soutien pour les consommateurs en prévision de l'élection qui aura lieu l'an prochain. Malgré ces réductions, la compétitivité des sociétés ontariennes du secteur manufacturier a été fortement réduite par rapport à de nombreux États mexicains axés sur la fabrication.
- 6. Prix du pétrole** – La hausse de production de pétrole de schiste aux États-Unis, qui permet aux producteurs d'interrompre et de redémarrer aisément l'exploitation de leurs puits, n'est que le premier obstacle auquel le Canada est confronté en matière énergétique. L'avènement d'énergies de remplacement, notamment l'énergie éolienne, ainsi que des voitures électriques et automatisées représente une menace à long terme pour l'utilisation du pétrole comme source d'énergie.

La Banque du Canada compte sur l'augmentation des exportations et des investissements des entreprises, mais les obstacles susmentionnés réduisent ses chances de succès à ce chapitre. En outre, la bulle immobilière en Chine et les problèmes liés au surendettement du système



La conjoncture porte à croire que le dollar canadien reviendra à des niveaux qui contrebalanceront le manque de compétitivité du Canada et que le huard devra rester faible pendant un certain temps.

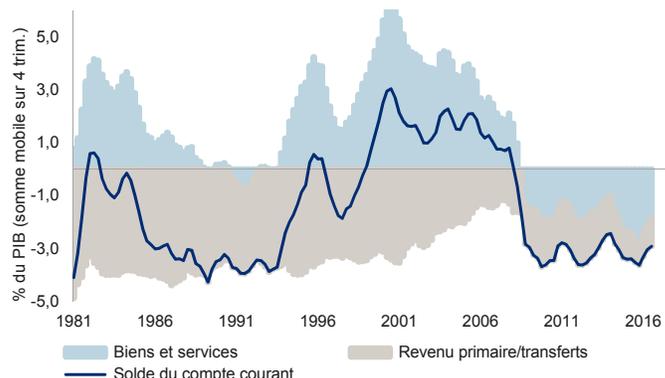


financier de ce pays représentent un risque au-delà de l'incontournable Congrès national du Parti communiste, qui aura lieu au milieu d'octobre. Le ralentissement de la croissance et les capacités excédentaires en Chine exerceront vraisemblablement des pressions à la baisse sur l'Australie, l'Amérique latine et le Canada. En ce qui concerne le ralentissement des dépenses de consommation, la Banque du Canada reconnaît que le consommateur ne sera probablement pas un moteur de croissance dans l'avenir ; toutefois, selon son scénario de base, les dépenses de consommation devraient se stabiliser plutôt que reculer. Les mesures mises en œuvre globalement au cours des dernières années pour limiter la prise de risques exagérés sur le marché canadien de l'habitation, combinées à la hausse des taux d'intérêt, sont beaucoup plus susceptibles de calmer les ardeurs des ménages (figure 4). Les acheteurs nationaux

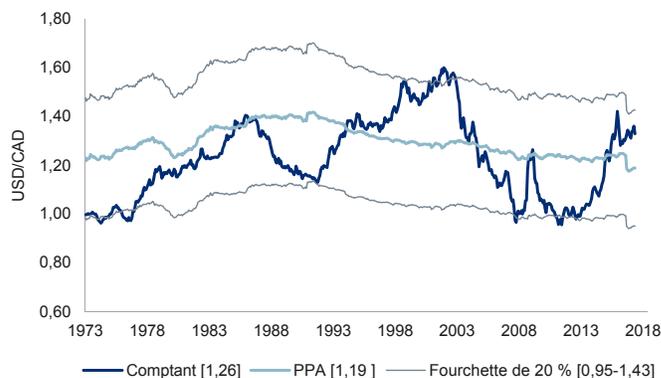
d'une propriété, dont le rôle est déterminant, sont endettés. Les mesures visant les acheteurs étrangers (taxe de 15 % à Vancouver et à Toronto) ont été amplifiées par l'appréciation de 10 % du dollar canadien. Ceux qui s'attendent à voir revenir les acheteurs étrangers au bout d'un trimestre ou deux sous-estiment peut-être les répercussions d'une hausse combinée de 25 % des coûts sur la demande étrangère.

L'économie canadienne, dont le déficit du compte courant atteint 3 %, n'a pas réduit sa dépendance à l'égard du financement étranger (figure 5). Quand le dollar canadien est bon marché, les investisseurs étrangers sont davantage enclins à effectuer des investissements directs ou à acheter des biens immobiliers. Pour ce qui est de corriger les déséquilibres, il ne suffit pas de prendre en compte l'ampleur du recul de la monnaie, mais aussi la durée de ce recul (figure 6). Il faut du temps pour prendre des décisions d'affaires susceptibles d'alimenter durablement la vigueur future de la monnaie. Par exemple, lors du cycle précédent, notre monnaie a dû être sous-évaluée pendant dix ans pour faciliter les ajustements devant être apportés à l'économie. La conjoncture porte à croire que le dollar canadien reviendra à des niveaux qui contrebalanceront le manque de compétitivité du Canada et que le huard devra rester faible pendant un certain temps. Notre prévision sur 12 mois table sur un taux de change de 1,37 \$ CA/1 \$ US.

Cette discussion nous amène à nos perspectives à long terme pour l'évolution du dollar canadien. Nous pouvons croire qu'un bon nombre de facteurs positifs émergeront. La baisse des prix de l'énergie et le resserrement des politiques environnementales pourraient avoir pour effet d'accélérer les efforts déployés par le Canada pour la mise en valeur de sources d'énergie de remplacement, moins polluantes et moins chères que les combustibles fossiles. Par ailleurs, la vague anti-immigration aux États-Unis pourrait entraîner une hausse de l'immigration dans les villes canadiennes. Voilà notre scénario optimiste à long terme ; nous espérons que c'est celui qui se concrétisera.

Figure 5 : Déficit du compte courant du Canada


Sources : Bloomberg, RBC GMA

Figure 6 : Taux de change USD/CAD par rapport à la PPA


Sources : Bloomberg, RBC GMA

Ce rapport a été fourni par RBC Gestion mondiale d'actifs (RBC GMA) à titre informatif seulement et ne peut être reproduit, distribué ou publié sans le consentement écrit de RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. (RBC GMA Inc.). Au Canada, ce rapport est fourni par RBC GMA Inc. (dont Phillips, Hager & North gestion de placements). Aux États-Unis, ce rapport est fourni par RBC Global Asset Management (U.S.) Inc., un conseiller en placement agréé par le gouvernement fédéral. En Europe et au Moyen-Orient, ce rapport est fourni par RBC Global Asset Management (UK) Limited, qui est agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority du Royaume-Uni. En Asie, ce document est fourni par RBC Investment Management (Asia) Limited, qui est inscrite auprès de la Securities and Futures Commission (SFC) de Hong Kong.

RBC GMA est la division de gestion d'actifs de Banque Royale du Canada (RBC) qui regroupe RBC GMA Inc., RBC Global Asset Management (U.S.) Inc., RBC Global Asset Management (UK) Limited, la division de gestion d'actifs de RBC Investment Management (Asia) Limited, et BlueBay Asset Management LLP, qui sont des filiales distinctes mais affiliées de RBC.

Ce rapport n'a pas été revu par une autorité en valeurs mobilières ou toute autre autorité de réglementation et n'est inscrit auprès d'aucune d'entre elles. Il peut, selon le cas, être distribué par les entités susmentionnées dans leur territoire respectif. Vous trouverez des précisions sur RBC GMA au www.rbcgma.com.

Le présent rapport n'a pas pour objectif de fournir des conseils juridiques, comptables, fiscaux, financiers, liés aux placements ou autres, et ne doit pas servir de fondement à de tels conseils. Le processus de placement décrit dans ce rapport peut changer avec le temps. Les caractéristiques mises de l'avant dans ce rapport visent à dresser un portrait général des critères utilisés dans la sélection des titres détenus dans les portefeuilles des clients. Les placements des portefeuilles des clients ne satisferont pas toujours tous ces critères. RBC GMA prend des mesures raisonnables pour fournir des renseignements à jour, exacts et fiables, et croit qu'ils le sont au moment de leur impression. RBC GMA se réserve le droit, à tout moment et sans préavis, de corriger ou de modifier les renseignements, ou de cesser de les publier.

Tout renseignement prospectif sur les placements ou l'économie contenu dans le présent rapport a été obtenu par RBC GMA auprès de plusieurs sources. Les renseignements obtenus de tiers sont jugés fiables, mais ni RBC GMA, ni ses sociétés affiliées, ni aucune autre personne n'en garantissent explicitement ou implicitement l'exactitude, l'intégralité ou la pertinence. RBC GMA et ses sociétés affiliées n'assument aucune responsabilité à l'égard des erreurs ou des omissions.

Les opinions et les estimations que renferme le présent rapport représentent le jugement de RBC GMA au 10 septembre 2017 et peuvent être modifiées sans préavis ; elles sont fournies de bonne foi, mais n'impliquent aucune responsabilité légale. Les taux d'intérêt et les conditions du marché peuvent changer.

Les rendements sont estimés à des fins d'illustration seulement et ne constituent en aucun cas des prévisions. Le rendement peut être supérieur ou inférieur à celui indiqué, et peut varier considérablement à plus court terme. Il est impossible d'investir directement dans un indice non géré.

Note sur les énoncés prospectifs

Le présent rapport peut contenir des déclarations prospectives au sujet des rendements futurs, stratégies ou perspectives, ainsi que sur les mesures qui pourraient être prises. L'emploi des modes conditionnel ou futur et des termes « pouvoir », « se pouvoir », « devoir », « s'attendre à », « soupçonner », « prévoir », « croire », « planifier », « anticiper », « évaluer », « avoir l'intention de », « objectif » ou d'expressions similaires permet de repérer les déclarations prospectives. Les déclarations prospectives ne garantissent pas le rendement futur. Les déclarations prospectives comportent des incertitudes et des risques inhérents quant aux facteurs économiques généraux, de sorte qu'il se peut que les prédictions, les prévisions, les projections et les autres déclarations prospectives ne se réalisent pas. Nous vous recommandons de ne pas vous fier indûment à ces déclarations, puisqu'un certain nombre de facteurs importants pourraient faire en sorte que les événements ou les résultats réels diffèrent considérablement de ceux qui sont mentionnés, explicitement ou implicitement, dans les déclarations prospectives. Ces facteurs comprennent notamment les facteurs généraux d'ordre économique et politique ou liés au marché du Canada, des États-Unis et du monde entier, les taux d'intérêt et les taux de change, les marchés mondiaux des actions et des capitaux, la concurrence, les évolutions technologiques, les changements législatifs et réglementaires, les décisions judiciaires et administratives, les actions en justice et les catastrophes. La liste de facteurs essentiels ci-dessus, qui peut avoir une incidence sur les résultats futurs, n'est pas exhaustive. Avant de prendre une décision de placement, nous vous invitons à prendre en compte attentivement ces facteurs et les autres facteurs pertinents. Toutes les opinions contenues dans les déclarations prospectives peuvent être modifiées sans préavis et sont fournies de bonne foi, mais sans responsabilité légale.

