

ANALYSES DES DEVISES

Assiste-t-on à une dévalorisation du dollar?

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

FAITS SAILLANTS

- ▶ Les investisseurs s'interrogent sur la crédibilité de la gestion de la dette américaine et placent le dollar américain dans leur ligne de mire.
- ▶ Mais les États-Unis ne sont pas la seule économie dont l'endettement est préoccupant. La dévalorisation monétaire ne concerne pas uniquement le billet vert.
- ▶ La vente massive de dollars américains est liée au sentiment du marché, et non aux fondamentaux. Ne cherchez pas à profiter de ce mouvement.
- ▶ Un accord commercial intérimaire entre le Canada et les États-Unis demeure pour l'instant hors de portée. Mais le marché s'est habitué au bruit entourant les tarifs douaniers.
- ▶ L'inflation de base dans la zone euro demeure faible. Mais les partisans d'une politique monétaire restrictive au sein de la Banque centrale européenne maintiennent la possibilité d'une hausse de taux lors de la réunion de septembre.
- ▶ L'intervention conjointe sur le yen a suscité une forte réaction des marchés, mais elle ne permet pas de remédier au facteur sous-jacent de la faiblesse de la devise.
- ▶ La faiblesse intérieure de la Chine accroît sa dépendance envers les exportations comme moteur de croissance. Parallèlement, son excédent commercial atteint des sommets historiques, ce qui met en lumière la sous-évaluation de sa monnaie.
- ▶ L'incertitude entourant les élections pourrait créer quelques turbulences pour le réal brésilien, mais le *carry* et les fondamentaux demeurent attrayants. Nous nous attendons à ce que tout repli soit temporaire.

USD

Les États-Unis sont-ils en proie à la panique?

Le dollar américain s'est fortement replié en août après que le Trésor américain eut surpris les marchés en annonçant un programme de rachat d'obligations. Les investisseurs ont parié que, si les autorités américaines cherchent à contenir leurs coûts d'emprunt, elles rendront les titres du Trésor américain et, ultimement, le dollar américain moins attrayants pour les investisseurs. Les marchés ont déjà connu ce scénario, notamment au Japon, où les tentatives de maintenir les rendements obligataires à un niveau bas ont entraîné une

faiblesse persistante du yen. Certains parlent d'une stratégie de « dévalorisation monétaire » (*debasement trade*).

Celle-ci repose sur l'idée que les années de dépenses déficitaires et l'augmentation de la dette publique éroderont la valeur des monnaies fiduciaires, poussant ainsi les investisseurs vers des actifs tangibles, tels que les métaux précieux. D'accord, mais pourquoi le dollar américain est-il ainsi ciblé? Les difficultés budgétaires sont plus marquées dans d'autres économies majeures, notamment au Royaume-Uni, en France et au Japon. Les obligations subissent des pressions partout, et pas seulement aux États-Unis.

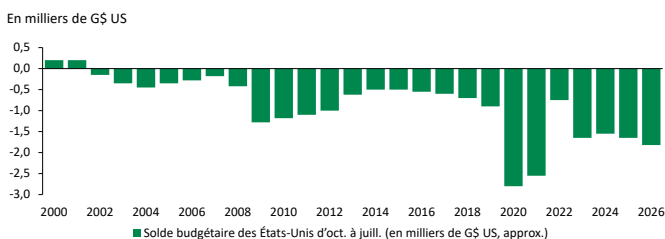
L'explication la plus simple de la vente massive de dollars américains la semaine dernière, c'est que les marchés croient que les décideurs américains paniquent. Lorsque la confiance s'effrite, les investisseurs ajustent d'abord leurs positions et se posent des questions plus tard. Mais les décideurs américains ne resteront pas les bras croisés si les marchés perdent confiance dans la monnaie de réserve mondiale et dans le marché obligataire le plus important au monde. Ils ont à la fois les outils et les raisons nécessaires pour réagir si la volatilité des taux de change devient perturbatrice. En particulier, une hausse des rendements obligataires accompagnée d'une baisse du dollar n'est pas le genre de situation qu'ils toléreront longtemps.

L'indice DXY a baissé de 3 % au cours du dernier mois, mais il demeure au milieu de la fourchette des 12 derniers mois, soit entre 96 et 102. Le dollar américain était devenu populaire dans les opérations de *carry trade* sur devises au cours de l'été, et ces positions ont probablement été dénouées la semaine dernière. En termes simples, la volatilité est liée au positionnement et au sentiment du marché, et non aux facteurs fondamentaux. Nous demeurons pessimistes à moyen terme quant au dollar américain, mais nous mettons en garde contre toute extrapolation à partir du mouvement de la semaine dernière.

Nous demeurons pessimistes à l'égard du dollar américain à moyen terme, mais la vente massive d'août pourrait s'avérer temporaire. Nous continuons de prévoir un affaiblissement graduel du dollar américain jusqu'en 2027.

Graphique 1

Solde budgétaire des États-Unis pour les 10 premiers mois de l'exercice financier (oct. à juil.)



Macrobond et Desjardins, Études économiques

CAD

L'absence d'accord : un enjeu de taille

L'économie canadienne s'est avérée plus résiliente que prévu au cours des derniers mois, malgré l'incertitude commerciale persistante. Nous avons devancé notre prévision pour la prochaine hausse de taux de la Banque du Canada (BdC) au premier trimestre de 2027, même si les discussions commerciales entre les États-Unis et le Canada demeurent au point mort.

En revanche, le ralentissement de l'inflation et du marché du travail aux États-Unis laisse croire que la Réserve fédérale américaine (Fed) maintiendra probablement ses taux inchangés jusqu'à la fin de l'année, tandis que les perspectives de politique monétaire s'orientent vers des baisses de taux en 2027.

Par conséquent, nous prévoyons un rétrécissement progressif des écarts de taux à court terme, ce qui appuie notre point de vue selon lequel le dollar canadien s'appréciera à moyen terme. Mais un autre facteur milite en faveur d'un huard plus fort : les attentes sont faibles.

L'investissement des entreprises au Canada est morose depuis des années. Sa relance constitue l'un des piliers du plan économique du premier ministre Carney. Le plan a rallié les différentes allégeances politiques, et les marchés en ont pris note. Le Sommet canadien de l'investissement, organisé par le gouvernement à la mi-septembre, réunira environ 100 des plus importants gestionnaires d'actifs et investisseurs institutionnels au monde, dans le but de les convaincre d'investir dans des projets canadiens d'infrastructure, d'énergie et de minéraux critiques. S'il s'avère fructueux, ce sommet pourrait marquer une étape importante vers un redressement de l'investissement des entreprises, après plusieurs années de faiblesse.

Nous prévoyons que l'incertitude commerciale persistera à court terme. Mais le marché a appris à composer avec ce bruit. Nous ne nous attendons pas à ce que l'incidence sur le dollar canadien soit durable.

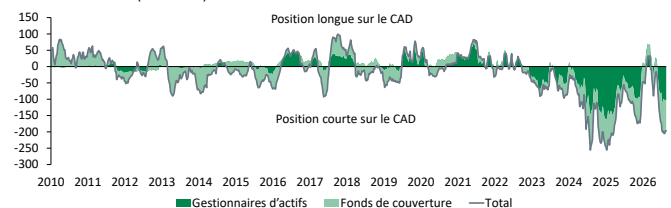
Les manchettes à propos du conflit commercial pourraient entraîner de la volatilité, mais nous prévoyons que la paire USD-CAD terminera l'année 2026 autour de 1,38 et l'année 2027 autour de 1,34.

Graphique 2

Les positions courtes en dollars canadiens sont élevées

Position nette sur contrats à terme et options en CAD

Nombre de contrats (en milliers)



Macrobond et Desjardins, Études économiques

EUR**L'euro profite de la tendance anti-dollar, mais cela ne durera pas**

Tout compte fait, nous sommes toujours d'avis que la Banque centrale européenne (BCE) maintiendra ses taux d'intérêt inchangés pour le reste de l'année. Toutefois, l'issue de la rencontre du 10 septembre est incertaine, et nous ne pouvons pas écarter une hausse de taux supplémentaire.

Tandis que le conflit en Iran s'éternise, les prix de l'énergie sont passés du scénario « modéré » de la BCE au scénario de référence présenté en juin. L'inflation s'est raffermie en juillet, l'inflation de base (excluant l'énergie et les aliments) passant de 2,4 % en juin à 2,5 % d'une année à l'autre. L'inflation des services a également augmenté légèrement, passant de 3,2 % à 3,3 % sur un an. Cependant, une grande partie de l'augmentation semble refléter des effets de base plutôt qu'une nouvelle accélération des pressions sous-jacentes sur les prix. En effet, le rythme mensuel récent de l'inflation de base demeure globalement cohérent avec la cible de 2 % de la BCE.

Certains membres du Conseil des gouverneurs semblent craindre que les prix de l'énergie demeurent élevés, et que le souvenir de l'épisode inflationniste de 2022 pousse les ménages et les entreprises à réagir plus rapidement cette fois-ci. Publiquement, la présidente Lagarde a soutenu que les effets de second tour ne sont « pas encore » visibles. Pourtant, le procès-verbal de la réunion de juin suggère que le débat interne était plus favorable à un resserrement monétaire que ses remarques publiques ne le laissaient entendre.

L'euro bénéficie également de son statut de deuxième monnaie de réserve mondiale. Si les investisseurs commencent à remettre sérieusement en question la crédibilité budgétaire des États-Unis ou l'indépendance de la Fed, l'euro pourrait attirer des entrées de fonds à court terme provenant des investisseurs recherchant un « anti-dollar ». Toutefois, nous vous conseillons la prudence. La zone euro a également des problèmes budgétaires non résolus. En fait, l'écart entre les obligations d'État françaises et allemandes – une mesure du risque lié à la dette souveraine française – s'est élargi pour atteindre son niveau le plus élevé depuis la crise de la dette européenne. Nous demeurons prudents quant aux perspectives à long terme de l'euro, compte tenu des pressions croissantes exercées sur la base industrielle de l'Europe par le coût élevé de l'énergie et la concurrence de la Chine. Toutefois, si la faiblesse du dollar demeure le thème dominant du marché, l'euro pourrait en bénéficier, même si les investisseurs finiront par se concentrer sur les défis budgétaires de la zone euro elle-même.

Nous avons relevé notre fourchette prévue pour la paire EUR-USD à 1,15-1,18 pour le reste de l'année, mais nous prévoyons qu'elle redescendra à 1,15 l'an prochain.

GBP**Passage à la neutralité**

Le Royaume-Uni a connu une année difficile. La croissance a ralenti, l'inflation demeure persistante, les risques politiques sont élevés et le fardeau de la dette publique continue de s'alourdir. Les obligations du gouvernement britannique ont subi des pressions, les rendements des *gilts* ayant augmenté davantage que ceux de la plupart des autres économies du G7.

Pourtant, la livre sterling a défié le scénario baissier. Elle a surpassé l'euro et le dollar américain cette année, malgré nos prévisions de recul. Ce fait nous rappelle que les risques les plus évidents peuvent déjà être intégrés aux cours du marché.

La livre continuera-t-elle de surperformer? Le consensus demeure pessimiste quant à l'économie du Royaume-Uni. Les attentes semblent donc assez faibles. Nous pensons que les facteurs suivants pourraient réserver des surprises positives.

D'abord, la croissance pourrait surprendre à la hausse, particulièrement si les dépenses de consommation et l'investissement des entreprises s'avèrent plus résilients. Deuxièmement, la Banque d'Angleterre pourrait surprendre le marché avec une hausse de taux, surtout si les prix du pétrole continuent de grimper. Troisièmement, bien qu'une réforme budgétaire radicale semble peu probable, des mesures même modestes qui rassureraient les investisseurs quant à la viabilité des finances publiques pourraient soutenir les actifs du Royaume-Uni et la livre sterling.

Notre scénario baissier de longue date pour la livre sterling ne s'est pas concrétisé. Nous reconnaissons que le scénario baissier pourrait déjà être intégré au cours et nous adoptons une position neutre à l'égard de la devise.

Nous avons relevé nos prévisions pour la livre sterling à 1,39 par rapport à l'USD et à 0,85 par rapport à l'EUR en 2026.

JPY**Un autre pansement pour le yen**

Après que la paire USD-JPY eut atteint près de 164, son niveau le plus faible depuis les années 1980, le ministère des Finances du Japon et le Trésor américain ont mené leur première intervention coordonnée d'achat de yens depuis 1998.

Bien que l'ampleur de l'intervention n'ait pas encore été divulguée, les participants au marché estiment que les autorités japonaises ont vendu pour environ 60 G\$ US, ce qui est comparable à l'opération de mai. Les opérations de marché de Washington étaient d'une ampleur nettement moindre. En fin de

compte, le secrétaire Bessent cherchait davantage à empêcher Tokyo de vendre des titres du Trésor américain qu'à gérer la valeur du yen. Il a également mentionné la possibilité d'accroître l'accès du Japon au mécanisme de prise en pension destiné aux autorités monétaires étrangères et internationales (FIMA) de la Fed, bien que celle-ci ne l'ait pas confirmé.

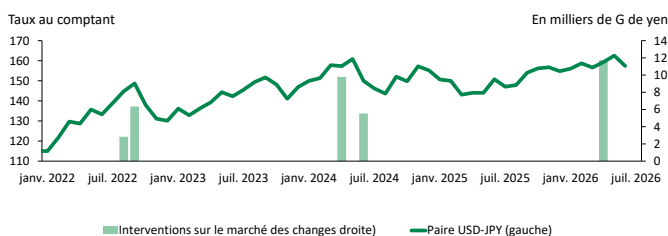
L'intervention a suscité une forte réaction des marchés, mais elle n'a pas permis de remédier au facteur sous-jacent de la faiblesse du yen : la Banque du Japon, sous la pression de l'administration Takaichi, continue de maintenir le taux à court terme bien en dessous du taux d'inflation. Les épargnants japonais s'attendent à obtenir un rendement réel positif et pourraient ne pas être convaincus par l'intervention à elle seule. Les autorités japonaises ont peut-être gagné du temps, mais en l'absence d'un changement majeur dans l'orientation générale des politiques économiques, il ne s'agit que d'une solution à court terme.

À moyen terme, nous pensons que l'écart entre les taux courts américains et japonais se réduira et finira par mener à un yen plus fort. Mais il est difficile de déterminer le point d'inflexion.

Nous prévoyons que le JPY demeurera volatil autour de 160 au cours des prochains mois. Cependant, nous continuons de prévoir un repli de la paire USD-JPY à 150 l'année prochaine, en nous fondant sur un rétrécissement graduel des écarts de taux directs entre les États-Unis et le Japon.

Graphique 3

Interventions officielles japonaises sur la paire USD-JPY



Macrobond et Desjardins, Études économiques

CNY

Explosion des exportations, ralentissement de la croissance

L'économie chinoise continue de perdre de son élan. Les données sur l'activité de juillet ont déçu sur toute la ligne : les ventes au détail, la production industrielle et l'investissement en immobilisations ont tous nettement ralenti et se sont établis en deçà des attentes. La demande de crédit a été encore plus faible. Les nouveaux prêts bancaires ont diminué de 340 milliards

de yuans, tandis que les ménages ont remboursé leurs dettes au rythme mensuel le plus rapide depuis le début des relevés en 2002.

Le contexte était déjà morose, et pas seulement dans le secteur immobilier. La croissance annuelle du PIB a ralenti au deuxième trimestre pour s'établir à 4,3 %, son niveau le plus bas en trois ans, révélant une perte d'élan généralisée de la demande intérieure et des dépenses de consommation. Des pressions déflationnistes refont également surface. L'IPC global et l'IPC de base sont tous deux passés sous la barre de 1 % en variation annuelle en juillet, malgré la hausse récente des prix mondiaux des produits de base.

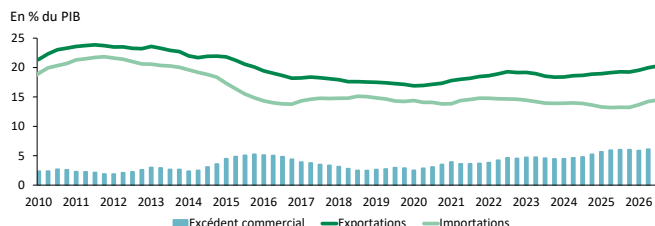
Le seul point positif est le secteur extérieur. Les exportations ont bondi de 24 % sur un an en juillet et représentent maintenant près de 21 % du PIB. L'excédent commercial de la Chine atteint un rythme annualisé d'environ 1 200 G\$ US, ce qui équivaut à environ 6 % du PIB. Bien que l'augmentation de l'excédent soit cohérente avec un yuan sous-évalué, elle souligne également le déséquilibre croissant entre une production manufacturière robuste et une demande intérieure faible. En ce sens, la vigueur des exportations de la Chine n'est pas simplement un signe de compétitivité, mais reflète également la fragilité de sa demande intérieure.

Les investisseurs sont de plus en plus nombreux à penser que Pékin devra déployer une nouvelle série de mesures de relance budgétaire pour stimuler cette demande. Parallèlement, la Banque populaire de Chine a pris des mesures graduelles pour freiner toute nouvelle appréciation du yuan, bien que peu d'éléments indiquent que les décideurs ciblent ou défendent un niveau de taux de change précis.

Nous maintenons notre prévision selon laquelle la paire USD-CNY reculera à 6,70 d'ici la fin de cette année et à 6,50 l'an prochain.

Graphique 4

L'excédent commercial de la Chine est en hausse



Macrobond et Desjardins, Études économiques

BRL

Préparez-vous aux turbulences électorales

Le réal brésilien a affiché une bonne tenue cette année et nous entrevoyons d'autres gains, même si l'incertitude liée aux élections pourrait déclencher des épisodes de volatilité au cours des deux prochains mois.

La monnaie brésilienne continue de bénéficier de l'un des taux directeurs les plus élevés parmi les économies émergentes, le taux Selic s'établissant à 14,5 %. La Banque centrale du Brésil a signalé qu'elle adopterait une approche prudente en matière d'assouplissement monétaire, ce qui contribue à préserver l'avantage de rendement de la monnaie. Le Brésil est également un exportateur net d'énergie et pourrait tirer profit de la hausse des prix du pétrole si la guerre en Iran se prolonge.

Cela dit, les risques politiques devraient revenir au premier plan à l'approche des élections. Le premier tour est prévu pour le 4 octobre, mais les sondages actuels suggèrent qu'aucun des deux principaux candidats n'est susceptible d'obtenir une majorité absolue, ce qui laisse présager un second tour serré le 25 octobre.

Le gouvernement a annoncé une série de mesures populistes, notamment des subventions, des programmes de crédit et des initiatives d'allègement de la dette, ce qui soulève des préoccupations quant à la viabilité de la dette. Bien que de telles dépenses soient devenues un trait récurrent de la politique brésilienne, elles pourraient néanmoins peser sur le sentiment du marché et accroître la volatilité de la devise.

Nous prévoyons que le BRL fluctuera autour de 5,20 à l'approche des élections, mais nous maintenons notre prévision de 5,00 une fois que les remous politiques se seront apaisés.

Tableau

Historique et prévisions

Fin de période		2025		2026				2027			
		T3	T4	T1	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Dollar américain											
Dollar canadien	USD/CAD	1,39	1,37	1,39	1,42	1,39	1,38	1,36	1,35	1,35	1,34
Euro	EUR/USD	1,17	1,18	1,16	1,14	1,17	1,18	1,18	1,16	1,15	1,15
Livre sterling	GBP/USD	1,33	1,35	1,32	1,32	1,37	1,39	1,32	1,33	1,34	1,35
Franc suisse	USD/CHF	0,80	0,79	0,80	0,80	0,80	0,80	0,79	0,78	0,77	0,75
Yen	USD/JPY	148	157	159	162	160	160	158	155	152	150
Dollar australien	AUD/USD	0,66	0,67	0,69	0,72	0,72	0,75	0,76	0,77	0,78	0,78
Yuan chinois	USD/CNY	7,12	6,98	6,89	6,85	6,70	6,70	6,68	6,65	6,60	6,50
Peso mexicain	USD/MXN	18,40	17,98	17,93	17,30	17,00	17,20	17,50	17,60	17,50	17,50
Réal brésilien	USD/BRL	5,32	5,45	5,18	5,10	5,20	5,10	5,10	5,10	5,05	5,00
Dollar effectif ¹		111	112	113	112	111	110	108	107	106	105
Dollar canadien											
Dollar américain	CAD/USD	0,72	0,73	0,72	0,70	0,72	0,72	0,74	0,74	0,74	0,75
Euro	EUR/CAD	1,63	1,62	1,61	1,62	1,63	1,63	1,60	1,57	1,55	1,54
Livre sterling	GBP/CAD	1,85	1,85	1,84	1,87	1,90	1,92	1,80	1,80	1,81	1,81
Franc suisse	CAD/CHF	0,58	0,58	0,57	0,56	0,58	0,58	0,58	0,58	0,57	0,56
Yen	CAD/JPY	106	115	114	114	115	116	116	115	113	112
Dollar australien	AUD/CAD	0,92	0,92	0,96	1,02	1,00	1,04	1,03	1,04	1,05	1,05
Yuan chinois	CAD/CNY	5,12	5,09	4,95	4,82	4,82	4,86	4,91	4,93	4,89	4,85
Peso mexicain	CAD/MXN	13,24	13,12	12,88	12,18	12,23	12,46	12,87	13,04	12,96	13,06
Réal brésilien	CAD/BRL	3,83	3,98	3,72	3,59	3,74	3,70	3,75	3,78	3,74	3,73

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