

ANALYSES DES DEVISES

Accord ou pas d'accord?

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

FAITS SAILLANTS

- ▶ Tandis que la plupart des pays se démènent pour assurer leur approvisionnement énergétique, l'économie américaine a progressé grâce à un sursaut des investissements et à une abondance d'énergie.
- ▶ Le dollar américain s'est raffermi, et le marché n'anticipe plus de baisses de taux d'intérêt par la Réserve fédérale (Fed). Une éventuelle désescalade dans le conflit avec l'Iran pourrait renverser ces tendances. Un scénario sans accord entraînerait un renforcement du dollar américain.
- ▶ Nous croyons que la Banque du Canada (BdC) ne relèvera pas les taux aussi rapidement que le marché le prévoit. Cela ne profitera pas au huard.
- ▶ La Banque centrale européenne (BCE) devrait relever ses taux directeurs en juin afin de renforcer sa crédibilité, mais sans mettre l'accent sur le début d'un cycle de hausse de taux.
- ▶ Alors que les tensions politiques s'intensifient au Royaume-Uni, l'économie continue de s'affaiblir et la crédibilité budgétaire reste faible.
- ▶ L'intervention japonaise sur la paire USD-JPY restera inefficace tant que les politiques monétaire et budgétaire ne seront pas resserrées de manière notable.
- ▶ Le prix des contrats de change sur le yuan chinois est maintenant conforme à notre trajectoire prévue. Nous apprécions toujours la devise, mais le rapport risque/rendement est moins intéressant.
- ▶ Il faut s'attendre à de nouveaux dérapages budgétaires ainsi qu'à de l'incertitude électorale au Brésil. Le réal a probablement atteint un sommet pour l'instant.

APERÇU

Le dollar américain, qui se comporte comme un baromètre de la tolérance au risque pour les actifs ainsi que pour les risques géopolitiques, demeure dans une large fourchette pour le moment. Mais l'économie américaine continue de surpasser les attentes, grâce à l'essor des investissements et à l'abondance d'énergie.

Le marché anticipe près de deux hausses de taux de la part de la BdC, et nous nous attendons à ce que celle-ci le déçoive. La BCE et la Banque du Japon (BoJ) devraient relever leurs taux en juin.

Mais la Fed est davantage imprévisible : le comité adopte un ton moins accommodant, mais on ne sait pas comment le nouveau président perçoit le risque de transmission des prix de l'énergie à l'inflation de base.

Alors que les risques géopolitiques et l'humeur à l'égard du risque entraîneront une volatilité à court terme sur le marché des changes, les investisseurs devraient être attentifs à l'évolution de l'inflation de base dans les principales économies, et se demander lesquelles d'entre elles peuvent demeurer résilientes si les perturbations liées à l'énergie persistent.

USD
Les prix de l'énergie et la crédibilité de la Fed stimuleront le dollar américain

Dans un monde secoué par les bouleversements énergétiques, l'économie américaine a réussi à garder le cap.

Les données américaines ont dépassé les attentes, tandis que celles d'autres régions ont déçu. Au cours des dernières semaines, les actions américaines ont surclassé les indices de référence mondiaux, ce qui signale habituellement un apport net de capitaux. La plupart des pays qui importent du pétrole et du gaz réduisent leurs stocks ou paient sur les marchés au comptant. Pendant ce temps, les producteurs américains sont devenus les fournisseurs d'appoint pour le gaz naturel liquéfié (GNL) et le kérosène d'avion.

L'indice DXY, largement suivi, se situe au milieu de sa fourchette sur 12 mois et se négocie entre 96 et 101. Cette longue période d'évolution latérale indique un bras de fer équilibré entre les investisseurs haussiers et baissiers. D'un côté, les ventes d'actifs américains imposées par les États-Unis et le relèvement des ratios de couverture de change par les investisseurs institutionnels étrangers ont pesé sur le dollar américain. De l'autre, la demande de valeur refuge et les entrées de fonds continues du secteur privé dans les actifs américains lui ont apporté du soutien. Mais les fourchettes finissent par être rompues. Éventuellement, quelque chose fera pencher la balance.

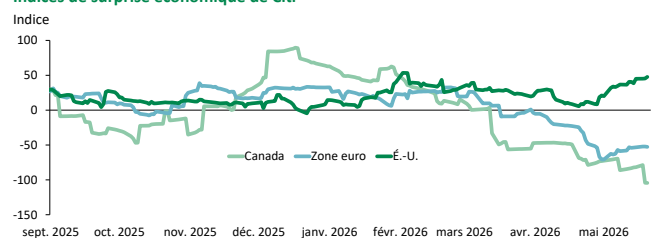
Le détroit d'Ormuz demeure le nœud de l'histoire. Selon le point de vue dominant, les prix du pétrole ont déjà atteint un sommet, la circulation dans le détroit reprendra au troisième trimestre, des réductions de taux par la Fed reviendront à l'horizon et le dollar recommencera à baisser graduellement. Il s'agit d'un scénario de base raisonnable, qui est intégré à nos prévisions de change. Mais avec chaque jour de fermeture du détroit, les risques se déplacent de l'autre côté. Le [dernier rapport mensuel \[en anglais seulement\]](#) de l'Agence internationale de l'énergie (AIE) indique que les stocks mondiaux de pétrole diminuent à un rythme record.

Si le détroit n'est pas rouvert très prochainement, une chute plus importante de la demande pourrait devenir inévitable. Certaines économies émergentes importatrices de pétrole, comme l'Inde, l'Indonésie et les Philippines, ont déjà vu leur monnaie s'affaiblir en raison de pressions sur la balance des paiements. Les économies industrialisées ont peut-être des réserves plus importantes, mais si elles sont forcées de réduire leur utilisation industrielle, leurs devises pourraient aussi subir des pressions. Dans ce contexte, le statut de valeur refuge du dollar et l'abondance énergétique relative des États-Unis pourraient être les catalyseurs permettant au dollar de s'apprécier au-delà de sa fourchette.

Qu'en est-il des catalyseurs d'une rupture à la baisse? Il y en a deux principaux. D'abord, le président Trump pourrait mettre fin à la guerre en Iran, ce qui déclencherait une vente du dollar américain en raison d'un appétit renouvelé pour le risque. Deuxièmement, la politique monétaire de la Fed sous Kevin Warsh est un élément imprévisible. L'économie américaine semble résiliente, et l'inflation de base est élevée. Si le nouveau président démontre un biais explicite en faveur de baisses de taux dans un tel contexte, cela pourrait miner la crédibilité de la Fed et peser sur le dollar américain.

Tout compte fait, le dollar américain s'est raffermi, et le marché n'anticipe plus de baisses de taux d'intérêt par la Fed. Une éventuelle désescalade du conflit en Iran et une Fed accommodante pourraient renverser ces tendances.
Graphique 1
Les données américaines ont surpris et sont nettement meilleures que celles d'autres économies

Indices de surprise économique de Citi



Citigroup, Bloomberg et Desjardins, Études économiques

CAD
Les écarts de taux ont évolué en défaveur du dollar canadien

La BdC sera rassurée par les plus récentes données sur l'inflation. Les pressions sous-jacentes sur les prix demeurent faibles. Alors que l'énergie a fait grimper l'inflation globale, les prix de base n'ont augmenté que de 1,5 % en avril par rapport à 1,9 % en mars. La faiblesse de la demande intérieure a limité la transmission. Le taux de chômage reste élevé, et l'épargne des ménages a diminué. La hausse des prix de l'essence semble comprimer les dépenses discrétionnaires ailleurs.

Le contraste avec les États-Unis est saisissant. L'inflation de base demeure plus forte au sud de la frontière, et l'activité s'y maintient. L'estimation actuelle de la Réserve fédérale d'Atlanta indique une croissance annualisée de 4 % au deuxième trimestre.

La divergence commence à se manifester dans les différentiels de taux d'intérêt. L'écart entre les taux OIS de 2 ans sur l'USD et ceux sur le CAD s'est creusé de 25 points de base au cours du mois dernier. Nos collègues spécialistes des taux s'attendent à ce que la BdC maintienne le statu quo, contrairement aux attentes du marché de près de deux hausses de taux. La Fed est certes un impondérable, mais même sous un président conciliant, il est peu probable que le comité change de cap de façon importante à court terme.

La paire USD-CAD continue de suivre de près les différentiels de taux à court terme. Un plus grand écart devrait maintenir la pression sur le huard tout au long de l'été. Nous avons revu à la baisse notre prévision de fin d'année pour le CAD, mais même notre chiffre révisé de 1,35 le mois dernier nous paraît maintenant optimiste à la lumière de l'écart croissant entre les taux à court terme.

Nous soulignons deux autres thèmes ci-dessous : le protocole d'entente proposé pour un pipeline albertain et la révision prochaine de l'Accord Canada-États-Unis-Mexique (ACEUM).

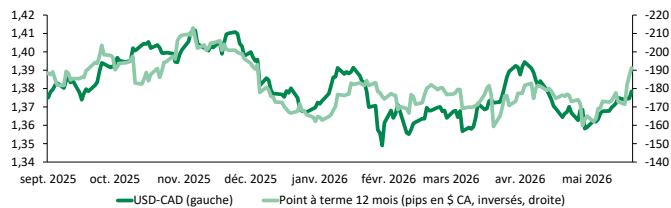
- ▶ **Protocole d'entente pour un pipeline** : Ottawa et l'Alberta sont sur le point de signer un accord, probablement au cours de l'été, qui créera un cadre visant à accélérer la délivrance de permis. Mais le risque d'exécution demeure élevé. Aucun promoteur du secteur privé ne s'est encore manifesté, et même dans le meilleur scénario, la construction ne commencerait pas avant 2027. L'achèvement, lui, serait encore plus lointain. D'ici là, le Canada accroît sa capacité de façon marginale grâce à la modernisation d'infrastructures existantes (mise à niveau du réseau Trans Mountain, programme d'agrandissement Sunrise). Pour l'instant, le lien entre les prix de l'énergie et le dollar canadien reste faible.
- ▶ **Révision de l'ACEUM** : Les négociations commerciales n'ont pas donné beaucoup de résultats. Jusqu'à maintenant, tout engagement trilatéral ou bilatéral significatif a été limité. Washington a demandé des révisions au chapitre des règles d'origine et de l'accès au marché, ainsi qu'un alignement plus large de la politique industrielle, pendant que les droits de douane sur l'acier et l'aluminium au titre de l'article 232 restent en place. Mais aucun des deux camps ne semble pressé. La révision officielle devant se terminer le 1^{er} juillet, le scénario le plus probable est celui d'un processus qui s'étire, avec des examens annuels, des modifications progressives et un degré d'incertitude élevé, plutôt qu'une prolongation claire.

Nous maintenons notre prévision de 1,35 à la fin de l'année et de 1,30 l'an prochain pour l'USD-CAD.

Graphique 2

Les écarts de taux évoluent en faveur du dollar américain

USD-CAD c. points à terme de change 12 mois (plus négatif = rendements en \$ CA inférieurs à ceux en \$ US)



Bloomberg et Desjardins, Études économiques

EUR

La BCE devrait relever ses taux en juin

Notre scénario est passé à une hausse de 25 points de base à la prochaine réunion de politique monétaire de la BCE, le 11 juin. Cette prévision n'est pas évidente, mais si les prix de l'énergie demeurent élevés d'ici la réunion du conseil des gouverneurs, nous nous attendons à ce que les partisans d'un resserrement l'emportent. Nous sommes d'avis que la BCE haussera à nouveau les taux en septembre avant de prendre une pause.

L'inflation totale a grimpé à 3,0 % en avril, tandis que l'inflation de base s'est maintenue légèrement au-dessus de 2 %. Le marché du travail demeure serré, et la BCE se méfiant des effets de second tour. Plusieurs membres du conseil des gouverneurs ont exprimé leur soutien à une hausse anticipée pour renforcer la crédibilité de la banque centrale.

Nous restons prudents quant aux perspectives de l'euro. La divergence entre une BCE agressive et une Fed sur pause pourrait rendre la monnaie unique plus attrayante. Mais le marché a déjà prévu trois hausses de taux d'ici mars 2027, ce qui pèserait davantage sur une économie en proie à l'insécurité énergétique et à l'incertitude commerciale. Un euro plus faible n'est pas la réponse aux problèmes de l'Europe, mais une monnaie plus forte ne ferait qu'aggraver la situation. Nous croyons que la présidente Lagarde indiquera aux marchés qu'ils ne devraient pas s'attendre à un cycle prolongé de hausses de taux.

Nous continuons de prévoir une large fourchette de négociation pour la paire EUR-USD en 2026, soit entre 1,15 et 1,20.

GBP
Encore de la navigation à vue

Le scénario baissier pour la livre est désormais bien établi : il est peu probable que la Banque d'Angleterre (BoE) augmente ses taux autant que ce qui est actuellement intégré dans les prix, et le marché obligataire britannique est l'un des plus fragiles parmi les marchés développés en raison du manque d'appétit politique pour des réformes difficiles. Certaines choses ont-elles changé? Toutes les mauvaises nouvelles sont-elles prises en compte?

Sur le plan de la politique monétaire, nous maintenons notre point de vue selon lequel il est peu probable que la BoE relève deux fois les taux d'ici la fin de l'année, comme l'anticipe le marché. Le débat pourrait plutôt se réorienter vers des baisses de taux dès que l'offre énergétique se normalisera.

L'aspect budgétaire est également en suspens. Le premier ministre Keir Starmer est toujours en poste, mais son leadership sera bientôt officiellement contesté par Andy Burnham – en supposant que celui-ci puisse remporter une élection partielle le 18 juin pour obtenir un siège au Parlement. La plupart des analystes s'attendent à ce que M. Burnham modifie le cadre budgétaire pour se tourner vers davantage d'emprunts, mais les investisseurs obligataires sur le marché des gilts pourraient limiter sa marge de manœuvre.

En fin de compte, il est trop tôt pour parler d'un pivot politique clair. Nous reconnaissons que le marché est devenu très pessimiste à l'égard du Royaume-Uni, mais les données fondamentales ne s'améliorent pas.

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

JPY
Si vous échouez une fois, essayez à nouveau

Les autorités japonaises ont dépensé entre 30 G\$ et 35 G\$ en mai pour faire passer la paire USD-JPY sous la barre des 160. Mais moins d'un mois plus tard, la paire est revenue presque au même niveau. Nous ne sommes pas surpris. Comme nous l'avons indiqué le mois dernier, l'intervention peut ralentir la dépréciation, mais elle ne changera pas la direction – du moins, pas tant que les politiques budgétaire et monétaire excessivement souples ne seront pas resserrées de manière notable.

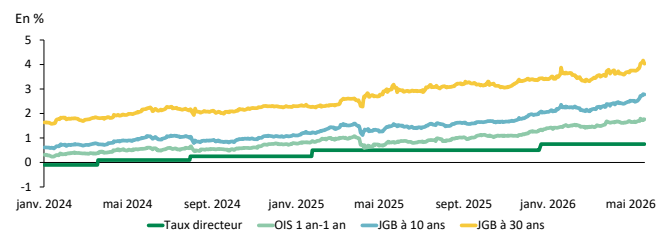
Il est vrai que la BoJ s'oriente vers une hausse de taux. L'issue de la réunion de juin est incertaine, avec la probabilité d'une augmentation de 25 points de base évaluée à environ 2 chances sur 3. Il pourrait toutefois être trop tard pour rétablir la crédibilité

de la BoJ. Même si celle-ci relève ses taux deux fois cette année, comme le marché s'y attend, les taux directeurs demeureront inférieurs à l'inflation pour une cinquième année consécutive. L'épargne des Japonais s'érode, et la devise continue d'en payer le prix.

Pendant ce temps, le marché obligataire envoie un avertissement clair. Les taux des obligations d'État japonaises (JGB) ont continué à augmenter, principalement à long terme, accentuant la pente de la courbe. L'écart entre les JGB de 2 ans et ceux de 10 ans s'est creusé pour atteindre son plus haut niveau depuis 2004. Mais la politique budgétaire n'est pas à l'écoute. En fait, il semble que le gouvernement populiste de la première ministre Takaichi soit sur le point d'annoncer des fonds supplémentaires pour réduire le poids que la hausse des coûts de l'énergie fait peser sur les ménages. Cela signifie une augmentation de l'offre en obligations gouvernementales dans un contexte de demande limitée. La BoJ continue d'acheter des obligations afin de comprimer les rendements, et si elle était contrainte d'intensifier ces achats, cela pourrait accentuer la pression sur le yen.

Nous continuons de prévoir que le yen diminuera à 165 au cours des prochains mois, mais qu'il remontera à 145 l'an prochain.

Graphique 3
Taux d'intérêt japonais



Bloomberg et Desjardins, Études économiques

CNY
Un yuan plus fort est maintenant intégré dans les contrats à terme

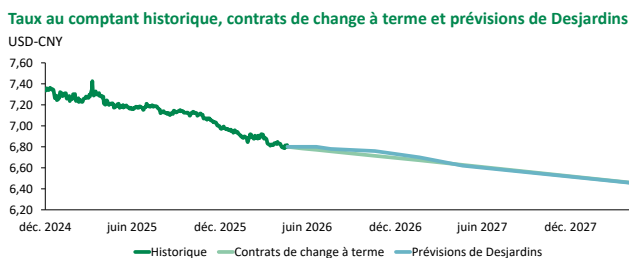
Nous continuons de tabler sur un renforcement du yuan chinois en raison d'un excédent extérieur solide et d'une stabilisation de la demande intérieure. L'année dernière, la Chine a également fait savoir clairement qu'elle accepterait un yuan plus fort pour projeter la stabilité macroéconomique, de même que pour encourager les exportateurs à monter en gamme dans la chaîne de valeur et à être moins compétitifs sur le seul critère des bas prix.

Toutefois, le yuan est maintenant en hausse de 6 % par rapport au dollar américain, un mouvement important selon les normes du régime de flottement dirigé par la Chine. Les contrats à terme ont également évolué et sont maintenant conformes à nos prévisions. Enfin, les positions spéculatives sont devenues importantes, car des investisseurs à très court terme basés en Asie ont massivement acheté des options de vente sur l'USD-CNY ces dernières semaines. Nous considérons que c'est un signal contraire.

Tout compte fait, bien que nous nous attendions toujours à une appréciation graduelle du yuan, nous croyons que les contrats de change à terme actualisent maintenant ce chiffre adéquatement.

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
 Une appréciation du yuan est maintenant intégrée dans les prix



Bloomberg et Desjardins, Études économiques

l'augmentation des revenus pétroliers. Toutefois, un certain dérapage est probable, ce qui pourrait compromettre l'objectif d'un déficit primaire de 0,2 % cette année – d'autant plus qu'il y aura probablement d'autres dépenses populistes alors que le pays se dirige vers des élections qui seront chaudement disputées en octobre.

De plus, subventionner l'essence pour les consommateurs dans un contexte de pénurie mondiale se retourne généralement contre le gouvernement. Les subventions sur les carburants créent des incitations à la contrebande, en exportant le carburant moins cher du marché national vers les marchés internationaux, ce qui laisse le gouvernement avec une facture de subventions gonflée et des pénuries aux stations-service locales. Cette situation s'est très souvent produite en Amérique latine.

Nous maintenons notre prévision selon laquelle la paire USD-BRL devrait se négocier entre 5,10 et 5,20 au second semestre. Les risques sont orientés vers un réal plus faible en raison de l'incertitude électorale.

BRL

Un mauvais remède

Le réal brésilien a été la devise liquide la plus performante des marchés émergents cette année, soutenu par des taux réels élevés, des réductions progressives des taux d'intérêt et la hausse des prix des matières premières. Le réal s'est renforcé pour atteindre environ 4,88 par rapport au dollar américain plus tôt ce mois-ci. Nous nous attendons à ce que la monnaie se stabilise dans un contexte d'incertitude macroéconomique et politique croissante au cours des prochains mois.

L'administration de Lula a mis en place des mesures d'allègement pour protéger les consommateurs de la hausse des prix du pétrole. Ces mesures comprennent une élimination temporaire des taxes fédérales et des subventions directes aux importateurs de gaz de pétrole liquéfié (GPL) et de diesel (le Brésil exporte du pétrole brut, mais importe des produits raffinés). Le coût fiscal du programme est estimé à 0,3 % du PIB sur une base annualisée. Le gouvernement a fait valoir que ce coût sera compensé par

Tableau Historique et prévisions

Fin de période	2025		2026				2027				
	T3	T4	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	
Dollar américain											
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	145	145
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	17,30	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	5,20	5,10	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	0,72	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	111	112
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	12,54	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	3,94	3,89	3,85

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