



Ambassade de France au Canada
Service économique régional d'Ottawa

Canada : un huard affaibli, une politique monétaire contrainte

Après avoir été en première ligne sur le front de la lutte contre l'inflation (2022-2024), puis de l'assouplissement monétaire (T3 2024), la Banque du Canada risque d'être plus attentiste dans les mois qui viennent. Confrontée d'une part à un net ralentissement de l'économie et, d'autre part, à un risque croissant de divergence avec la politique menée par la FED, la Banque doit désormais, de surcroît, intégrer les incertitudes nées de possibles modifications de sa politique commerciale avec les Etats-Unis. Autant de facteurs qui pèsent dès à présent sur le cours du huard et qui annoncent une année volatile pour ce dernier.

Depuis la sortie du COVID, la Banque du Canada a mené une politique monétaire volontariste, à l'avant-garde des décisions prises par ses pairs à travers le monde

Face à la poussée inflationniste en sortie de COVID, la Banque du Canada fut parmi les premières à réagir, vigoureusement. Le redémarrage de la demande mondiale post-Covid, conjugué aux contraintes d'offre et à la pénurie de travailleurs, ont fait apparaître des tensions inflationnistes au Canada dès le 2nd semestre 2021, ensuite exacerbées par la guerre en Ukraine : l'inflation a ainsi atteint un pic à 8,1% en juin 2022 (en glissement annuel), un point haut depuis 1991. En réaction, et avant même la Banque centrale européenne (27 juillet 2022) ou la FED (16 mars), la Banque du Canada, le 3 mars 2022, a impulsé le plus fort et le plus rapide resserrement monétaire depuis quatre décennies. La Banque a ainsi relevé son taux directeur à 10 reprises entre mars 2022 et juillet 2023, le portant de 0,25% à 5%, soit le niveau le plus élevé depuis 2001 (*Annexe I*). La hausse du taux directeur, accompagnée du programme de resserrement quantitatif (les réserves de la Banque centrale s'élevaient à 395 Mds pendant la pandémie et atteignent désormais seulement 130 Mds CAD), a permis de progressivement faire refluer l'inflation : celle-ci s'est établie à 6,8% en 2022, puis à 3,9% en 2023 (exprimée en moyenne annuelle), avant d'atteindre 2,7% en juin 2024. Un niveau certes supérieur à la fourchette cible de la Banque centrale, soit entre 1% et 3%, mais qui traduisait le bon fonctionnement des différents canaux de transmission.

La Banque du Canada fut également parmi les premières, à l'été 2024, à impulser l'assouplissement monétaire en cours. Malgré des pressions inflationnistes toujours présentes sur le marché du logement (l'inflation locative se fixe à 6,2% en juin 2024) au premier semestre 2024, la Banque du Canada a pris l'initiative au sortir du printemps 2024 d'assouplir sa politique monétaire, anticipant que l'effet d'une variation du taux directeur ne se ferait pleinement ressentir qu'après environ six trimestres. Pressée par les autorités provinciales et fédérale d'alléger la contrainte et tenant compte des résultats de croissance modestes au premier trimestre 2024 (1,7% contre 2,2% attendu), la Banque centrale fut de nouveau la première des grandes banques centrales, le 5 juin 2024, à abaisser son taux directeur de 25 points de base (pdb), après onze mois de stabilisation à 5%. Un mouvement qui s'amplifia par la suite, ainsi qu'elle l'avait annoncé dans son rapport de politique monétaire de juillet 2024, avec plusieurs diminutions de 25 à 50 pdb de son principal taux directeur au cours du 2nd semestre 2024. Fin 2024, ce taux s'établissait à 3,25%, soit une baisse de 175 pdb en l'espace de six mois.

La Banque du Canada est toutefois désormais confrontée à une divergence croissante entre les économies canadienne et américaine, qui pèse dès à présent sur le huard et contraint ses marges d'action

Malgré des politiques monétaires présentant un profil similaire, quoiqu'asynchrone depuis mi-2024, certains fondamentaux économiques divergent aujourd'hui entre les deux pays. Sans se concerter formellement mais toujours, côté canadien, en observant très attentivement les décisions prises par la FED, les politiques monétaires suivies par le Canada et par les Etats-Unis ont suivi depuis la fin du COVID une trajectoire analogue (*annexe 1*), conduisant les taux à un plateau à l'été 2023 aux alentours de 5% (5% pour la Banque du Canada et 5,5% pour la FED). L'année 2024 a toutefois fait apparaître des divergences croissantes entre les deux économies, qui expliquent des rythmes d'assouplissement – à défaut d'un profil général – désormais sensiblement différents. Premièrement, alors que l'économie américaine semble toujours fonctionner à plein régime, l'économie canadienne reste bien plus timorée. La relative faiblesse de la croissance économique canadienne s'explique notamment par un déficit structurel de productivité et d'investissement dans l'économie ; elle se traduit, dans un contexte d'immigration toujours très dynamique, par un PIB par habitant en baisse depuis 2020, à l'inverse de l'économie américaine qui continue d'afficher une croissance supérieure à son rythme tendanciel. D'après les perspectives de l'économie mondiale du FMI de janvier 2025¹, la croissance canadienne pour 2024 devrait s'établir à 1,3%, alors qu'elle est évaluée à 2,8% aux Etats-Unis. Deuxièmement, la dynamique des prix entre les deux économies n'a pas suivi la même décélération

(annexe 2). L'inflation globale canadienne (le logement continuant d'exercer des pressions sur les prix) se situe depuis début 2024 dans la fourchette de la Banque du Canada, légèrement inférieure à 2% à fin 2024 (1,8% en glissement annuel en décembre 2024). Aux Etats-Unis, bien que l'inflation soit également en recul, elle n'est passée sous le seuil de 3% qu'en juillet 2024 et certains produits, dont notamment les services essentiels, continuent d'afficher des prix élevés, maintenant l'inflation à un niveau un peu plus élevé (2,9% à fin 2024). La FED n'a ainsi entamé la baisse de son taux directeur qu'en septembre 2024 (- 50 pdb, -100 pdb sur le dernier quadrimestre), trois mois après la Banque du Canada, ce qui, sur l'ensemble du deuxième semestre, reste inférieur à la baisse canadienne (-175 pdb).

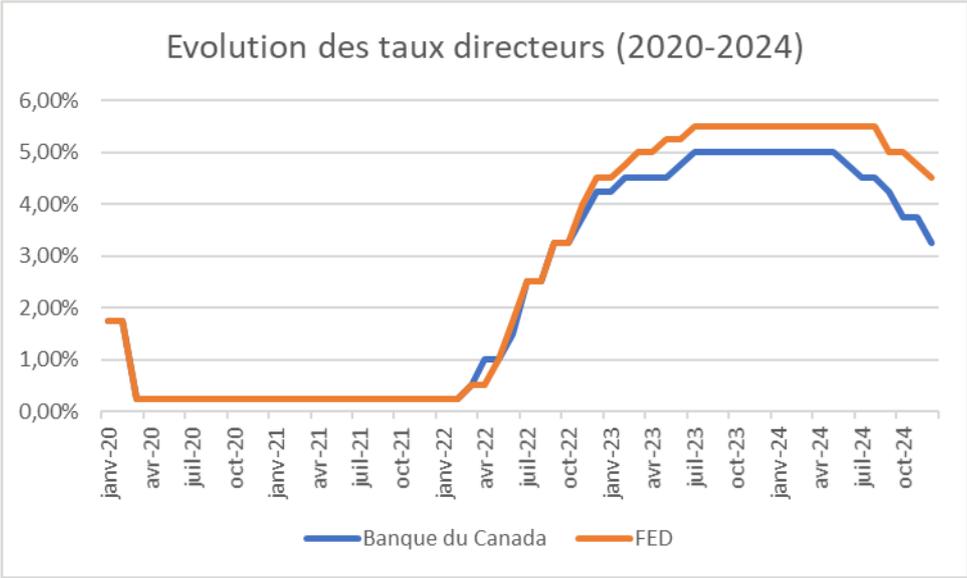
Les écarts de performance macroéconomique et de politique monétaire jouent dès à présent défavorablement sur la valeur du dollar canadien, ce qui risque de restreindre les marges de manœuvre de la Banque du Canada. Alors que le taux de change entre le dollar canadien et le dollar américain s'établissait à environ 1,40 au moment du déclenchement de la crise du COVID (mars 2020) et avait atteint un point bas à 1,21 en mai 2021, la vigueur de l'économie américaine en sortie de crise sanitaire, conjuguée à la baisse des prix de l'énergie et des taux d'intérêt américains plus élevés depuis début 2023, a conduit à une dépréciation continue du huard depuis lors, perte de valeur qui s'accélère nettement depuis la sortie de l'été 2024 (annexe 3). L'affaiblissement du dollar canadien n'est pas spécifique à la parité avec le dollar américain ; on constate en effet une dégradation du taux de change effectif réel du dollar canadien par rapport au panier des 17 principaux partenaires commerciaux du pays. Et, si l'on considère plus spécifiquement le taux de change CAD / €, on observe également une érosion continue du huard, d'un cours à 1,31 à l'été 2022 à environ 1,50 aujourd'hui. Mais la divergence s'amplifie dans le cas du dollar américain, à mesure que le différentiel de taux d'intérêt et de croissance économique s'accroît entre les deux pays. Cette dynamique risque de restreindre les marges de manœuvre de la Banque du Canada qui, si elle pourrait être incitée à prolonger l'assouplissement pour asseoir le rebond de l'activité en 2025, doit également prendre en considération la politique monétaire américaine, afin de conserver un écart de taux acceptable par le marché.

La dépréciation du dollar canadien face au dollar américain s'est amplifiée après l'élection de D. Trump et la menace d'imposer des tarifs douaniers sur les importations canadiennes

L'élection de D. Trump, suivie de la menace d'imposer des tarifs douaniers sur les importations canadiennes à hauteur de 25%, semble accélérer la dépréciation du dollar canadien vis-à-vis du dollar américain. Depuis l'annonce de l'élection de D. Trump, le CAD a perdu près de 3,5% vis-à-vis de l'USD. Le dollar américain s'échange ainsi pour plus de 1,40 CAD, niveau qui n'a été dépassé qu'à deux brèves reprises depuis 2003 : en janvier 2016, à l'arrivée au pouvoir de D. Trump au titre son premier mandat, et au cœur de la crise du COVID-19 de mars à mai 2020. L'économie canadienne étant très fortement dépendante des Etats-Unis, où sont exportées annuellement 600 Md CAD (env. 400 Md EUR) de biens, représentant 77% des exportations canadiennes, une politique protectionniste des Etats-Unis à son égard ferait peser des risques importants sur l'économie canadienne et, donc, sur la valeur de sa monnaie. Le différentiel de taux, qui ne semble pas devoir se résorber à court terme dès lors que la FED est apparue plus prudente à l'occasion de sa décision de janvier 2025, risque également d'accentuer cette dynamique.

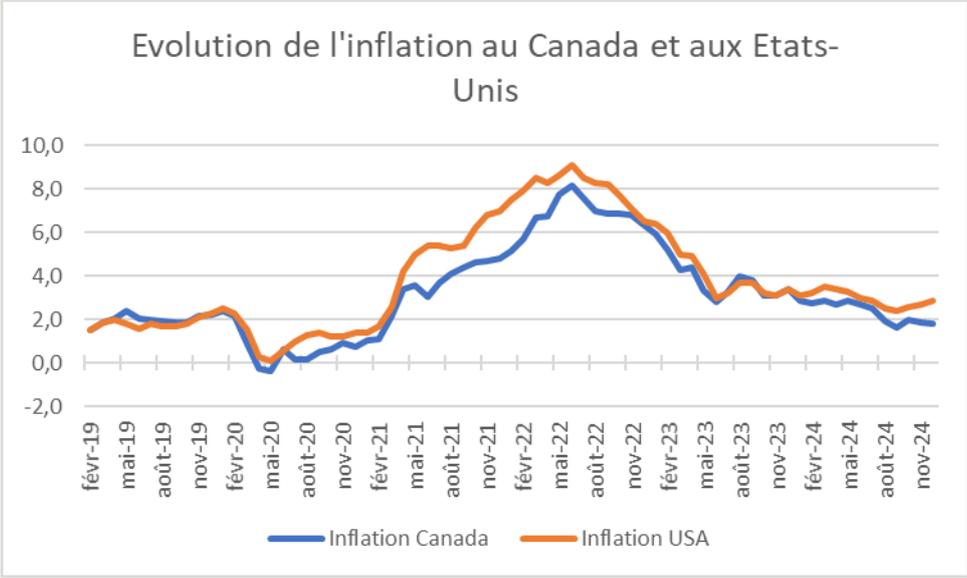
L'année 2025 s'annonce ainsi comme une année de grande incertitude et volatilité sur le marché des changes, ce qui devrait conduire la Banque du Canada à adopter une approche plus attentiste. La détérioration du taux de change CAD / \$ observée depuis début novembre 2024 laisse penser que le marché a intégré par anticipation, au moins en partie, l'effet de premières décisions de politique économique de l'administration Trump, en particulier sur le volet de la politique commerciale. D'après une étude de la banque Desjardins, le taux de change USD/CAD intégrerait déjà une hypothèse de politique commerciale américaine équivalent à une taxation moyenne des importations canadiennes de 10% ; et plus les tarifs douaniers seront finalement élevés, plus le huard pourrait se déprécier. Ainsi, si les tarifs imposés sont supérieurs à 10%, la valeur du CAD pourrait continuer à se dégrader ; dans ce scénario, la banque Desjardins anticipe pour le 4^{ème} trimestre 2025 un taux de change de 1,42 CAD pour 1 USD. Mais, pour cet exercice 2025, les économistes soulignent surtout le risque de volatilité du marché des devises, en raison notamment des incertitudes que fait peser le retour de D. Trump. Ces fluctuations pourraient être significatives et nombreuses, au gré des anticipations de marché et de la mise en œuvre effective de la politique économique et commerciale de la prochaine administration Trump à Washington, dont le dollar canadien pourrait pâtir.

ANNEXE I : Evolution des taux directeurs de la Banque du Canada et de la FED entre 2020 et 2024



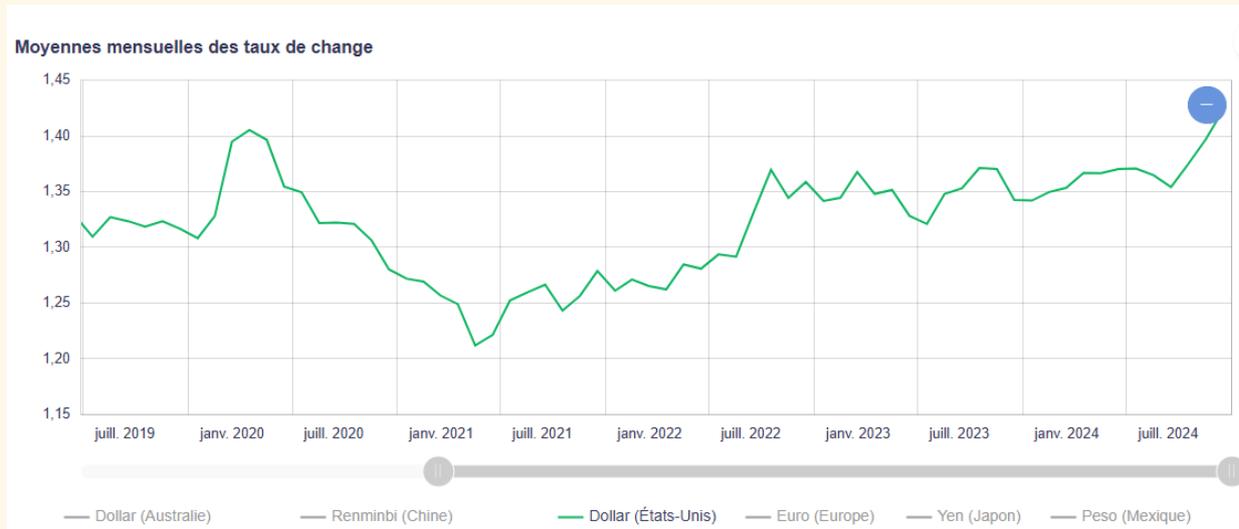
Source : Banque du Canada, Federal Reserve

ANNEXE II : Evolution de l'inflation au Canada et aux Etats-Unis entre 2019 et 2024



Source : Statistique Canada, US Bureau of Labor Statistics

Annexe III : Evolution du taux de change CAD / \$ depuis juillet 2019



Source : Banque du Canada

NOTES DE FIN

¹ Perspectives de l'économie mondiale, FMI, janvier 2025 : [Mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale, janvier 2025](#)