

# Le désavantage concurrentiel du Canada

Février 2025

**Vincent Lépine**, directeur en chef, Recherche sur les devises, Multiclasse d'actifs et gestion des devises

**Giuseppe Pietrantonio**, CFA, directeur et vice-président, Solutions, Multiclasse d'actifs et gestion des devises

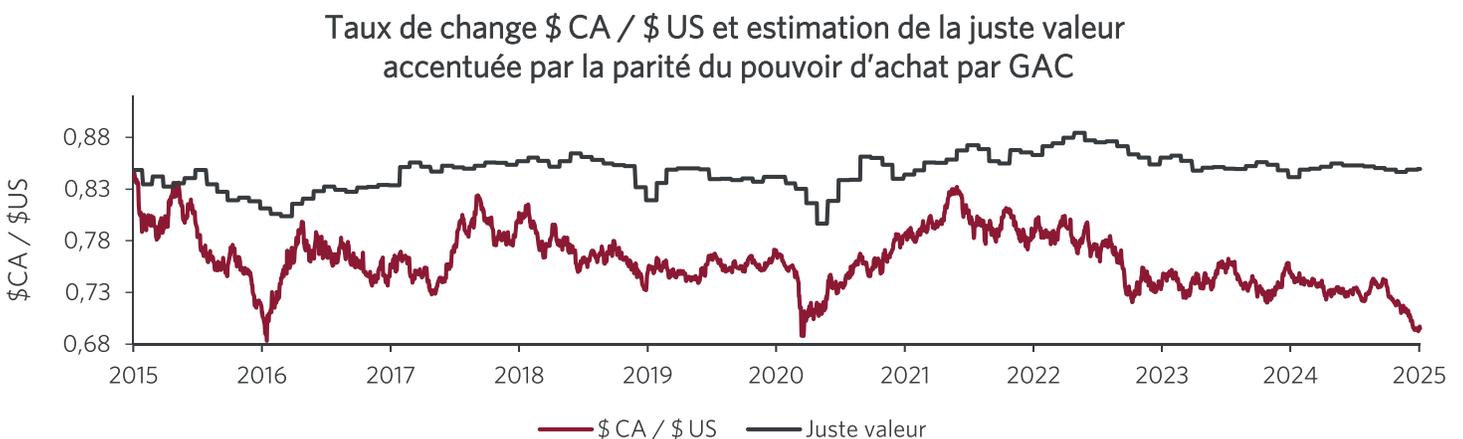
## Principaux points à retenir

- Depuis de nombreuses années, le dollar canadien se négocie en deçà de sa juste valeur par rapport au dollar américain. La faiblesse du dollar canadien reflète la contre-performance persistante de l'économie canadienne par rapport aux États-Unis.
- Il est peu probable que cette situation s'inverse de sitôt, ce qui laisse entrevoir un risque de faiblesse tendancielle continue du dollar canadien.
- Ce risque doit être encadré dans le contexte économique et politique actuel hautement incertain. Cela laisse entendre que les risques liés au dollar canadien sont plus bidirectionnels que ce qu'indiquerait l'analyse économique à long terme.
- Compte tenu de la multitude de courants contradictoires, nous avons récemment mis en place une couverture de change tactique modeste pour les mandats d'actions américaines. Nous continuerons de surveiller cette couverture et l'ajusterons au besoin.

## La faiblesse du dollar canadien reflète d'importants obstacles structurels

Depuis plus d'une décennie, le dollar canadien (\$ CA) est sous-évalué et demeure en deçà de sa juste valeur estimative. Selon les paramètres de valorisation de Gestion d'actifs CIBC (GAC), sa juste valeur, estimée à environ 83 cents US, a été atteinte pour la dernière fois au printemps 2015 (graphique 1). Depuis, le dollar canadien a été constamment sous-évalué par rapport au dollar américain.

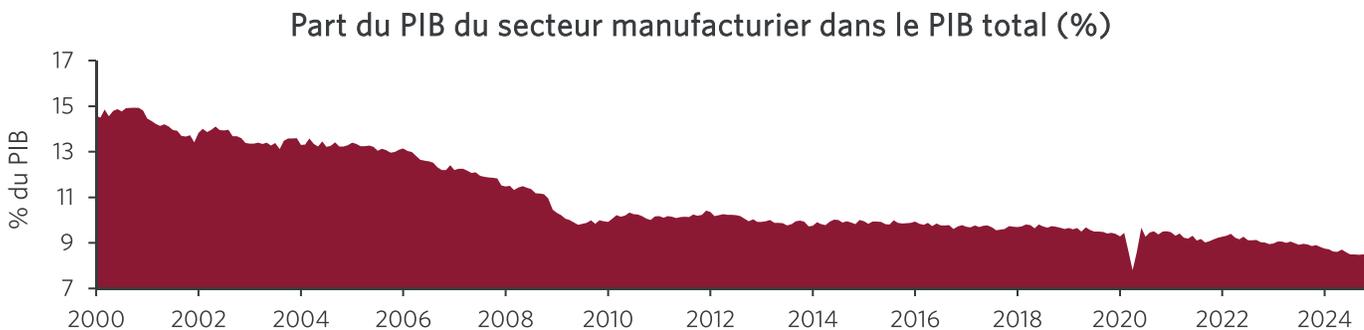
**Graphique 1 : Le dollar canadien était évalué à sa juste valeur il y a dix ans**



Source : Refinitiv Datastream, février 2025. À titre indicatif seulement.

Un facteur important qui contribue à cette sous-évaluation est l'élargissement de l'écart concurrentiel entre le Canada et les États-Unis. Cet écart est évident dans le rendement relatif de la productivité de la main-d'œuvre au Canada et aux États-Unis, et est encore plus frappant lorsqu'on examine la détérioration du secteur manufacturier canadien (graphique 2). Depuis 2018, l'activité manufacturière au Canada s'est contractée de 5 %, ce qui indique une tendance à l'érosion économique préoccupante. En revanche, le secteur manufacturier américain a progressé de 10 % au cours de la même période, ce qui témoigne d'une grande divergence dans la croissance industrielle.

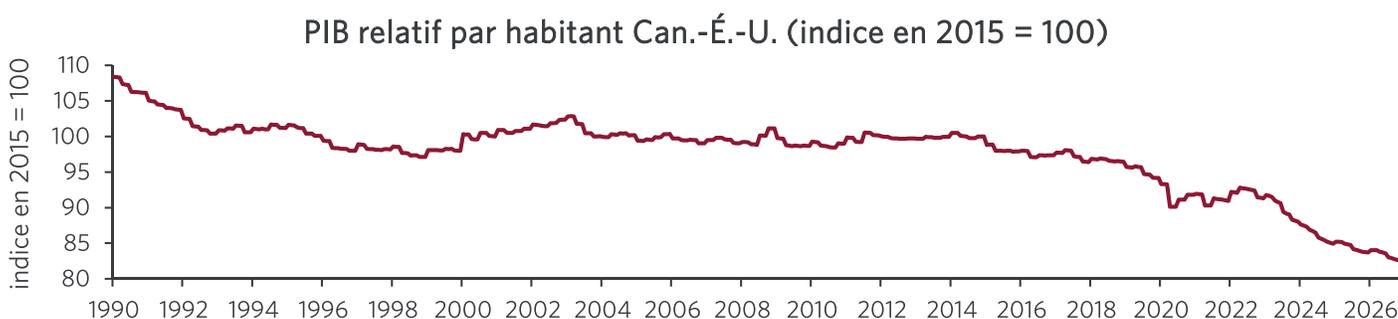
## Graphique 2: L'atrophie du secteur manufacturier canadien



Source : Refinitiv Datastream, février 2025. À titre indicatif seulement.

Le désavantage concurrentiel croissant du Canada a une incidence importante sur son niveau de vie. Depuis le début des années 1990, une diminution de 23 % a été observée par rapport aux États-Unis, et le rythme de la baisse relative s'est accéléré depuis 2015 (graphique 3).

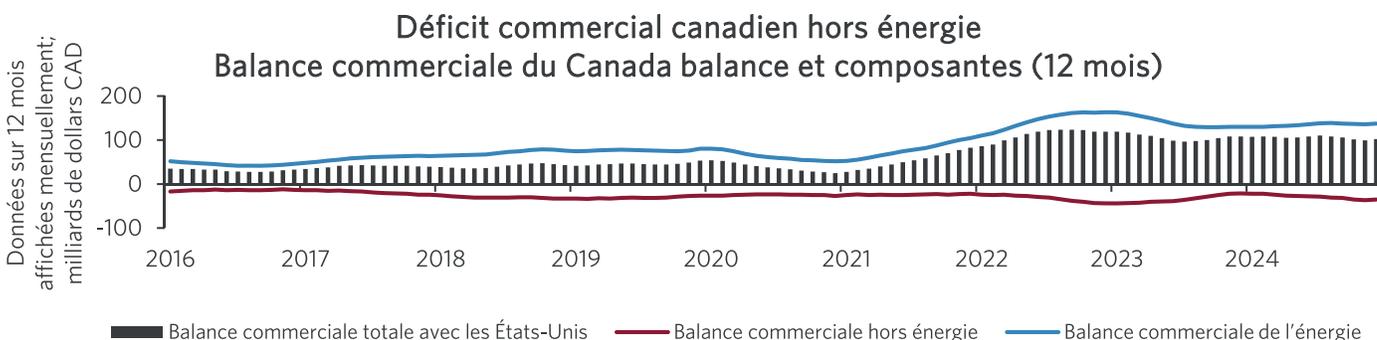
## Graphique 3: Le niveau de vie en chute libre au Canada



Source : Refinitiv Datastream, février 2025. À titre indicatif seulement.

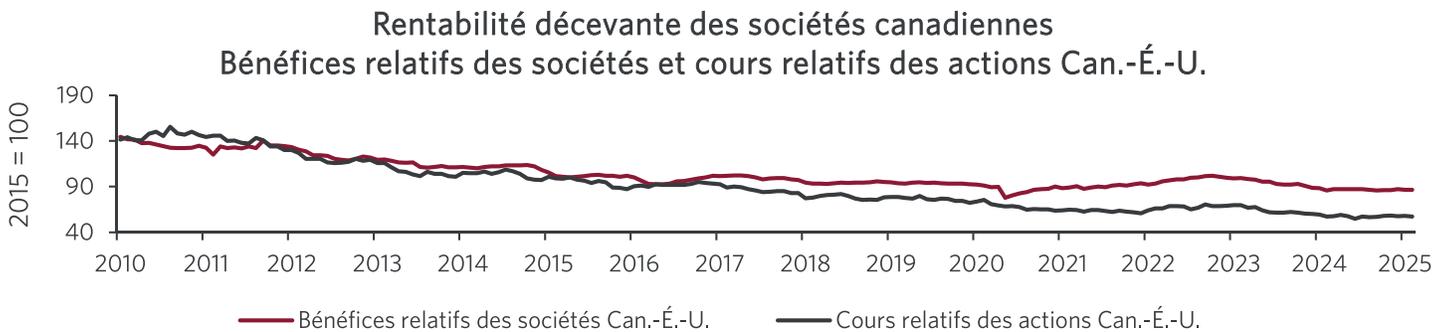
Les problèmes concurrentiels du Canada sont particulièrement évidents dans la composition de sa balance commerciale bilatérale avec les États-Unis. Bien que le Canada conserve un important excédent commercial dans le secteur de l'énergie, il est aux prises avec un important déficit commercial hors énergie, une tendance qui persiste depuis plus d'une décennie (graphique 4). Ce déséquilibre persistant souligne un problème de concurrence structurel par rapport aux États-Unis.

## Graphique 4 : Déficit commercial important dans les secteurs non énergétiques au Canada



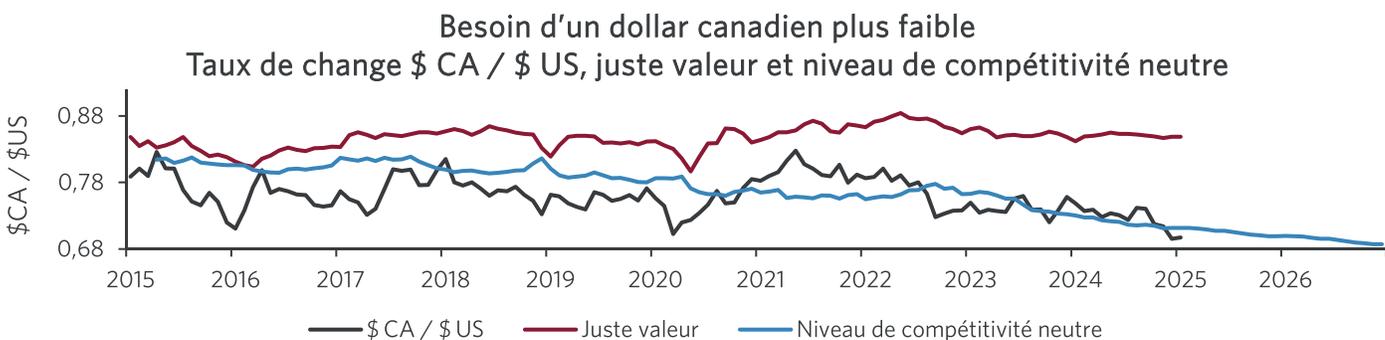
Source : Refinitiv Datastream, février 2025. À titre indicatif seulement.

Les bénéfices relatifs des sociétés canadiennes et américaines soutiennent une conclusion similaire. Depuis 2015, les sociétés canadiennes ont constamment généré des bénéfices inférieurs à ceux des sociétés américaines. Cet écart de rentabilité a été un facteur clé dans la contre-performance prolongée des actions canadiennes par rapport aux actions américaines (graphique 5).

**Graphique 5 : Bénéfices décevants des sociétés canadiennes**

Source : Refinitiv Datastream, février 2025. À titre indicatif seulement. Rendement global de l'indice composé S&P/TSX et de l'indice S&P 500.

Compte tenu de cette évolution, un important escompte sur le prix (reflété par un taux de change plus faible entre le dollar canadien et le dollar américain par rapport à sa juste valeur estimative) semble nécessaire pour compenser l'écart concurrentiel du Canada. Il y a une décennie, le Canada était considéré comme concurrentiel par rapport aux États-Unis, lorsque le dollar canadien se négociait à environ 83 cents américains. Aujourd'hui, un taux de change considérablement plus faible est nécessaire pour rétablir cette compétitivité. Notre analyse indique que le Canada a besoin d'un escompte de 16 % par rapport à sa juste valeur pour occuper une position concurrentielle par rapport aux États-Unis (graphique 6). L'estimation exclusive de la juste valeur par Gestion d'actifs CIBC est actuellement à 85 cents US, et le niveau nécessaire pour rétablir la compétitivité du Canada semble s'approcher de 69 cents US, ce qui est relativement près des valeurs actuelles (0,7044 \$ au 18 février 2025; voir le graphique 6). Il est important de noter qu'il s'agit d'une situation en évolution. Les risques associés au recul de la compétitivité relative du Canada s'intensifient, ce qui pourrait réduire davantage la juste valeur du dollar canadien en dollars américains. Les problèmes de productivité du Canada découlent des changements économiques structurels, des investissements insuffisants, du soutien inadéquat des politiques et des pressions des marchés mondiaux.

**Graphique 6: Besoin d'un dollar canadien plus faible**

Source : Refinitiv Datastream, février 2025. À titre indicatif seulement. Niveau de compétitivité neutre calculé selon le taux de change \$ CA/\$ US requis pour compenser entièrement le désavantage concurrentiel.

Cette analyse ne tient pas compte de l'incidence des tarifs douaniers supplémentaires imposés par les États-Unis sur les exportations canadiennes. Nos perspectives économiques de base reposent sur l'hypothèse que les tarifs douaniers globaux qu'imposent les États-Unis au Canada (et les tarifs douaniers canadiens de rétorsion imposés aux États-Unis) seront de courte durée. Toutefois, la situation est très incertaine et comporte les risques du maintien des tarifs douaniers sur une période plus longue ou de leur réapparition après leur élimination initiale. Si ces risques se concrétisent, ils se traduiraient probablement une pression à la baisse sur le dollar canadien.

**Couvrir ou ne pas couvrir?**

Lorsque nous évaluons les positions de couverture de change appropriées pour nos fonds communs de placement et nos mandats institutionnels exposés au dollar américain, nous suivons un processus de placement rigoureux qui intègre des évaluations quantitatives et qualitatives. D'un point de vue quantitatif, comme nous l'avons vu ci-dessus, il semble y avoir un risque que le dollar canadien s'affaiblisse davantage, du moins pour les prochains mois. Dans cette perspective, il est logique de ne pas couvrir

le risque de change. Mais nous devons aussi adapter cette analyse stratégique en fonction de l'actualité. C'est à ce chapitre que l'analyse fondamentale devient particulièrement importante.

L'incertitude économique et politique est particulièrement élevée à l'heure actuelle et elle devrait le demeurer dans un avenir prévisible. Récemment, les intervenants du marché ont commencé à se concentrer sur la perspective d'un cessez-le-feu plus tôt que prévu en Ukraine. Un cessez-le-feu profiterait probablement à l'ensemble de l'économie européenne, apportant un soutien à l'euro et à d'autres monnaies procycliques, y compris au dollar canadien.

Compte tenu des nombreux courants contradictoires qui touchent les marchés des devises, nous faisons preuve de prudence, et nous avons récemment mis en place une couverture tactique du risque de change modeste dans les mandats de clients exposés au dollar américain. Nous ajusterons la taille de cette couverture en fonction de l'évolution stratégique de la faiblesse du dollar canadien, de l'intensification de l'incertitude, de l'incidence potentielle des tarifs douaniers et des événements politiques au cours des prochaines semaines et des prochains mois.



## À propos de Gestion d'actifs CIBC

À Gestion d'actifs CIBC, nous croyons que toute solution de placement personnalisée doit être ancrée dans la recherche et la rigueur. Nous sommes spécialisés dans diverses solutions de placement, comme les actions, les titres à revenu fixe, la gestion des devises, l'investissement guidé par le passif, la répartition de l'actif et les placements responsables.

Dans toute notre gamme de solutions de placement, nous nous engageons à conduire des recherches. Des analystes sectoriels et régionaux spécialisés se concentrent sur la recherche sectorielle et la génération d'idées relatives à des titres en particulier. Nos professionnels en placements s'appuient sur une expertise vaste et diversifiée et partagent les résultats de recherches exclusives entre nos équipes spécialisées dans les différentes catégories d'actif. Cette communication de l'information entre équipes nous permet de maximiser les occasions d'ajouter de la valeur aux portefeuilles de nos clients.

Les énoncés prospectifs comprennent des énoncés de nature prévisionnelle, qui dépendent d'événements ou de conditions futurs ou qui y font référence, ou qui comprennent des termes comme « s'attendre à », « prévoir », « compter », « planifier », « croire », « estimer » ou d'autres termes similaires. De plus, tous les énoncés qui peuvent être faits concernant le rendement futur, les stratégies ou les perspectives et les éventuelles mesures futures prises par le fonds sont aussi des énoncés prospectifs. Les énoncés prospectifs ne sont pas garants du rendement futur. Ces énoncés comportent des risques connus et inconnus, des incertitudes et d'autres facteurs qui peuvent faire en sorte que les résultats et les réalisations réels du fonds diffèrent sensiblement de ceux qui sont exprimés ou sous-entendus dans ces énoncés. Ces facteurs comprennent, sans s'y limiter, la conjoncture économique, la conjoncture des marchés et des entreprises en général, les fluctuations des prix des titres, des taux d'intérêt et des taux de change, les changements dans la réglementation gouvernementale et les événements catastrophiques. La liste ci-dessus des facteurs importants qui peuvent influencer sur les résultats futurs n'est pas exhaustive. Avant de prendre des décisions de placement, nous vous invitons à examiner attentivement ces facteurs, ainsi que d'autres. Gestion d'actifs CIBC inc. ne s'engage pas, et décline expressément toute obligation, à mettre à jour ou à réviser tout énoncé prospectif, que ce soit à la suite de nouveaux renseignements, d'événements futurs ou autrement, avant la publication du prochain rapport de la direction sur le rendement du fonds.

Les opinions exprimées dans le présent document sont celles de Gestion d'actifs CIBC inc. en date du février 2025, à moins d'indication contraire, et peuvent changer en tout temps. Gestion d'actifs CIBC inc. n'assume aucune obligation ni responsabilité quant à la mise à jour de ces opinions. Ce document vise à donner des renseignements généraux et ne constitue aucunement des conseils financiers, fiscaux, juridiques, comptables ou de placement. Il ne doit être considéré ni comme des prévisions sur le rendement futur des marchés ni comme une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente des titres mentionnés. La situation personnelle de chacun et la conjoncture doivent être prises en compte dans une saine planification des placements. Toute personne voulant utiliser les renseignements contenus dans le présent document doit d'abord consulter son conseiller. Le présent document et son contenu ne peuvent être reproduits sans le consentement écrit de Gestion d'actifs CIBC inc. Le rendement passé peut ne pas se reproduire et n'est pas garant du rendement futur. <sup>MD</sup>Le logo CIBC et « Gestion d'actifs CIBC » sont des marques déposées de commerce de la Banque CIBC, utilisées sous licence.