

INSTITUTIONNEL

LE DOLLAR CANADIEN : TEMPÊTE EN VUE PERSPECTIVES ET CONSÉQUENCES SUR LE PORTEFEUILLE

Par Vincent Lépine, Éric Morin et Michael Sager¹

Juin 2019

1. Sommaire

La valeur d'équilibre d'un actif, ainsi que l'ampleur et la persistance de ses fluctuations sont des renseignements importants utilisés par les investisseurs avisés.

Dans le présent article, nous examinons la valeur d'équilibre du dollar canadien (\$ CA), surtout par rapport au dollar américain (\$ US). Selon les prévisions consensuelles, le \$ CA se négocie à escompte par rapport à sa valeur d'équilibre : nos estimations quantitatives de sa juste valeur sont d'environ 1 \$ US /1,24 \$ CA. Cela sous-entend une appréciation du \$ CA à sa juste valeur.

Nous écartons ce résultat. Notre analyse prévisionnelle fondamentale indique qu'il est peu probable que la vigueur du \$ CA se poursuive : nous prévoyons un risque accru de dépréciation du \$ CA.² Notre opinion tient compte de trois grands thèmes : les tendances du secteur de l'énergie, la faiblesse de la productivité canadienne et l'endettement du secteur privé non financier canadien qui demeure élevé. À cet égard, nous présentons également des éléments qui indiquent que la corrélation du \$ CA avec l'économie mondiale et le cycle boursier diminue, ainsi que ses conséquences.

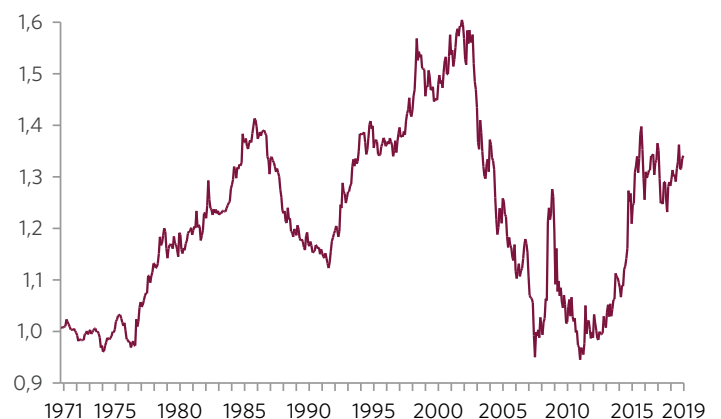
Nos observations sont utiles aux investisseurs mondiaux qui cherchent à déterminer une stratégie optimale de couverture du risque de change inhérent à leurs placements. Elles sont aussi pertinentes pour les investisseurs qui gèrent activement les devises en tant que catégorie d'actif non traditionnelle liquide : les mandats de gestion active des devises incluent habituellement des placements en \$ CA pour générer les rendements prévus. En conclusion, nous discutons des conséquences de notre analyse sur le portefeuille.

2. Juste valeur du \$ CA

Au cours de 50 dernières années, le \$ CA s'est négocié dans une fourchette allant de 0,96 à 1,60 par rapport au \$ US (Figure 1). À l'heure actuelle, il se négocie près du point médian de cette fourchette et sous notre estimation quantitative de sa valeur d'équilibre. Notre estimation tient compte de trois variables, par rapport au \$ US :

- les indices des prix à la consommation des pays, ou parité des pouvoirs d'achat (PPP);
- les termes de l'échange, définis comme le ratio des prix des exportations par rapport à ceux des importations;
- la productivité.

Figure 1 - Taux de change \$ US/\$ CA



Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Thomson Reuters Datastream.

La PPP est une mesure à long terme de la valeur intrinsèque des devises. Nous incluons les termes de l'échange et les écarts de productivité afin de faire en sorte que nos

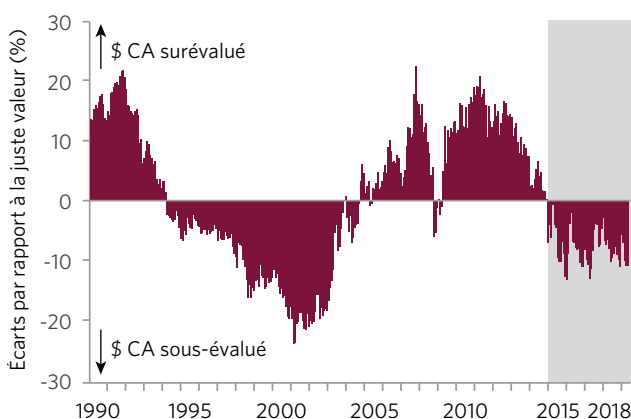
¹Vincent Lépine est directeur en chef, Recherche sur l'économie et les marchés, et Éric Morin est vice-président adjoint et analyste principal du G10 au sein de l'équipe Gestion des devises et d'actifs multiples. Michael Sager est un Vice-président, Gestion des devises et d'actifs multiples au sein de l'équipe Gestion d'actifs institutionnels. Nous sommes reconnaissants envers nos collègues pour leurs commentaires éclairants au sujet de l'ébauche précédente.

²Notre discussion porte sur les risques et les probabilités de nature directionnelle, plutôt que de mettre l'accent sur les prévisions de taux de change. Il est très difficile de prévoir avec précision un taux de change.

estimations de valeur tiennent compte davantage des cycles économiques et correspondent mieux à l'horizon d'un investisseur type.

Selon les estimations quantitatives, le \$ CA est sous-évalué par rapport au \$ US depuis 2015 (Figure 2). La persistance et l'ampleur de la divergence actuelle ne sont pas considérables si l'on prend en compte les cinq dernières décennies. Le \$ CA s'est partiellement redressé à partir de son niveau le plus bas atteint en 2016, mais a ensuite eu de la difficulté à progresser davantage vers sa juste valeur.

Figure 2 - Divergence \$ US/\$ CA



Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Thomson Reuters Datastream.

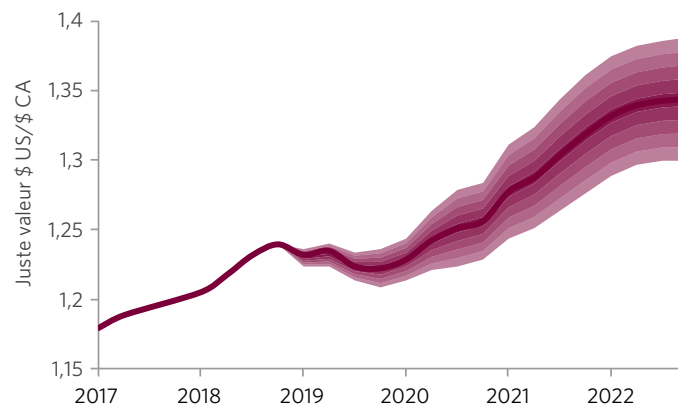
Comme c'est le cas pour toutes les catégories d'actif, l'estimation de la valeur intrinsèque des devises est une tâche imprécise. Les estimations quantitatives de l'équilibre des taux de change sont habituellement rétrospectives et supposent implicitement que les relations historiques se poursuivront à l'avenir. Lorsque les facteurs fondamentaux de la valeur intrinsèque d'un pays changent de façon importante, la validité de l'hypothèse s'en trouve affaiblie.

Lorsqu'on bonifie les estimations quantitatives par une analyse prospective éclairée des facteurs économiques fondamentaux, la perspective est beaucoup plus complète. C'est particulièrement vrai pour le \$ CA, étant donné la convergence des tendances fondamentales dont nous discutons ci-dessous. Selon notre analyse de ces tendances, les risques à plus long terme laissent présager une faiblesse persistante du \$ CA par rapport au \$ US. Cette tendance englobe deux thèmes :

- le risque d'une nouvelle dépréciation cyclique du \$ CA par rapport à sa valeur intrinsèque;
- le risque que la valeur intrinsèque du \$ CA soit également affaiblie

Cette évaluation du risque n'exclut pas une appréciation du \$ CA par rapport au \$ US pendant certaines périodes au cours des prochaines années. Par contre, ces périodes ne devraient pas être assez importantes pour que le \$ CA se négocie longtemps au-dessous de 1,20 \$.

Figure 3 - Tableau en éventail de l'équilibre prévisionnel du dollar américain par rapport au dollar canadien

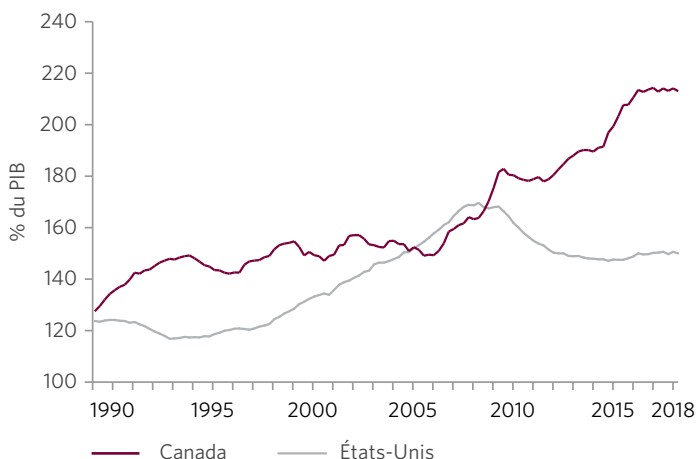


Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Thomson Reuters Datastream. À titre d'illustration seulement. La ligne rouge indique la prévision centrale de la juste valeur USD/CAD. La largeur du tableau en éventail indique le degré d'incertitude liée aux prévisions. L'asymétrie indique les risques entourant la prévision centrale fournie à titre d'illustration.

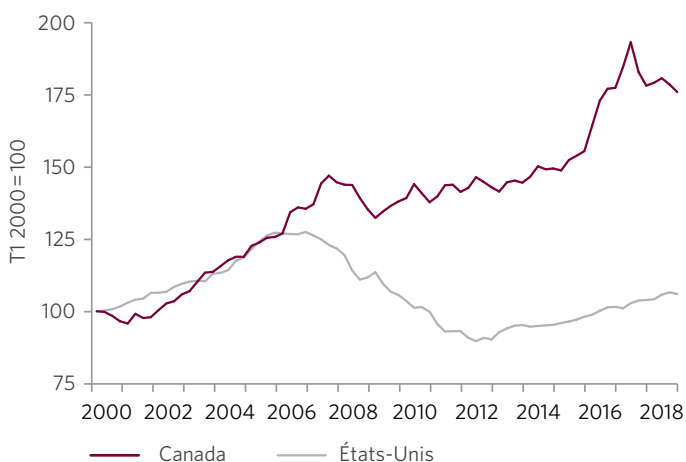
3. Perspectives fondamentales du \$ CA

3.1. Politique monétaire

Les divergences des politiques monétaires anticipées entre deux pays sont habituellement un facteur clé des fluctuations de change par rapport aux valeurs intrinsèques. À l'heure actuelle, les perspectives à l'égard des politiques monétaires dans les principaux marchés développés sont semblables : il est peu probable que la Banque du Canada (BdC) offre un contexte qui sera grandement favorable ou défavorable au \$ CA au cours des 12 prochains mois. Par contre, l'endettement relativement élevé du secteur privé non financier canadien (Figure 4) et les risques importants de baisse du marché de l'habitation (Figure 5) portent à croire que la BdC dispose d'une moins grande marge de manœuvre que la Réserve fédérale américaine (Fed) pour mettre en place d'autres mesures de resserrement monétaires. Cette situation pourrait peser sur la valeur du \$ CA à l'avenir.

Figure 4 - Endettement du secteur privé non financier

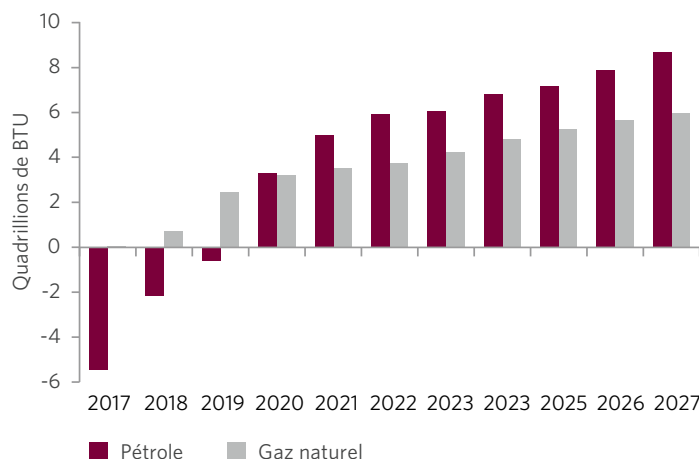
Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Bloomberg.

Figure 5 - Prix de l'habitation/revenu

Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Federal Reserve Bank de Dallas.

3.2. Tendances du secteur de l'énergie

Les progrès technologiques et les avancées en matière d'efficacité, conjugués aux changements apportés à la politique américaine sur l'énergie, ont entraîné une croissance importante de la production de pétrole brut et de gaz naturel aux États-Unis : en comparaison, la production du Canada a atteint un plateau. Les réserves prouvées de pétrole brut et de gaz naturel aux États-Unis ont doublé dans la dernière décennie (Agence d'information sur l'énergie américaine, 2018). L'Agence internationale de l'énergie (AIE) s'attend à ce que les États-Unis deviennent un exportateur net de pétrole brut d'ici 2020 : ils sont déjà devenus un exportateur net de produits raffinés (FT, 2018), ainsi que de gaz naturel (Figure 6).³

Figure 6 - Perspectives du secteur américain de l'énergie

Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Thomson Reuters Datastream.

Le Canada est l'un des perdants de l'évolution des perspectives du secteur américain de l'énergie. En 2018, le Canada a exporté environ la moitié de sa production de gaz naturel et les trois quarts de sa production de pétrole brut aux États-Unis (Ressources naturelles Canada, 2018). L'incidence négative sur le volume de l'augmentation de la production américaine a, jusqu'à présent, été mitigée par un escompte persistant, et souvent important, des prix du pétrole brut et du gaz naturel canadiens par rapport à ceux des produits semblables américains. Cependant, le résultat net a été un affaiblissement important de la valeur intrinsèque prospective du \$ CA. D'après nos estimations, la détérioration de 11 % des termes de l'échange du Canada qui s'est produite au cours des dernières années s'est traduite par une dépréciation de 5 % de la valeur intrinsèque du \$ CA. Nous estimons maintenant que sa juste valeur est de 1,24 \$ CA, contre 1,18 \$ CA au départ.

Les prévisions de l'AIE indiquent une baisse additionnelle de 30 % des importations d'énergie américaines au cours des quatre prochaines années. À court terme, les effets se feront surtout sentir à l'extérieur de l'Amérique du Nord. Le pétrole canadien demeure une partie intégrante du marché de l'énergie de l'Amérique du Nord.

3.3. Productivité

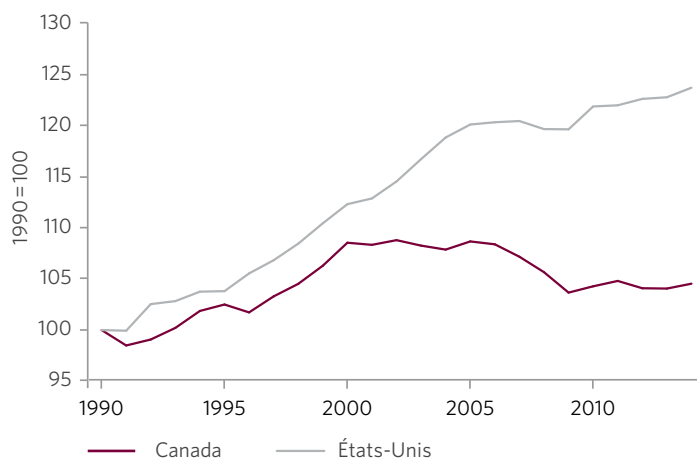
Les données sur la productivité totale des facteurs permettent de mesurer l'efficacité avec laquelle les économies associent la main-d'œuvre disponible au capital de placement. Ce sont des indicateurs de compétitivité structurelle. Les estimations de la productivité totale des facteurs sont habituellement imprécises en raison des facteurs cycliques et les délais de

³Le passage des États-Unis du statut d'importateur net d'énergie à celui d'exportateur net a eu lieu beaucoup plus rapidement que prévu. En 2017, l'Agence internationale de l'énergie (AIE) prévoyait que cela se produirait en 2026. Voir <https://www.businessinsider.com/united-states-energy-exporter-2026-eia-2017-1>

publication peuvent être importants. Les dernières données de la productivité totale des facteurs au Canada datent de 2014 (Figure 7).

Les économistes se tournent souvent vers les estimations d'indices généraux pour obtenir des données plus actuelles, comme le PIB par habitant ou par employé. Il est également possible de déduire les tendances sous-jacentes de productivité à partir de la convergence de la balance commerciale hors énergie d'un pays et du comportement de sa devise par rapport à la valeur intrinsèque estimée de cette dernière.

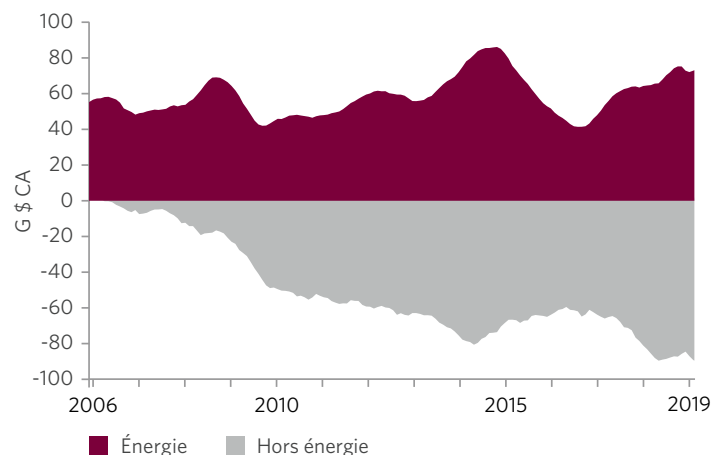
Figure 7 - Productivité totale des facteurs



Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Federal Reserve Bank de St Louis.

La balance commerciale hors énergie du Canada se détériore depuis plusieurs années (Figure 8). Le déficit devrait atteindre un nouveau record en 2019, près de 4 % du PIB. En tenant compte des quatre ans de sous-évaluation du \$ CA et du rendement relatif supérieur de l'économie américaine au cours de la deuxième moitié de cette période, on aurait pu s'attendre à une amélioration des déséquilibres externes du Canada. Toutes choses étant égales par ailleurs, le déficit commercial hors énergie devrait avoir diminué, pas augmenté. On peut donc en conclure que la productivité canadienne se détériore.

Figure 8 - Balance commerciale du Canada



Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Thomson Reuters Datastream.

Nos recherches indiquent que la part de marché des exportateurs canadiens aux États-Unis a fondu au cours des dernières années, principalement en faveur de la Chine et du Mexique, ainsi que dans la plupart des secteurs du marché. Vu la faiblesse des placements au Canada au cours de la dernière décennie et les coûts relatifs élevés, le déficit de la balance commerciale s'approfondira sans doute. En l'absence d'un vaste train de mesures visant à réformer l'économie de l'offre, d'investissements accrus ou de progrès technologiques compensatoires, un recul de la valeur intrinsèque du \$ CA est nécessaire pour stimuler la compétitivité.⁴ Nous estimons que la détérioration de la productivité canadienne justifie une valeur d'équilibre qui se rapproche de 1,30 \$ CA.

3.4. Négociations commerciales

Après plus d'une année de négociations, le Canada et les États-Unis ont convenu en 2018 de remplacer l'ALENA, en vigueur depuis 24 ans, par l'ACEUM. Les différences entre ces deux accords auront des répercussions minimales sur l'économie canadienne et la valeur intrinsèque du \$ CA, si l'accord est approuvé par le Congrès américain.

Si le Congrès n'approuve pas le nouvel accord, nous nous attendons à une légère incidence négative sur la valeur intrinsèque du \$ CA, ce qui pourrait entraîner une dépréciation du \$ CA.

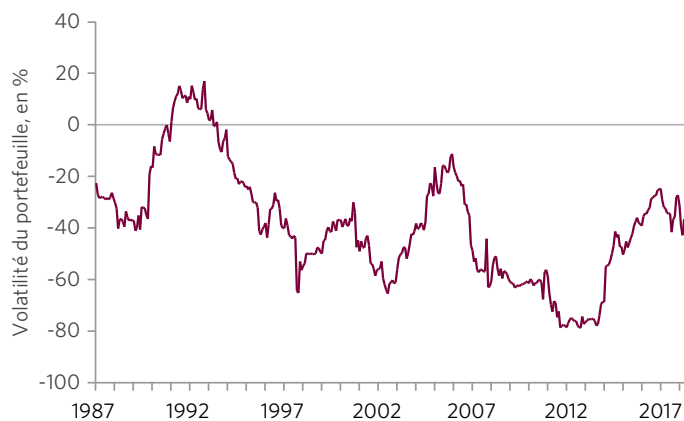
⁴Ou, plus précisément, une réévaluation de la valeur intrinsèque actuelle du \$ CA est requise.

4. Conséquences sur le portefeuille

4.1. Les corrélations et les risques de portefeuille

Le \$ CA est une devise procyclique. Il a tendance à s'apprécier lorsque la croissance économique cyclique mondiale est relativement élevée et que les marchés boursiers sont en hausse.⁵ Cela signifie que la corrélation entre la devise et les rendements des actifs en monnaie locale est habituellement négative pour les investisseurs qui utilisent le \$ CA (Figure 9). La stratégie qui consiste à laisser sans couverture la position de change découlant de placements mondiaux entraîne habituellement une moins grande volatilité pour le portefeuille que la couverture partielle associée à une stratégie de gestion passive. La position de change est une source de diversification.⁶

Figure 9 – Corrélation entre les rendements des actifs en monnaie locale et le taux de change \$ US/\$ CA pour un investisseur qui utilise le \$ CA



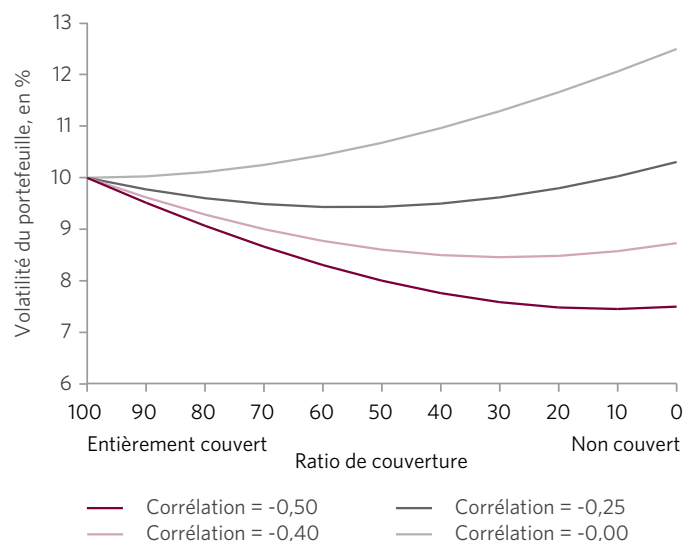
Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Thomson Reuters Datastream.

Conformément aux arguments économiques avancés ci-dessus, l'ampleur de la corrélation négative entre le \$ CA et les rendements des actifs en monnaie locale est moins forte. En particulier, le secteur de l'énergie contribuera moins à l'économie canadienne à court terme qu'au cours des dernières décennies; il contribuera aussi relativement plus à la croissance américaine que par le passé. Le \$ CA demeurera une « monnaie-marchandise », quoique moins importante : son caractère procyclique s'estompera.

Il est difficile d'établir une stratégie de couverture de change optimale en fonction de l'évolution des tendances économiques. Si l'on suppose que la corrélation récente de

-40 % persiste, le risque total du portefeuille devrait être semblable pour tous les choix de ratios de couverture passive entre 0 % et 50 % (ligne rouge pâle de la Figure 10). Dans ce cas, un indice de référence stratégique non couvert demeurera valide, encore une fois en supposant que la réduction du risque du portefeuille est l'objectif principal. Si la corrélation se rapproche de -25 %, la validité d'un indice de référence non couvert diminuera (ligne gris foncé de la Figure 10). Il faut d'abord retenir que cette analyse met en lumière l'importance d'utiliser des hypothèses de corrélation prospectives et non pas seulement des données historiques pour déterminer les ratios de couverture de risque de change stratégique.

Figure 10 – Exemple de volatilité du portefeuille selon divers ratios de couverture de change passifs et corrélations entre les rendements des actifs en monnaie locale et des devises au comptant



Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Bloomberg.

4.2. Gestion active des placements en devises

La meilleure manière de tirer parti des conclusions tactiques sur les placements de notre analyse est dans le cadre d'un mandat de gestion active de devises sans contraintes.

La gestion active des devises est une stratégie de placement non traditionnel liquide à rendement absolu. Elle peut faire office de source de rendements diversifiée et peut être mise en œuvre au moyen de la création d'une structure non financée qui se superpose à la répartition actuelle des portefeuilles sans leur nuire.

⁵Ce n'est pas le cas lorsque l'économie américaine alimente la force cyclique mondiale.

⁶La réduction de la volatilité du portefeuille n'est pas toujours le critère principal sur lequel reposent les décisions de couverture de change stratégiques. D'autres critères pertinents sont le coût, la sensibilité à la volatilité des flux de trésorerie et l'horizon de placement.

Les mandats de gestion active de devises sans contraintes reposent sur un vaste éventail de stratégies de placement, de styles et d'horizons diversifiés. Le style axé sur la variation dans le temps des valeurs intrinsèques en fait partie. Le portefeuille apparie des positions acheteur sur des devises sous-évaluées à des positions vendeur sur des devises relativement coûteuses afin de profiter d'une convergence attendue en ce qui concerne la valeur relative.

Les renseignements présentés dans l'article représentent une occasion d'ajouter de la valeur. Si l'on ne tient compte d'aucun autre facteur, on pourrait appaier une position vendeur sur le \$ CA à diverses devises de marchés développés et de marchés émergents qui présentent une valeur inférieure et qui offrent également des rendements attendus relativement plus attrayants attribuables au différentiel de taux d'intérêt. De plus amples renseignements sur l'approche de la CIBC à l'égard de la gestion active des placements en devises peuvent être obtenus sur demande.

5. Conclusion

Le dollar canadien est une devise présentant des paramètres fondamentaux défavorables. Selon les modèles quantitatifs de valeur intrinsèque, le \$ CA est bon marché et devrait se renforcer. Nous sommes en désaccord. Des périodes intermittentes de rendement supérieur sont sans doute probables. Cependant, il existe un risque important que la valeur intrinsèque du \$ CA continue de baisser, une tendance entamée depuis peu. À notre avis, cela limite le potentiel de hausse pour la devise.

Le présent document vise à donner des renseignements généraux et ne doit pas être interprété comme un conseil de placement. Il ne constitue ni une offre ni une sollicitation d'achat ou de vente des titres mentionnés. L'information qu'il renferme provient de sources jugées fiables et nous semble juste au moment de sa publication, mais nous ne saurions en garantir l'exactitude, l'exhaustivité, ni la fiabilité. Sauf indication contraire, toutes les opinions et estimations figurant dans le diaporama datent du moment de sa publication et peuvent changer. Gestion d'actifs CIBC inc. utilise plusieurs styles de placement pour ses différentes plateformes de placement. Les opinions exprimées dans le présent document sont celles de l'équipe Gestion des devises et peuvent différer des opinions des autres équipes. Ces renseignements ne constituent pas des conseils juridiques ni des conseils fiscaux.

Lorsqu'elle en a l'autorisation, Gestion d'actifs CIBC peut utiliser d'autres instruments dérivés pour la gestion de ses comptes. GAC peut utiliser des instruments dérivés, comme des contrats à terme, des contrats à terme de gré à gré, des swaps, des options, des bons de souscription couverts, des titres de participation assimilables à des titres de créance avec option, ou toute combinaison de ces instruments, dont la valeur est basée sur le cours du marché, un indice ou le cours/la valeur d'un titre, une devise, une marchandise ou un instrument financier. Les instruments dérivés peuvent être utilisés pour établir des positions en devises. Ces renseignements ne constituent pas des conseils juridiques ni des conseils fiscaux.

Couverture : Compensation ou réduction du risque associé à la totalité ou à une partie d'un placement ou groupe de placements existant. Les opérations de couverture croisée sont permises s'il existe un haut degré de corrélation entre les changements de valeur au marché du placement ou groupe de placements à couvrir et l'instrument de couverture; Établissement d'exposition par rapport à certains marchés : réplique des actions, des titres à revenu fixe, des instruments du marché monétaire, des devises ou d'autres indices ou titres dans le but de réduire les frais d'opération et d'accroître la liquidité; Facilitation du processus de gestion de placement : augmentation de la rapidité, de la souplesse et de l'efficacité des opérations de gestion de placement du compte du client; Rendements potentiels accrus : Immobilisation des avantages procurés par les coûts inférieurs et les opérations d'arbitrage, sauf dans le cas des comptes de client privés.

Certains renseignements que nous vous avons fournis pourraient constituer des énoncés prospectifs. Ces énoncés comportent des risques connus et non connus, des incertitudes et d'autres facteurs pouvant faire en sorte que les résultats ou les rendements réels des titres diffèrent sensiblement des résultats ou des rendements futurs prévus explicitement ou implicitement dans lesdits énoncés prospectifs.

^{MD} Gestion d'actifs CIBC et le logo CIBC sont des marques déposées de la Banque Canadienne Impériale de Commerce (la Banque CIBC), utilisées sous licence.

Le contenu du présent document est la propriété exclusive de Gestion d'actifs CIBC et ne doit pas être distribué sans son consentement préalable.

Conjuguée à la baisse de la valeur intrinsèque du \$ CA dans les dernières années, la corrélation entre la devise et les rendements des actifs en monnaie locale a augmenté pour l'investisseur qui utilise le \$ CA. Cette situation fait en sorte que le \$ CA a perdu de son caractère procyclique, contrairement au \$ US.

Il est important que les investisseurs tiennent compte de ces tendances dans leur stratégie de couverture de change. Elles présentent également une excellente occasion d'ajouter de la valeur aux portefeuilles au moyen d'une gestion active habile des placements en devises.

6. Références

Financial Times (2018), <https://www.ft.com/content/103bfda6-f981-11e8-af46-2022a0b02a6c>

Agence internationale de l'énergie (2018), World Energy Outlook. <https://www.iea.org/weo2018/>

Ressources naturelles Canada (2018), <https://www.rncan.gc.ca/energie/faits/petrole-brut/20075>

Agence d'information sur l'énergie américaine (2018), réserves prouvées de pétrole brut et de gaz naturel américain, année civile 2017. <https://www.eia.gov/naturalgas/crudeoilreserves/>