

## ANALYSES DES DEVICES

# Une affaire entendue

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

### FAITS SAILLANTS

- ▶ Le dollar américain se comporte comme un baromètre de l'appétit pour le risque, mais reste dans une fourchette de négociation assez large pour le moment.
- ▶ Certains investisseurs s'attendent à ce que les écarts de taux le tirent vers le bas. Mais si des pénuries obligeaient les pays importateurs d'énergie à interrompre leur production, cette hypothèse ne tiendrait plus. Le billet vert monterait alors en flèche.
- ▶ La faiblesse du marché du travail canadien limite les répercussions sur l'indice des prix à la consommation (IPC) de base. Nous prévoyons que la Banque du Canada (BdC) maintiendra le statu quo cette année. Nous avons revu à la baisse nos prévisions pour le huard, car le redressement attendu des termes de l'échange ne s'est pas matérialisé.
- ▶ La Banque centrale européenne (BCE) devrait relever ses taux directeurs en raison de son mandat axé uniquement sur l'inflation, dans un contexte de marché du travail tendu. Toute hausse visera à renforcer la crédibilité plutôt qu'à signaler un cycle de resserrement.
- ▶ Les difficultés budgétaires du Royaume-Uni continuent de peser sur la livre sterling. Malheureusement, une contestation du leadership du premier ministre Starmer n'offrira pas de solution rapide.
- ▶ La Banque du Japon (BoJ) reste excessivement prudente en ce qui concerne le relèvement des taux d'intérêt. Les épargnants perdent à cause de l'inflation, et les obligations et la devise japonaises en payent le prix.
- ▶ La Chine a assuré la stabilité du yuan en promouvant discrètement sa monnaie comme une solution de rechange crédible à l'hégémonie du dollar américain.
- ▶ Les beaux jours du peso mexicain sont peut-être derrière, alors que les écarts de taux d'intérêt tombent sous un seuil clé.

### APERÇU

Le dollar américain a fluctué au rythme des perturbations géopolitiques. Si l'issue du conflit entre les États-Unis et l'Iran reste incertaine, il est probable qu'il en résultera une plus grande divergence entre les banques centrales, qui doivent toutes se livrer à un arbitrage délicat entre stagnation et inflation.

Les décideurs politiques se divisent en deux camps. Celui de la *patience*, mené par la Réserve fédérale (Fed), la BdC et la Banque du Mexique (Banxico), soutient que les attentes inflationnistes restent bien ancrées et qu'un resserrement abrupt du taux directeur pourrait faire plus de tort que

de bien. Celui de la *crédibilité*, qui comprend la BCE, la Banque de réserve d'Australie et certaines banques centrales asiatiques, est prêt à agir sans tarder pour empêcher une inflation de second tour.

La divergence des politiques peut être un puissant catalyseur pour les marchés de devises. Au moment où le bruit géopolitique et l'humeur à l'égard du risque entraîneront une volatilité à court terme sur les marchés de change, les investisseurs devraient surtout surveiller si les banques centrales en dehors des États-Unis pourront demeurer agressives, alors même que la Fed adopte une orientation plus accommodante.

Un autre point mérite notre attention. Jusqu'à maintenant, la crise énergétique a surtout été causée par les prix, et non par des pénuries. Si les perturbations de l'offre persistent, l'Europe et de grandes régions de l'Asie seront forcées de recourir au rationnement industriel. Ce serait là un choc beaucoup plus conséquent, qui augmenterait le risque de mouvements désordonnés sur les marchés des changes.

## USD

### Aller-retour vers nulle part

Le dollar américain a bénéficié de manière disproportionnée d'une ruée vers la qualité en mars, mais il a perdu ces gains lorsque l'appétit pour le risque s'est amélioré sur fond d'espoirs de cessez-le-feu.

Les corrélations intrajournalières entre l'humeur à l'égard du risque et le dollar américain ont été inhabituellement fortes depuis le début du conflit en Iran. En fait, il est peut-être plus facile de suivre l'évolution du dollar américain que le flux déroutant de manchettes géopolitiques et de publications sur les médias sociaux.

Mais lorsqu'on prend un pas de recul, on voit clairement que le dollar américain a globalement évolué dans une fourchette au cours des 12 derniers mois. L'indice DXY, largement suivi, est resté bloqué entre 101 et 96. La paire USD-CAD a fluctué dans une bande étroite de 1,35-1,41. Ces fourchettes ont résisté à de puissants discours – sur la « dédollarisation », l'atteinte à l'indépendance de la Fed et la perte d'attrait du billet vert comme valeur refuge.

Nous pensons que le dollar américain est dans une phase de déclin à long terme. Mais les monnaies sont comme un concours de beauté, dans lequel toutes les autres grandes devises ont aussi leurs défauts.

La divergence des politiques est un puissant catalyseur pour les marchés des devises. Par conséquent, nous surveillons de près les écarts de taux d'intérêt comme catalyseur potentiel d'une faiblesse du dollar américain au cours des prochains mois. Le marché OIS s'attend maintenant à ce que la Fed maintienne le statu quo cette année, mais qu'elle finisse par abaisser ses taux directeurs l'an prochain. D'un autre côté, certains analystes prévoient que la BCE relèvera les siens en juin. Si les écarts de taux d'intérêt évoluent nettement en défaveur du dollar américain, les fourchettes de négociation observées depuis un an pourraient finalement voler en éclats.

Mais les investisseurs ne devraient pas ignorer les risques. Jusqu'à maintenant, la crise énergétique a été causée par les prix, et non par des pénuries. Les longs délais d'acheminement des navires déjà en transit ainsi que les stocks existants ont largement permis à la vie de suivre son cours dans les pays importateurs d'énergie en Europe et en Asie. Bien sûr, les prix du carburant et des

services publics ont augmenté, mais peu d'entreprises ont été forcées de fermer leurs portes.

Toutefois, si les perturbations de l'offre s'installent pour beaucoup plus longtemps, ces régions se verront obligées de rationner l'offre. Cela pourrait vouloir dire que des entreprises, voire des industries entières seraient forcées de réduire leurs activités, ce qui créerait d'autres pénuries et du chômage en aval. Pendant ce temps, l'économie américaine, abondante en énergie (et exportatrice nette), continuerait globalement à rouler sans trop de dommages.

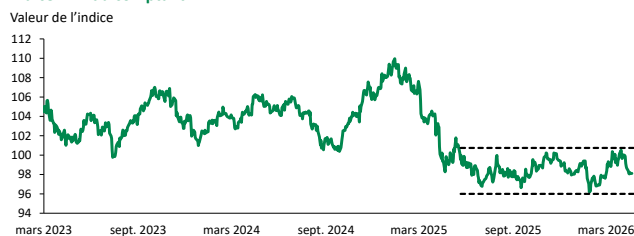
Alors, les écarts de taux d'intérêt pèseront-ils sur le dollar américain, ou les pénuries de carburant dans les pays importateurs lui donneront-elles des ailes? Avec les manchettes géopolitiques qui évoluent d'heure en heure, le manque de conviction est compréhensible. Dans ce contexte, c'est le mouvement des prix qui sera déterminant : une cassure nette à la hausse ou à la baisse de la fourchette de fluctuation du DXY observée depuis un an signalerait probablement le prochain mouvement durable.

**Nous maintenons notre prévision d'un dollar américain plus faible à moyen terme. Mais la trajectoire à court terme sera déterminée par la géopolitique, et il existe des risques à la hausse sur ce front.**

### Graphique 1

Le dollar américain évolue dans une fourchette depuis 12 mois

#### Indice DXY au comptant



Bloomberg et Desjardins, Études économiques

## CAD

### Inflation contenue, croissance freinée

Le gouverneur de la BdC, Tiff Macklem, a reconnu que l'inflation globale augmentera en raison des prix de l'énergie, mais il a minimisé les inquiétudes à l'égard des attentes inflationnistes en disant que la BdC tolérerait une reprise temporaire sans réagir. À cet égard, les données sur l'inflation de mars sont rassurantes. Bien que l'IPC global ait augmenté de 0,9 % d'un mois à l'autre, l'incidence sur les mesures d'inflation sous-jacentes a été modeste.

Nous nous attendons à ce que la faiblesse des marchés de l'habitation et de l'emploi au Canada, conjuguée à l'incertitude persistante au sein des entreprises, continue de limiter la transmission des prix de l'énergie à l'inflation de base. Par conséquent, la BdC devrait être en mesure de rester en attente pour le reste de l'année afin de stimuler une reprise de l'activité économique.

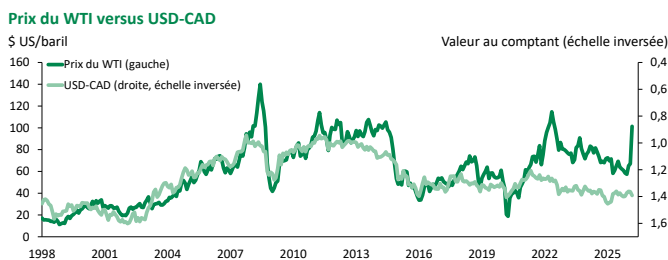
Par ailleurs, la hausse des prix du pétrole n'a pas beaucoup profité au huard. Les sociétés pétrolières canadiennes comme Cenovus Energy et Tamarack Valley Energy ont indiqué [très clairement \[en anglais seulement\]](#) que les profits seront surtout redistribués aux actionnaires sous forme de rachats d'actions, et ne se traduiront pas par une augmentation significative des dépenses d'investissement. Bon nombre de ces actionnaires ne sont pas canadiens et s'attendent à être payés en dollars américains. Le fait qu'une part moins importante des revenus pétroliers revienne au Canada signifie que les gains pour les termes de l'échange auront une incidence limitée sur l'emploi et le PIB en général.

Enfin, les nouvelles concernant la révision de l'Accord Canada-États-Unis-Mexique (ACEUM) devraient se faire plus nombreuses dans les semaines à venir. D'après des entrevues récentes données par le représentant américain au Commerce Jamieson Greer, il y a peu de chances que l'accord soit prolongé pour une période de 16 ans, mais il ne sera vraisemblablement pas résilié non plus. L'issue la plus probable semble plutôt être une période prolongée de révisions annuelles et de changements ciblés, ce qui aurait pour effet d'enraciner l'incertitude. Bien que la décision finale soit attendue pour le 1<sup>er</sup> juillet, les manchettes se feront probablement plus nombreuses dès le début du mois de juin, lorsque M. Greer doit soumettre un rapport au Congrès afin de clarifier la position des États-Unis.

**Nous avons revu à la baisse notre prévision d'une appréciation du dollar canadien. Nous voyons maintenant la paire USD-CAD atteindre un taux de 1,35 à la fin de 2026 et de 1,30 à la fin de 2027, par rapport à 1,34 et à 1,28 précédemment.**

## Graphique 2

Le dollar canadien n'a pas profité de la hausse des prix du pétrole



## EUR

### Soutien politique ou ralentissement dû à l'énergie

La paire EUR-USD a fait un aller-retour depuis la fin du mois de février, tombant d'abord à 1,14 avant de revenir à 1,18, niveau auquel elle se situait avant le conflit en Iran. Les écarts de rendement entre l'Union européenne (UE) et les États-Unis ont considérablement évolué en faveur de l'euro depuis juin 2025, lorsque la paire EUR-USD a atteint 1,18 pour la première fois.

Les attentes concernant les taux directeurs de la BCE ont fait l'objet d'un repositionnement restrictif marqué, passant d'un scénario d'assouplissement à un cycle qui intègre désormais environ deux hausses de taux de 25 points de base cette année. La BCE ne s'est pas opposée à ce positionnement du marché, reconnaissant que le choc énergétique et la situation de plein emploi pourraient entraîner un resserrement de sa politique. Après tout, la BCE a pour mandat unique de maintenir l'IPC global à 2 %.

Néanmoins, nous restons prudents quant aux perspectives de l'euro. L'apparente divergence entre la posture agressive de la BCE et celle de la Fed, qui est en attente, pourrait rendre la monnaie unique plus attrayante, mais seulement si le pire du choc énergétique est derrière nous. Le continent manque d'énergie, et son approvisionnement en gaz naturel liquéfié et en produits raffinés (comme le kérosène) a été fortement contraint par la fermeture du détroit d'Ormuz. Si cette situation se prolonge, voire s'étend au corridor de Bab el-Mandeb (qui débouche sur le canal de Suez), elle entraînera non seulement une hausse des prix, mais aussi des pénuries de carburant.

L'Europe a vécu une telle crise après l'invasion de l'Ukraine par la Russie en 2022 et ne s'en est pas encore complètement remise. Rappelons que lorsque des industries ont été forcées de fermer à cause des perturbations dans le secteur de l'énergie, l'euro s'est déprécié, malgré les hausses de taux de la BCE.

**Nous continuons de prévoir une large fourchette entre 1,15 et 1,20 pour la paire EUR-USD en 2026; cependant, dans un scénario de pénuries de carburant prolongées, les risques baissiers seraient plus importants.**

## GBP

### Réinitialisation politique?

Le parti travailliste au pouvoir s'apprête à subir de lourdes pertes lors des élections locales du 7 mai, qui auront lieu partout au pays. Selon nous, ces résultats devraient déclencher une contestation du leadership du premier ministre Keir Starmer. Plusieurs candidats pourraient vouloir lui succéder, mais les plus susceptibles de le remplacer sont Angela Rayner et Wes Streeting.

Du point de vue de la confiance des marchés financiers, Mme Rayner partirait avec un déficit de crédibilité en raison

du rôle prépondérant qu'elle a joué dans la volte-face du gouvernement par rapport à ses plans de consolidation budgétaire. M. Streeting, quant à lui, serait perçu comme le candidat de la continuité. En termes simples, il est peu probable qu'un changement à la tête du parti entraîne une amélioration importante de la gouvernance budgétaire ou une accélération des réformes fiscales et sociales actuellement au point mort. L'écart entre les taux des obligations souveraines britanniques de 10 ans et ceux des obligations du Trésor américain de 10 ans demeure près de 60 points de base, le plus important en 25 ans, ce qui reflète certaines de ces préoccupations.

Cela a été souligné dans les analyses du Fonds monétaire international (FMI) à l'occasion de sa réunion du printemps : les prévisions de croissance du Royaume-Uni pour 2026 ont été abaissées par la plus grande marge parmi les pays développés, passant de 1,3 % à seulement 0,8 %, tandis que l'estimation du déficit budgétaire a légèrement augmenté, passant de 4,5 % à 4,6 %. L'institution multilatérale a fait écho à nos préoccupations concernant la détérioration de la croissance nominale, l'augmentation de la dette publique et l'érosion de la crédibilité des institutions.

Le gouverneur Bailey a fait valoir que la Banque d'Angleterre (BoE) doit faire preuve de patience dans le relèvement des taux d'intérêt, car la stagflation fait planer la menace de complications économiques. En fait, nous ne savons pas si le marché récompenserait la livre, advenant le cas où la BoE hausse ses taux en raison de la montée des prix de l'énergie, ou s'il la pénaliserait pour avoir potentiellement poussé le Royaume-Uni au bord du précipice budgétaire. Après tout, la crise au Royaume-Uni en est une de crédibilité fiscale et non de politique monétaire. Dans l'ensemble, nous demeurons pessimistes à l'égard de la livre sterling par rapport au dollar américain et à l'euro.

**Nous maintenons nos prévisions pour 2026, selon lesquelles la livre sterling reculera à 1,30 par rapport au dollar américain et à 0,92 par rapport à l'euro.**

## JPY

### Des règles du jeu mouvantes

Le yen reste sous pression. La paire USD-JPY se négocie juste en dessous de 160, près des niveaux auxquels le Trésor américain a procédé à une « vérification des taux » en janvier. Depuis la mi-mars, le ministère japonais des Finances a intensifié ses propres interventions verbales. La ministre des Finances, Satsuki Katayama, a déclaré à plusieurs reprises que le Japon était prêt à prendre des mesures décisives si les mouvements de change devenaient excessifs ou désordonnés. Mais nous pensons que le cadre a changé. Auparavant, il s'agissait de défendre le seuil de 160; aujourd'hui, le discours vise plutôt la vitesse. On peut donc se demander pourquoi le yen aurait besoin, en fin de compte, d'un quelconque soutien de la part du gouvernement.

En termes très simples, le yen est resté faible parce que : (a) la politique de la BoJ est demeurée accommodante en présence d'une inflation élevée et persistante; (b) les investisseurs japonais ont continué d'investir à l'étranger et de maintenir une sous-couverture de leurs actifs étrangers. Pour que le yen puisse renverser la tendance, l'une ou l'autre de ces conditions, ou les deux, doivent changer.

Alors que la plupart des grandes banques centrales ont adopté un ton moins accommodant, voire restrictif au cours du mois dernier, la BoJ a fait l'inverse. Les contrats OIS sur le yen intègrent désormais un resserrement monétaire moindre qu'avant le début du conflit entre les États-Unis et l'Iran, ce qui contraste fortement avec les tendances observées à l'échelle mondiale. Il ne s'agit pas d'un débat sur l'inflation totale ou l'inflation de base. Cela reflète la prudence institutionnelle de la BoJ : la normalisation de la politique est mise en œuvre progressivement, uniquement dans des conditions économiques presque parfaites.

L'inflation dépassant constamment les taux des dépôts, l'épargne des Japonais s'érode en termes réels, ce qui maintient la pression tant sur les rendements à long terme des obligations japonaises que sur le yen.

**Nous maintenons notre prévision de 155 à la fin de l'année et de 140 l'année prochaine pour l'USD-JPY, même si nous pensons que le yen tombera d'abord à environ 165 dans les mois à venir.**

### Graphique 3

#### Le yen japonais continue à s'affaiblir

##### Indice du taux de change effectif du JPY

Valeur de l'indice – plus faible = JPY plus faible



Bloomberg et Desjardins, Études économiques

## CNY

### Pékin soutient le yuan

Ce n'est pas un secret : la Chine est fortement dépendante des importations de pétrole et est le plus important client de l'Iran. Malgré la menace évidente pesant sur les chaînes d'approvisionnement chinoises, le yuan chinois s'est quelque peu renforcé pendant la guerre entre les États-Unis et l'Iran. Nous ne sommes pas surpris.

La première explication réside dans la politique. Depuis mars, la Banque populaire de Chine a systématiquement réagi à la hausse du dollar américain par le biais du taux de référence quotidien, le plaçant à un niveau nettement plus élevé que celui suggéré par les modèles. Cela a indiqué au marché que les autorités chinoises souhaitaient maintenir une devise stable dans un contexte d'incertitude des marchés mondiaux. En réalité, ce phénomène n'est pas nouveau. Pékin dirige une appréciation graduelle du yuan depuis plusieurs mois.

De plus, la position extérieure de la Chine continue de servir de tampon. Sur une base cumulative, la Chine a enregistré un excédent commercial pour les biens d'environ 265 G\$ US au premier trimestre (5,5 % du PIB), les exportations ayant progressé de près de 15 % sur 12 mois. Cet excédent soutenu stimule la demande des entreprises pour le yuan et aide à protéger la devise pendant les phases mondiales d'aversion au risque.

Enfin, la stabilité de la monnaie semble avoir pris une importance stratégique accrue. Pékin a discrètement plaidé en faveur d'un règlement en yuans afin de réduire l'hégémonie du dollar américain. Si la devise chinoise plongeait aux premiers signes de conflit géopolitique, ce message s'en trouverait affaibli. De plus, les dirigeants chinois se préparent à d'importantes discussions avec le président Trump, qui devrait visiter la Chine en mai. À l'approche de ces négociations, Pékin a tout intérêt à projeter une image de contrôle financier et de stabilité macroéconomique.

**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.**

## MXN

### Le carry perd de son attrait

La Banxico a abaissé son taux directeur de 25 points de base, à 6,75 %, lors de sa réunion du 26 mars, citant l'affaiblissement de l'activité économique malgré la persistance de l'inflation et la forte hausse des prix du pétrole. Fait important, cette déclaration indiquait que d'autres mesures d'assouplissement demeuraient sur la table.

Notre analyse démontre que, lorsque l'écart entre les taux directeurs mexicains et américains est passé sous les 300 points de base, la volatilité du peso mexicain s'est nettement accrue. Il semble qu'il existe un seuil psychologique, les investisseurs exigeant une prime de risque minimale pour détenir le peso mexicain.

Banxico est probablement au fait de cette relation historique. Mais le peso mexicain est aujourd'hui très fort, s'étant apprécié d'environ 15 % depuis l'année dernière, et la Banxico a reconnu que cette vigueur avait contribué à sa plus récente décision de

baisser les taux. Nous y voyons un signal que la possibilité d'une nouvelle appréciation est limitée, car la Banxico y verrait une occasion de réduire davantage les taux.

**Nous maintenons notre prévision d'un affaiblissement du MXN à 17,80 d'ici la fin de l'année.**

### Graphique 4

#### L'écart de taux entre les obligations mexicaines et américaines s'est resserré

Rendement des obligations mexicaines sur 1 an moins rendement des obligations américaines sur 1 an



Bloomberg et Desjardins, Études économiques

## Tableau Historique et prévisions

Fin de période	2025		2026				2027				
	T3	T4	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	
<b>Dollar américain</b>											
Dollar canadien	USD/CAD	1,39	1,37	1,39	1,38	1,37	1,35	1,33	1,32	1,31	1,30
Euro	EUR/USD	1,17	1,18	1,16	1,15	1,15	1,18	1,19	1,20	1,21	1,22
Livre sterling	GBP/USD	1,33	1,35	1,32	1,28	1,30	1,30	1,32	1,33	1,34	1,35
Franc suisse	USD/CHF	0,80	0,79	0,80	0,78	0,77	0,76	0,76	0,75	0,75	0,74
Yen	USD/JPY	148	157	159	165	160	155	148	146	143	140
Dollar australien	AUD/USD	0,66	0,67	0,69	0,72	0,74	0,75	0,76	0,77	0,78	0,78
Yuan chinois	USD/CNY	7,12	6,98	6,89	6,85	6,80	6,75	6,70	6,65	6,60	6,50
Peso mexicain	USD/MXN	18,40	17,98	17,93	17,20	17,40	17,80	17,70	17,60	17,50	17,50
Réal brésilien	USD/BRL	5,32	5,45	5,18	5,10	5,20	5,10	5,20	5,30	5,40	5,50
Dollar effectif <sup>1</sup>		111	112	113	112	111	110	108	107	106	105
<b>Dollar canadien</b>											
Dollar américain	CAD/USD	0,72	0,73	0,72	0,72	0,73	0,74	0,75	0,76	0,76	0,77
Euro	EUR/CAD	1,63	1,62	1,61	1,59	1,58	1,59	1,58	1,58	1,59	1,59
Livre sterling	GBP/CAD	1,85	1,85	1,84	1,77	1,78	1,76	1,76	1,76	1,76	1,76
Franc suisse	CAD/CHF	0,58	0,58	0,57	0,57	0,56	0,56	0,57	0,57	0,57	0,57
Yen	CAD/JPY	106	115	114	120	117	115	111	111	109	108
Dollar australien	AUD/CAD	0,92	0,92	0,96	0,99	1,01	1,01	1,01	1,02	1,02	1,01
Yuan chinois	CAD/CNY	5,12	5,09	4,95	4,96	4,96	5,00	5,04	5,04	5,04	5,00
Peso mexicain	CAD/MXN	13,24	13,12	12,88	12,46	12,70	13,19	13,31	13,33	13,36	13,46
Réal brésilien	CAD/BRL	3,83	3,98	3,72	3,70	3,80	3,78	3,91	4,02	4,12	4,23

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