ANALYSES DES DEVISES

Le huard est-il un piège de valeur?

Par Jimmy Jean, vice-président, économiste en chef et stratège, et Mirza Shaheryar Baig, stratège en devises étrangères

FAITS SAILLANTS

- Le dollar canadien est maintenant très sous-évalué selon les modèles de parité de pouvoir d'achat.
- Nous croyons que certains des obstacles structurels qui ont pesé sur le huard pourraient s'estomper.
- L'amorce d'un cycle d'investissement, une éventuelle diminution des flux de capitaux vers les actions américaines liées à l'IA et un resserrement des écarts de taux entre les États-Unis et le Canada devraient soutenir le dollar canadien au cours des prochains mois.
- La Banque centrale européenne doit choisir entre la stabilité des prix et la stabilité financière. L'euro en paie le prix.
- Le yen pourrait retrouver son ancien statut de valeur refuge.
- Le yuan chinois demeure sous-évalué. Nous prévoyons une nouvelle appréciation.
- Comme les opérations de *carry trade* sur le peso mexicain ont été largement dénouées, la devise pourrait s'approcher d'un creux.

APERÇU

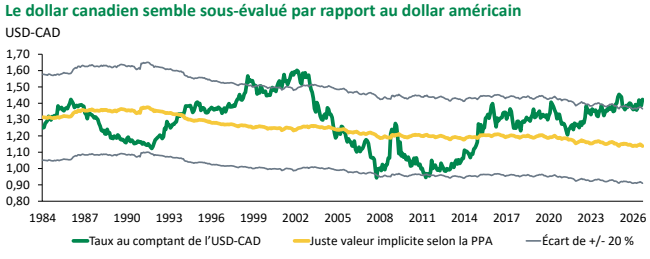
La sous-évaluation, c'est la partie facile

Selon la plupart des indicateurs de valorisation traditionnels, le dollar canadien semble considérablement sous-évalué.

Nous estimons que la devise est sous-évaluée d'environ 22 % par rapport au dollar américain selon un modèle classique de parité de pouvoir d'achat (PPA), lequel suppose que les taux de change finissent par s'ajuster aux différences de niveaux de prix entre les pays (graphique 1). Historiquement, les dépassements de la paire USD-CAD ont culminé autour de 20 à 25 % et ont mis environ trois ans à s'estomper complètement après avoir franchi le seuil de 20 %. Le dépassement actuel dure déjà depuis 20 mois.

Le taux de change effectif réel (TCER), qui mesure la valeur du dollar canadien par rapport à un panier de devises de partenaires commerciaux corrigé de l'inflation, brosse un portrait similaire. L'indice du TCER de la Banque du Canada (BdC) est tombé à environ 102, près de la limite inférieure de sa fourchette des 25 dernières années et à un niveau observé pour la dernière fois au début des années 2000 (graphique 2 à la page 2).

Graphique 1
Taux au comptant de l'USD-CAD et modèle de PPA



Haver et Desjardins, Études économiques

Desjardins, Études économiques : 514 281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 5552336 • desjardins.economie@desjardins.com • desjardins.com/economie

NOTE AUX LECTEURS : Pour respecter l'usage recommandé par l'Office québécois de la langue française (OQLF), nous employons dans les textes et les tableaux les symboles k, M et G pour désigner respectivement les milliers, les millions et les milliards. **MISE EN GARDE :** Ce document s'appuie sur des informations publiques, obtenues de sources jugées fiables. Le Mouvement Desjardins ne garantit d'aucune manière que ces informations sont exactes ou complètes. Ce document est communiqué à titre informatif uniquement et ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente. En aucun cas, il ne peut être considéré comme un engagement du Mouvement Desjardins et celui-ci n'est pas responsable des conséquences d'une quelconque décision prise à partir des renseignements contenus dans le présent document. Les prix et les taux présentés sont indicatifs seulement parce qu'ils peuvent varier en tout temps, en fonction des conditions de marchés. Les rendements passés ne garantissent pas les performances futures, et les Études économiques n'assument aucune prestation de conseil en matière d'investissement. Les opinions et les prévisions figurant dans le document sont, sauf indication contraire, celles des auteurs et ne représentent pas la position officielle du Mouvement Desjardins. Copyright © 2026, Mouvement Desjardins. Tous droits réservés.

Graphique 2
Le dollar canadien atteint des creux pluriannuels sur une base réelle pondérée en fonction des échanges commerciaux
Taux de change effectif réel du CAD
Indice 1999 = 100

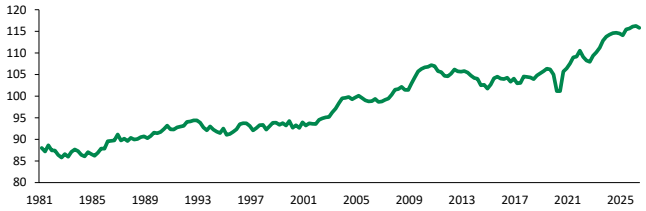


Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

Mais une devise bon marché peut le demeurer pendant longtemps. Comme tout investisseur axé sur la valeur vous le dira, lorsqu'un multiple est faible, ce n'est généralement pas sans raison. Dans le cas du huard, au moins trois raisons se dégagent : la faible productivité, la stagnation des dépenses en immobilisations depuis dix ans et l'essor de l'IA aux États-Unis, qui attire les capitaux canadiens vers le sud.

Frein lié à la productivité : La croissance de la productivité du travail au Canada a été inférieure à celle des États-Unis au cours de la dernière décennie, ce qui a miné la compétitivité du secteur canadien des biens échangeables hors matières premières (graphique 4). La productivité peut être mesurée de différentes manières, mais au cours des dix dernières années, la production réelle par heure travaillée a crû d'environ 1,1 % de moins par année au Canada qu'aux États-Unis. Une devise plus faible a aidé à compenser cet écart. Nous estimons que les différences de croissance de la productivité expliquent plus de la moitié de l'écart actuel de la paire USD-CAD par rapport à la PPA.

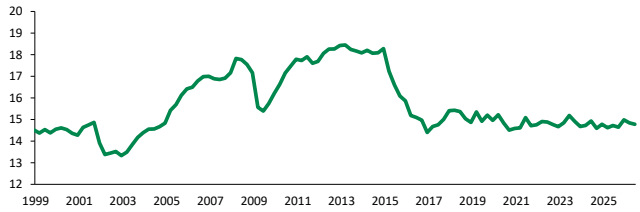
Graphique 3
La productivité du travail au Canada a pris du retard sur celle des États-Unis
PIB réel par heure travaillée aux É.-U. divisé par le PIB réel par heure travaillée au Canada
2017 = 100



Haver et Desjardins, Études économiques

Stagnation des dépenses en immobilisations : La proportion de l'investissement non résidentiel au Canada oscille autour de 15 % du PIB depuis dix ans – celui-ci ne s'est jamais véritablement redressé après la fin du boum associé au pétrole de schiste (graphique 4). Historiquement, les périodes d'essor des matières premières ont soutenu le dollar canadien en stimulant l'investissement et l'emploi à l'intérieur du pays. Mais ce mécanisme de transmission s'est considérablement affaibli, car les sociétés du secteur des ressources ont accordé la priorité aux distributions aux actionnaires et au renforcement de leur bilan. Nous croyons que ce phénomène aide à expliquer pourquoi le lien entre les prix de l'énergie et le dollar canadien est devenu plus ténu au cours des dernières années.

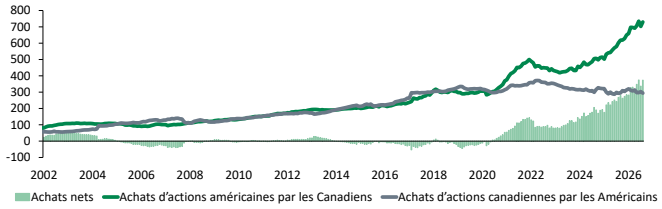
Graphique 4
La stagnation des dépenses en immobilisations au Canada pourrait toucher à sa fin
Dépenses en immobilisations non résidentielles au Canada
En % du PIB



Haver et Desjardins, Études économiques

Sorties de capitaux boursiers : Les investisseurs canadiens ont massivement investi dans les actions américaines au cours des dernières années. Ce mouvement a commencé avec l'essor des titres technologiques après la pandémie et s'est accéléré lorsque l'IA a commencé à dominer les rendements boursiers mondiaux. Comme l'exposition au développement de l'IA est relativement faible sur leur propre marché, les investisseurs canadiens ont dû se tourner de plus en plus vers le sud pour aller chercher de la croissance (graphique 5).

Graphique 5
Les achats d'actions américaines par les investisseurs canadiens ont bondi après la COVID-19
Cumul des transactions mensuelles
En G$ CA



Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Bien que les entrées de fonds dans les titres de créance canadiens provenant d'investisseurs basés aux États-Unis aient augmenté récemment, les investisseurs obligataires sont plus susceptibles de couvrir le risque de change que les investisseurs boursiers. Ainsi, les flux de portefeuille ont exercé une pression négative persistante sur le dollar canadien.

Le vent est peut-être en train de tourner

Nous demeurons optimistes à l'égard du huard à moyen terme.

La raison la plus évidente est l'investissement. Après une décennie de sous-investissement, le cadre politique au Canada a évolué de façon décisive, particulièrement en faveur de l'expansion du secteur des ressources. La BdC prévoit que l'investissement des entreprises se renforcera modestement l'an prochain. Il faudra du temps pour retrouver un certain élan, mais le cycle d'investissement semble enfin repartir.

Des signes préliminaires laissent aussi entrevoir un changement dans les flux de portefeuille. Les investisseurs semblent craindre que les géants de l'infonuagique spécialisés en IA ne génèrent pas suffisamment de revenus pour justifier leurs dépenses massives en infrastructures. Si les investisseurs deviennent moins enclins à miser sur le thème de l'IA, l'attrait qu'exercent les États-Unis sur les capitaux canadiens pourrait commencer à diminuer.

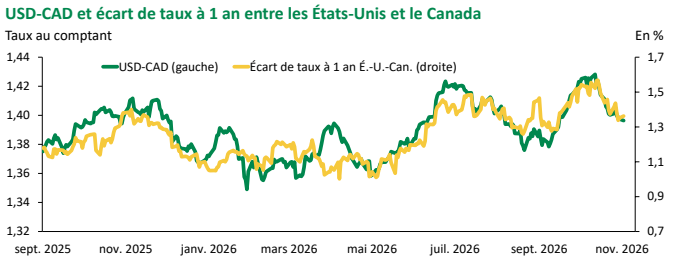
Toutefois, l'écart de productivité pourrait continuer de peser sur le huard. La croissance de la productivité aux États-Unis devrait demeurer forte en raison de la déréglementation en cours et de l'adoption de l'IA. Bien que les entreprises canadiennes semblent accélérer l'adoption de l'IA selon une enquête de Statistique Canada, nous éviterions de présumer que l'écart de productivité entre les États-Unis et le Canada se réduira sensiblement dans un horizon pertinent pour les marchés.

Priorité aux écarts de taux et aux discussions commerciales pour le moment

La BdC a relevé son taux directeur de 25 points de base la semaine dernière, tandis que la Réserve fédérale (Fed) a maintenu ses taux inchangés. Les deux décisions étaient conformes à nos attentes, mais les prévisions d'inflation plus élevées de la BdC suggèrent que celle-ci pourrait à nouveau hausser son taux directeur lors de la réunion de décembre. Parallèlement, les opérateurs de marché ont revu à la baisse leurs attentes concernant les hausses de taux de la Fed.

L'écart entre les swaps à deux ans en dollars américains et en dollars canadiens s'est resserré à environ 1,25 %, comparativement à un sommet d'environ 1,55 %. La paire USD-CAD a suivi ces écarts de taux de très près (graphique 6). Nous croyons que les écarts de taux pourraient continuer de rétrécir au cours des prochains mois, surtout si notre prévision selon laquelle la Fed finira par réduire ses taux l'an prochain se confirme. Ainsi, **nous prévoyons un recul graduel de la paire USD-CAD à 1,38 l'année prochaine.**

Graphique 6
La paire USD-CAD suit les écarts de taux



Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Enfin, nous prévoyons que l'actualité liée au commerce occupera davantage l'avant-scène d'ici la fin de l'année. Il semble que les États-Unis et le Canada aient repris le dialogue, dans une certaine mesure, bien que Mark Carney ait parlé d'une « légère intensification » des discussions. Les attentes du marché sont faibles; tout progrès vers un accord commercial constituerait donc un facteur favorable au dollar canadien. Mais le temps presse, car la menace du président Trump de porter à 50 % les droits de douane sur toutes les automobiles canadiennes le 1er janvier 2027 plane toujours sur les négociations.

EUR

L'hiver approche

Nous demeurons pessimistes quant à l'euro. À l'approche de l'hiver, et alors que les marchés de l'énergie font toujours face à des perturbations, les contrats à terme sur le gaz naturel TTF ont franchi la barre des 100 €/MWh pour la première fois depuis 2022. Parallèlement, le marché obligataire français demeure sous pression, les investisseurs s'inquiétant du manque de volonté politique de s'attaquer aux défis budgétaires. Dans ce contexte, la Banque centrale européenne (BCE) est confrontée à un arbitrage difficile entre la stabilité des prix et la stabilité financière. Elle a choisi de maintenir ses taux inchangés la semaine dernière et a reconnu que les risques baissiers pour la croissance devenaient plus importants. Nous nous attendons à ce que l'euro demeure sous pression.

JPY

À nouveau une valeur refuge?

La Banque du Japon (BoJ) a maintenu ses taux à 1,25 % la semaine dernière, conformément au consensus du marché. Cependant, la banque centrale a donné deux indications laissant entrevoir d'autres hausses de taux à venir. D'abord, la BoJ a reconnu que l'inflation sous-jacente a atteint l'objectif de stabilité des prix de 2 %. Ensuite, le rapport sur la politique monétaire a souligné que les conditions financières sont demeurées

accommodantes malgré la faiblesse récente du marché boursier. Nous prévoyons une hausse de 25 points de base en décembre et au moins deux autres hausses de taux l'année prochaine. Par ailleurs, la baisse récente des rendements obligataires américains dans un contexte de faiblesse des marchés boursiers suggère que la relation traditionnelle entre le sentiment à l'égard du risque et les valeurs refuges pourrait se rétablir. Nous croyons que le yen japonais pourrait créer la surprise et sortir gagnant si la correction des actions liées à l'IA se poursuit, malgré le fait que le Japon soit un important exportateur de semi-conducteurs.

CNY

La tendance est votre alliée

Nous prévoyons que le yuan chinois continuera de s'apprécier. L'énorme surplus commercial de la Chine, qui a atteint un record de 133 G$ US pour le mois de septembre, a créé une offre excédentaire persistante de dollars que les banques d'État sont contraintes d'absorber afin de ralentir la progression de la devise chinoise. L'ampleur de cette intervention « furtive » donne à penser que la devise demeure nettement en deçà de son niveau d'équilibre sur le marché. Les autorités chinoises rejettent souvent les affirmations selon lesquelles le yuan est sous-évalué, mais leurs actions suggèrent qu'elles sont prêtes à tolérer une appréciation graduelle de la devise.

MXN

Le dénouement des opérations de *carry trade* est peut-être terminé

Le peso mexicain s'est considérablement déprécié au cours des deux derniers mois. Cette faiblesse a été initialement provoquée par des attentes accrues quant à un resserrement de la part de la Fed, puis exacerbée par l'échec des discussions commerciales bilatérales avec les États-Unis. La vive réaction des marchés s'explique probablement par l'accumulation d'opérations de *carry trade* sur la devise, qui ont maintenant été en grande partie dénouées. Nous nous attendons à ce que le peso demeure sensible au sentiment à l'égard du risque, mais nous croyons qu'une grande partie de l'ajustement est maintenant derrière nous.

Tableau

Historique et prévisions

		2025		2026				2027			
Fin de période		T3	T4	T1	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Dollar américain											
Dollar canadien	USD/CAD	1,39	1,37	1,39	1,42	1,42	1,41	1,41	1,40	1,40	1,38
Euro	EUR/USD	1,17	1,18	1,16	1,14	1,14	1,10	1,10	1,08	1,10	1,10
Livre sterling	GBP/USD	1,33	1,35	1,32	1,32	1,32	1,30	1,30	1,32	1,34	1,35
Franc suisse	USD/CHF	0,80	0,79	0,80	0,80	0,84	0,83	0,79	0,78	0,77	0,75
Yen	USD/JPY	148	157	159	162	158	160	158	155	152	150
Dollar australien	AUD/USD	0,66	0,67	0,69	0,72	0,70	0,70	0,72	0,73	0,74	0,75
Yuan chinois	USD/CNY	7,12	6,98	6,89	6,85	6,71	6,60	6,55	6,50	6,45	6,40
Peso mexicain	USD/MXN	18,40	17,98	17,93	17,30	18,00	18,80	18,60	18,40	18,20	18,00
Réal brésilien	USD/BRL	5,32	5,45	5,18	5,10	5,20	5,40	5,30	5,20	5,10	5,00
Dollar effectif[1]		111	112	113	112	114	114	112	112	112	111
Dollar canadien											
Dollar américain	CAD/USD	0,72	0,73	0,72	0,70	0,70	0,71	0,71	0,71	0,71	0,72
Euro	EUR/CAD	1,63	1,62	1,61	1,62	1,62	1,55	1,55	1,51	1,54	1,52
Livre sterling	GBP/CAD	1,85	1,85	1,84	1,87	1,87	1,83	1,83	1,85	1,88	1,86
Franc suisse	CAD/CHF	0,58	0,58	0,57	0,56	0,59	0,59	0,56	0,56	0,55	0,54
Yen	CAD/JPY	106	115	114	114	111	113	112	111	109	109
Dollar australien	AUD/CAD	0,92	0,92	0,96	1,02	0,99	0,99	1,02	1,02	1,04	1,04
Yuan chinois	CAD/CNY	5,12	5,09	4,95	4,82	4,73	4,68	4,65	4,64	4,61	4,64
Peso mexicain	CAD/MXN	13,24	13,12	12,88	12,18	12,68	13,33	13,19	13,14	13,00	13,04
Réal brésilien	CAD/BRL	3,83	3,98	3,72	3,59	3,66	3,83	3,76	3,71	3,64	3,62

p : prévisions; [1] Pondéré par les échanges commerciaux avec les principaux partenaires des États-Unis (janvier 2006 = 100).
Datastream, Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques