

ANALYSES DES DEVICES

Le second souffle du dollar

Mirza Shaheryar Baig, stratège en devises étrangères

FAITS SAILLANTS

- ▶ Le dollar américain a quitté sa fourchette de négociation à la suite de communications restrictives de la Fed et de l'achat d'actions américaines par des investisseurs étrangers. Nous prévoyons que le dollar américain restera ferme au cours des prochains mois. Une dépréciation prolongée semble désormais se profiler plutôt en 2027.
- ▶ Comme les anciennes fourchettes de négociation ne tiennent plus et qu'il est peu probable que la Banque du Canada (BdC) soit aussi ferme que la Fed, nous prévoyons que la paire USD-CAD évoluera dans une fourchette élargie de 1,40 à 1,45 au cours du S2 2026.
- ▶ La Banque centrale européenne (BCE) hésite à augmenter davantage ses taux. Nous pensons que l'essoufflement du discours sur la dédollarisation pèsera de manière disproportionnée sur l'euro.
- ▶ Les données fondamentales indiquent un JPY plus faible, et les menaces d'intervention sont devenues moins efficaces. Mais nous pensons que le consensus est maintenant trop baissier et ignore une poussée des rendements réels.
- ▶ Les autorités chinoises interviennent désormais plus fermement pour freiner l'appréciation du RMB. Elles visent la stabilité après une performance exceptionnelle de cette devise.
- ▶ Au Mexique, les envois de fonds se sont stabilisés et la croissance chancelle. La Banque du Mexique pourrait être contrainte de réduire ses taux, même si cela déséquilibre le peso.

APERÇU

L'inflation américaine demeure ferme malgré la normalisation des marchés énergétiques. Les récentes préoccupations portent sur la flambée des prix des semi-conducteurs et des puces, qui sont tous deux des intrants clés pour l'électronique grand public. L'inflation de base aux États-Unis continue de diverger par rapport à celle d'autres économies avancées.

La Fed a complètement abandonné sa tendance à l'assouplissement, et les marchés prévoient des hausses de taux. Le dollar américain a de nouveau le vent en poupe grâce à des taux d'intérêt à court terme plus élevés et aux premiers appels publics à l'épargne (IPO) de géants du secteur technologique qui attirent des entrées de capitaux.

Nous prévoyons que le dollar maintiendra sa position de force au cours des prochains mois, jusqu'à ce que la situation inflationniste s'éclaircisse. Nous ne prévoyons pas de hausses de taux, mais un

retour aux attentes de baisses de taux observées plus tôt cette année est peu probable.

USD

Occupez-vous des données, pas du président de la Fed

Le dollar américain a atteint son plus haut niveau depuis plus d'un an en juin, alors que les marchés ont commencé à prévoir une politique plus restrictive de la Fed. Le marché intègre désormais pleinement au moins une hausse de taux cette année

Pendant ce temps, les attentes de resserrement des politiques ailleurs s'estompent. Les responsables de la BCE hésitent à augmenter davantage les taux d'intérêt alors que les prix du pétrole sont revenus à leur niveau d'avant la guerre et que le yen a atteint un creux de 40 ans en raison des craintes que le gouvernement souhaite que la Banque du Japon mette la pédale

douce sur les hausses de taux à venir. Au Canada, la faiblesse du marché du travail et des données sur l'inflation de base ont assombri les perspectives de hausses de taux d'intérêt dans un avenir proche.

Les différentiels de taux d'intérêt en début de période ont considérablement évolué en faveur du dollar américain depuis mai. Les taux réels ex ante ont également augmenté alors que la hausse des rendements nominaux a coïncidé avec une baisse des attentes inflationnistes. Ces tendances peuvent-elles se maintenir? Les taux d'intérêt continueront-ils de soutenir un dollar plus fort?

Beaucoup d'analystes perdent leur temps à essayer de déterminer si le président de la Fed, Kevin Warsh, veut véritablement une politique monétaire restrictive ou s'il fait semblant pour renforcer sa crédibilité. Il y a un problème plus important : les prévisions d'inflation de base demeurent obstinément élevées, même si les marchés énergétiques se sont normalisés. Les récentes préoccupations portent sur la flambée des prix des puces, qui ont forcé les fabricants à augmenter les prix des appareils électroniques comme les téléphones intelligents et les ordinateurs portables.

Nos collègues spécialisés dans les taux croient que la Fed maintiendra le statu quo cette année. Mais si l'inflation ne montre pas de signes clairs de décélération dans les prochains mois, la Fed serait obligée de relever les taux dès le mois de septembre.

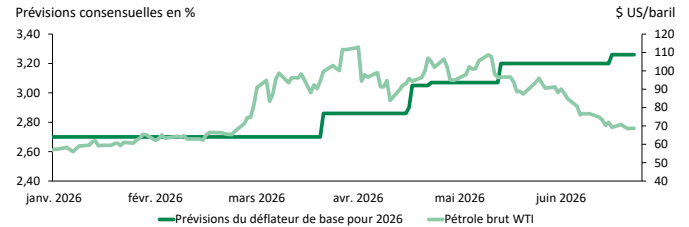
Nous prévoyons que le dollar restera ferme au cours des prochains mois, jusqu'à ce que la situation de l'inflation s'éclaircisse. Des données de l'IPC plus solides que prévu pourraient entraîner d'autres hausses, et si elles étaient plus faibles, elles pourraient occasionner un certain recul. Néanmoins, un retour aux attentes de baisses de taux observées plus tôt cette année n'est pas à l'ordre du jour.

Les écarts de taux favorisent le dollar américain. À moins que l'inflation américaine ne diminue de manière marquée, le dollar devrait rester en position de force au cours des prochains mois. Une dépréciation soutenue du dollar américain semble se profiler plutôt pour 2027.

Graphique 1

Les prévisions d'inflation américaine demeurent fermes malgré la baisse des prix du pétrole

Prévisions consensuelles de Bloomberg pour le déflateur de base américain et les prix du pétrole



WTI : West Texas Intermediate
Bloomberg et Desjardins, Études économiques

CAD

Vers la quarantaine, et plus loin encore!

La paire USD-CAD a largement dépassé nos fourchettes prévues, principalement en raison d'un élargissement des écarts de taux, qu'elle continue de suivre de près.

À l'heure actuelle, les marchés prévoient un resserrement de 40 points de base (pb) de la part de la Fed d'ici mars 2027 et de 25 pb de la part de la Banque du Canada (BdC). Nous sommes en désaccord, notamment en ce qui concerne les États-Unis. Nous croyons que la Fed et la BdC resteront sur la touche cette année, mais nous prévoyons une baisse de la Fed plus tard en 2027 et des hausses de la BdC l'année prochaine. Si nos prévisions se réalisent, les divergences de taux devraient s'atténuer progressivement, renforçant le dollar canadien au fil du temps.

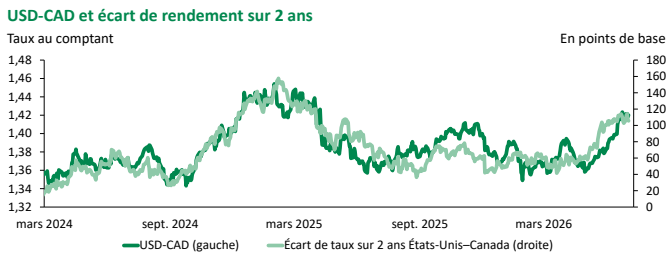
Sommes-nous trop optimistes? Peut-être. Selon nous, le principal risque est que l'inflation reste élevée de l'autre côté de la frontière et oblige la Fed à augmenter ses taux de 25 ou de 50 pb alors que la BdC maintiendrait le cap. Notre analyse de sensibilité des corrélations depuis le début de l'année révèle qu'une variation de 25 pb de l'écart sur 2 ans se traduirait par près de 2 cents sur la paire USD-CAD. Cela situe le niveau de janvier 2025 à 1,45 dans une fourchette de prévision plausible.

Mais si nos prévisions sont justes, l'écart de taux devrait se réduire considérablement par rapport aux niveaux actuels. Ainsi, notre prévision à moyen terme pour la paire USD-CAD demeure ancrée à 1,35. Cependant, ce scénario semble plutôt être au programme pour 2027.

Nous avons actualisé nos prévisions en fonction du marché et fixé le point de départ à 1,42. Nous nous attendons à ce que la paire USD-CAD évolue dans une fourchette globale de 1,40 à 1,45 pour le reste de l'année, qu'elle terminera à 1,40 en 2026 et à 1,35 en 2027.

Graphique 2

L'élargissement des écarts de taux a fait grimper la paire USD-CAD



Bloomberg et Desjardins, Études économiques

EUR

Encore une fois

La Banque centrale européenne (BCE) a longtemps été critiquée pour avoir augmenté ses taux en 2008 et en 2011 en réaction à des pics des prix des matières premières qui se sont finalement avérés transitoires. Malheureusement, sa hausse de 25 pb en juin pourrait un jour être analysée de la même manière.

Elle a fait grimper ses taux de 25 pb en juin et a présenté quatre scénarios principalement fondés sur différentes hypothèses concernant les prix du pétrole : modéré, de référence, défavorable et grave. Mais les prix du pétrole brut ont chuté rapidement et se situent désormais en dessous des prix du scénario modéré. La présidente Lagarde continue de défendre publiquement la décision prise en juin, mais les rapports de mai et de juin sur l'IPC fournissent peu de preuves que la hausse des prix de l'énergie se répercute sur l'ensemble du panier d'inflation. Pendant ce temps, plusieurs membres du Conseil des gouverneurs partisans d'une politique monétaire restrictive ont significativement assoupli leur rhétorique.

Nous pensons que la hausse de juin était un événement isolé et nous prévoyons que la BCE ne touchera pas à ses taux pour le reste de l'année. En fait, nous estimons qu'il y a environ une chance sur trois que la présidente Lagarde ressorte le classique « nous sommes dans une bonne position » lors de la réunion du 23 juillet, signalant explicitement une pause.

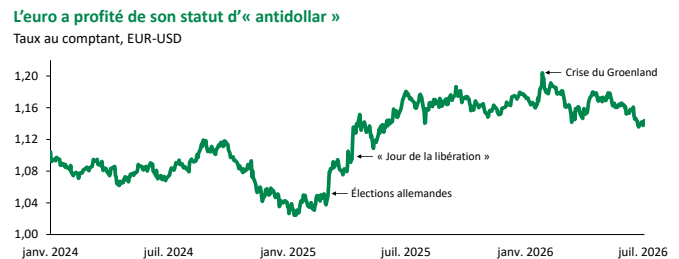
Nous restons prudents quant aux perspectives de l'euro. Nous estimons que la monnaie unique a connu trois réévaluations distinctes depuis le début de 2025. La première a eu lieu en février 2025, dans l'espoir d'une reprise économique en Allemagne après l'élection du chancelier Merz. Les deuxième et troisième ont eu lieu en avril 2025 (« jour de la libération ») et en janvier 2026 (crise du Groenland). Il s'agissait essentiellement de vagues d'achats d'euros par des gestionnaires d'actifs européens afin de réduire leur exposition au dollar américain.

Toutefois, l'économie allemande continue de décevoir et le discours sur la dédollarisation s'est essoufflé. Par conséquent, l'euro semble vulnérable à une dépréciation importante au cours des prochains mois.

Nous réduisons notre fourchette prévue pour la paire EUR-USD, soit entre 1,12 et 1,16 pour le reste de l'année.

Graphique 3

L'optimisme à l'égard de l'euro s'estompe



Bloomberg et Desjardins, Études économiques

GBP

Nouvelle direction, mêmes problèmes

La livre continue de connaître des difficultés en raison de problèmes structurels bien connus. Andy Burnham devrait devenir premier ministre à la fin juillet, mais les marchés ont déjà largement intégré le changement de direction imminent.

La question centrale demeure la crédibilité budgétaire. L'agenda « manchesteriste » de Burnham pourrait trouver un écho auprès des travaillistes et des gouvernements locaux, mais les investisseurs ne sont pas encore convaincus qu'une politique industrielle plus active et une plus grande intervention du secteur public puissent aller de pair avec une bonne discipline budgétaire.

Pendant ce temps, la Banque d'Angleterre (BoE) continue d'adopter un ton prudent. Bien que l'inflation demeure supérieure à la cible, les décideurs politiques mettent de plus en plus en évidence des signes d'un affaiblissement de la demande intérieure. Nous continuons de croire que la prochaine annonce de la BoE sera une baisse plutôt qu'une hausse. Plus généralement, cependant, les difficultés de la livre sont moins liées à la politique monétaire qu'à des préoccupations concernant la crédibilité budgétaire. Tant que la confiance dans les perspectives budgétaires ne s'améliorera pas ou que la croissance économique ne montrera pas de signes plus clairs de renforcement, nous resterons prudents à l'égard de la livre.

Nous continuons de prévoir que le GBP reculera à 1,30 par rapport au USD et à 0,92 par rapport à l'EUR en 2026.

JPY
Tout le monde déteste le yen

La paire USD-JPY a brièvement dépassé 162 en juin, soit son niveau le plus élevé en 40 ans.

Les autorités japonaises continuent de menacer d'intervenir, mais elles sont confrontées à un problème de crédibilité. Une intervention pourrait faire gagner du temps, mais sans changement significatif dans l'ensemble des politiques sous-jacentes, elle perdra en efficacité.

L'administration Takaichi a toléré une légère hausse des taux en juin, mais la Banque du Japon n'a pas pour autant les coudées franches pour normaliser sa politique monétaire. Le projet de plan économique annuel du gouvernement, un signal clé de ses priorités politiques, indique clairement que la politique monétaire devrait soutenir la croissance et rester étroitement alignée sur ses objectifs généraux.

De plus, sa réponse à la récente crise énergétique, soit de puiser dans les réserves stratégiques de pétrole et d'adopter des déboursés supplémentaires de 3,1 milliers de milliards de yens axés sur les subventions énergétiques, montre que le gouvernement préfère épuiser sa marge de manœuvre déjà limitée plutôt que de prendre des décisions impopulaires.

Cela dit, nous pensons que les marchés sont peut-être devenus excessivement pessimistes à l'égard du yen. Selon les données de la CFTC, les investisseurs spéculatifs détiennent des positions courtes record sur le yen. Parallèlement, les rendements réels ex ante se sont considérablement améliorés, bien qu'ils restent négatifs jusqu'à l'échéance à cinq ans, au gré du déclin des attentes inflationnistes. Nous voyons également les autorités s'opposer à une dépréciation désordonnée de la devise, même si elles ne défendent plus des niveaux de taux de change précis.

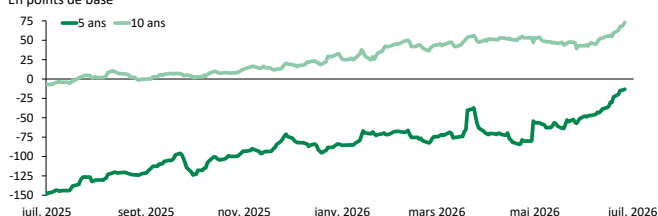
Nous continuons de prévoir que le JPY tombera à 165 par rapport au USD dans les prochains mois. Toutefois, nous estimons que l'équilibre des risques deviendra plus favorable au yen par la suite et nous nous attendons toujours à un retour à 150 l'année prochaine.

Graphique 4

Les rendements réels des obligations japonaises ont augmenté fortement

Rendement réel = rendement obligataire nominal – inflation d'équilibre

En points de base



Bloomberg et Desjardins, Études économiques

CNY
Trop fort pour son bien

Le renminbi s'est apprécié de 7 % par rapport au dollar américain et de 10 % en termes pondérés par les échanges commerciaux au cours des 12 derniers mois. Selon les normes de taux de change scrupuleusement gérés de la Chine, il s'agit d'une avancée considérable.

Bien que les autorités chinoises aient auparavant signalé leur préférence pour une monnaie forte, en partie pour renforcer l'attrait international du renminbi, elles ont maintenant modifié leurs directives. La Banque populaire de Chine (BPC) ne divulgue pas ses interventions sur le marché des changes, mais la hausse constante des actifs en devises étrangères des banques d'État laisse entendre que les autorités absorbent désormais systématiquement l'excès d'entrées de dollars. Des sources œuvrant sur les marchés indiquent que la BPC a assoupli les restrictions sur les taux de dépôt en dollars américains, autorisant les grandes banques à offrir des taux plus élevés sur les dépôts en dollars des entreprises, afin d'encourager les exportateurs à conserver leurs revenus en dollars américains.

Ces mesures s'inscrivent dans le cadre d'un effort plus vaste visant à contrer une nouvelle appréciation de la devise. À notre avis, l'objectif premier des autorités est la stabilité du taux de change, ce qui donne aux exportateurs le temps de s'adapter aux gains antérieurs du renminbi. Néanmoins, il ne serait pas surprenant de voir la BPC orchestrer une période de volatilité bidirectionnelle afin de décourager les prises de position spéculatives et de réaffirmer que la paire USD-CNY n'est pas un pari unilatéral.

Nous maintenons notre prévision selon laquelle la paire USD-CNY demeurera autour de 6,80 d'ici la fin de cette année et chutera à 6,50 l'an prochain.

MXN
Riche et vulnérable

Nous demeurons prudents quant au peso mexicain.

La devise s'est négociée dans une fourchette relativement stable de 17,0 à 18,0 cette année et demeure populaire auprès des investisseurs des marchés émergents grâce à ses rendements réels attrayants.

Cependant, sous la surface, on observe de plus en plus de signes que la forte valorisation du peso pourrait être difficile à maintenir. En termes pondérés par les échanges commerciaux réels, la devise est à son niveau le plus élevé depuis 2008. Parallèlement, les perspectives de croissance du Mexique se sont

considérablement détériorées. La croissance du PIB réel a à peine atteint 1 % en moyenne au cours des trois dernières années, les envois de fonds en direction du Mexique stagnent et l'incertitude quant à l'avenir de l'ACEUM continue de miner le moral des investisseurs.

Il est probable que la Banxico maintienne ses taux à 6,5 % au cours des prochaines rencontres, mais nous ne pensons pas que le cycle d'assouplissement soit terminé. Nous estimons que la banque centrale préférerait calquer ses mouvements sur la Fed afin d'éviter de déstabiliser le peso. Mais les décideurs politiques n'auront peut-être finalement pas d'autre choix que de reprendre l'assouplissement, même s'il faudra pour ce faire diverger de la Fed.

Notre analyse suggère que la volatilité du MXN augmente considérablement lorsque l'écart entre les taux directeurs mexicains et américains descend sous les 300 pb. Nous prévoyons que ce seuil sera franchi au cours des six prochains mois, soit parce que la Fed augmentera ses taux et que Banxico ne suivra pas, soit parce que la Fed restera inactive et que la Banxico reprendra ses baisses de taux.

Étant donné l'importante quantité de positions de carry trade en MXN, un rétrécissement marqué des divergences de taux d'intérêt pourrait déclencher une dépréciation importante de la devise.

Graphique 5
Le MXN devient surévalué

Taux de change au comptant USD-MXN et juste valeur impliquée par la PPP



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 | 1,42 | 1,40 | 1,38 | 1,37 | 1,36 | 1,35 |
| Euro | EUR/USD | 1,17 | 1,18 | 1,16 | 1,14 | 1,12 | 1,13 | 1,14 | 1,14 | 1,15 | 1,15 |
| Livre sterling | GBP/USD | 1,33 | 1,35 | 1,32 | 1,32 | 1,30 | 1,30 | 1,32 | 1,33 | 1,34 | 1,35 |
| Franc suisse | USD/CHF | 0,80 | 0,79 | 0,80 | 0,80 | 0,82 | 0,80 | 0,79 | 0,78 | 0,77 | 0,75 |
| Yen | USD/JPY | 148 | 157 | 159 | 162 | 165 | 165 | 160 | 158 | 155 | 150 |
| Dollar australien | AUD/USD | 0,66 | 0,67 | 0,69 | 0,69 | 0,68 | 0,69 | 0,70 | 0,71 | 0,72 | 0,72 |
| Yuan chinois | USD/CNY | 7,12 | 6,98 | 6,89 | 6,80 | 6,80 | 6,80 | 6,75 | 6,70 | 6,60 | 6,50 |
| Peso mexicain | USD/MXN | 18,40 | 17,98 | 17,93 | 17,50 | 17,80 | 18,00 | 17,80 | 18,00 | 18,10 | 18,20 |
| Réal brésilien | USD/BRL | 5,32 | 5,45 | 5,18 | 5,10 | 5,20 | 5,20 | 5,20 | 5,20 | 5,10 | 5,00 |
| Dollar effectif ¹ | | 111 | 112 | 113 | 114 | 116 | 115 | 114 | 113 | 112 | 112 |
| Dollar canadien | | | | | | | | | | | |
| Dollar américain | CAD/USD | 0,72 | 0,73 | 0,72 | 0,70 | 0,70 | 0,71 | 0,72 | 0,73 | 0,74 | 0,74 |
| Euro | EUR/CAD | 1,63 | 1,62 | 1,61 | 1,62 | 1,59 | 1,58 | 1,57 | 1,56 | 1,56 | 1,55 |
| Livre sterling | GBP/CAD | 1,85 | 1,85 | 1,84 | 1,87 | 1,85 | 1,82 | 1,82 | 1,82 | 1,82 | 1,82 |
| Franc suisse | CAD/CHF | 0,58 | 0,58 | 0,57 | 0,56 | 0,58 | 0,57 | 0,57 | 0,57 | 0,57 | 0,56 |
| Yen | CAD/JPY | 106 | 115 | 114 | 114 | 116 | 118 | 116 | 115 | 114 | 111 |
| Dollar australien | AUD/CAD | 0,92 | 0,92 | 0,96 | 0,98 | 0,97 | 0,97 | 0,97 | 0,97 | 0,98 | 0,97 |
| Yuan chinois | CAD/CNY | 5,12 | 5,09 | 4,95 | 4,79 | 4,79 | 4,86 | 4,89 | 4,89 | 4,85 | 4,81 |
| Peso mexicain | CAD/MXN | 13,24 | 13,12 | 12,88 | 12,32 | 12,54 | 12,86 | 12,90 | 13,14 | 13,31 | 13,48 |
| Réal brésilien | CAD/BRL | 3,83 | 3,98 | 3,72 | 3,59 | 3,66 | 3,71 | 3,77 | 3,80 | 3,75 | 3,70 |

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

