

ANALYSES DES DEVISES

La poussée du dollar américain pourrait perdre de sa vigueur

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

FAITS SAILLANTS

- ▶ Le dollar américain est en position de force alors que les tensions s'accroissent sur les marchés mondiaux de l'énergie et des obligations. Nous prévoyons que ce ne sera plus le cas d'ici la fin de l'année.
- ▶ Le huard s'est affaibli davantage que nous le prévoyions en raison de l'élargissement des écarts de taux. Mais nous pensons toujours qu'il se redressera.
- ▶ Les pressions financières en France et politiques en Allemagne ont recentré l'attention des marchés sur les défis structurels de l'euro.
- ▶ L'intervention ne suffit pas à stabiliser le yen. Les épargnants japonais s'attendent à obtenir un rendement réel. La Banque du Japon (BoJ) doit accélérer les hausses.
- ▶ La Banque populaire de Chine a averti les négociateurs d'arrêter d'acheter des CNY. Cela n'interrompra pas son élan.
- ▶ Le BRL devrait se renforcer après les élections.

USD

Gagner au jeu du commerce de crise

Depuis la fin juillet, les prévisions du marché concernant les hausses de taux de la Réserve fédérale (Fed) ont fortement augmenté. Le choc énergétique mondial et, avec lui, la débâcle des marchés obligataires mondiaux ont gagné en intensité. Dans ce contexte, le dollar américain a retrouvé ses sommets estivaux par rapport à la plupart des paires de devises.

Les marchés des changes semblent avoir atteint la croisée des chemins. Le dollar américain a évolué dans une fourchette large au cours des 18 derniers mois, mais il teste maintenant des niveaux de résistance clés. Une clôture de l'indice DXY au-dessus de 102 signifierait un mouvement à la hausse. Les niveaux clés à surveiller comprennent 1,135 pour EUR-USD, 1,425 pour USD-CAD, 160 pour USD-JPY et 1,300 pour GBP-USD. Un net dépassement traduirait un renforcement marqué du dollar.

Nous ne sommes pas convaincus que le dollar entre dans un nouveau marché haussier. Une grande partie du mouvement récent reflète des tensions géopolitiques exceptionnellement graves et un réajustement vigoureux des attentes à l'égard de la Fed. Les niveaux actuels de tensions géopolitiques et énergétiques vont-ils persister indéfiniment? Nous envisageons cette question avec prudence. Si les marchés de l'énergie se stabilisent ou si la Fed maintient ses taux lors de la réunion d'octobre, comme nous nous y attendons, certains des gains récents du dollar pourraient s'inverser.

Prévoir les conflits géopolitiques et les prix des matières premières est exceptionnellement difficile. À l'approche des élections de mi-mandat aux États-Unis, l'administration Trump sera probablement confrontée à une pression croissante pour démontrer qu'elle a fait des progrès concernant les prix de l'énergie. Les marchés envisagent également une victoire écrasante des démocrates, ce qui pourrait entraîner une impasse législative et compliquer le programme intérieur de l'administration.

Le graphique 1 présente le taux des fonds fédéraux par rapport à la tarification des contrats à terme sur taux d'intérêt pour la fin de 2027. Depuis la réunion du 29 juillet, les marchés ont intégré 75 points de base de hausses supplémentaires. En supposant que les prix de l'énergie se normalisent dans les prochains mois, nous croyons que la Fed n'ira pas jusque-là.

Le dollar américain a profité de la montée en flèche des prix de l'énergie et de l'effondrement des marchés obligataires. Nous prévoyons que certains de ces gains s'estomperont d'ici la fin de l'année.

Graphique 1

Les marchés s'attendent à un resserrement substantiel de la part de la Réserve fédérale

Taux des fonds fédéraux par rapport aux contrats à terme sur les taux d'intérêt pour décembre 2027



Bloomberg et Desjardins, Études économiques

CAD

Des écarts de taux qui semblent étirés

Le dollar canadien s'est affaibli davantage que nous l'avions prévu. Le mouvement de la paire USD-CAD de 1,380 à 1,415 semble justifié par l'évolution des écarts de taux entre les États-Unis et le Canada. L'écart entre les taux de swap de 2 ans s'est élargi pour atteindre environ 150 points de base, ce qui est très élevé sur une base historique.

Certes, il est risqué de supposer que l'écart reviendra à sa moyenne, d'autant plus que le marché du travail aux États-Unis semble beaucoup plus serré que celui du Canada. Les marchés prévoient également un resserrement plus important de la part de la Banque du Canada (BdC) que de la Fed au cours de la prochaine année. Si les prix de l'énergie reculent, il est possible que l'extrémité courte de la courbe des swaps de taux d'intérêt de 1 jour du CAD chute davantage que celle du USD, ce qui en premier lieu élargirait l'écart.

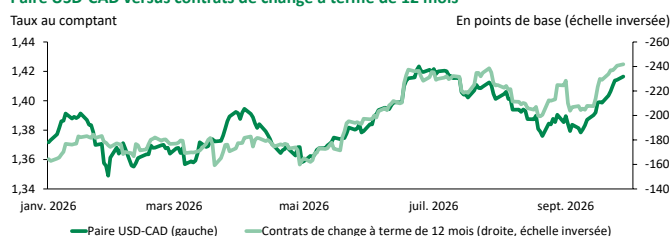
Le risque politique canadien pourrait devenir une source modeste de volatilité des changes au cours du mois prochain alors que les marchés composeront avec les élections provinciales au Québec et le référendum en Alberta. Enfin, les pourparlers commerciaux entre les États-Unis et le Canada demeurent au point mort, les deux parties pariant que l'autre cédera la première.

Nous maintenons notre prévision de devise à 1,39 à la fin de l'année et à 1,35 l'an prochain pour la paire USD-CAD. Nous croyons que l'amélioration des perspectives d'investissement des entreprises pourrait éventuellement aider le huard. Pour le moment, les écarts de taux d'intérêt demeurent le facteur le plus déterminant. Un élargissement soutenu des écarts de taux entre le Canada et les États-Unis représenterait l'obstacle le plus apparent à notre vision constructive à moyen terme concernant le dollar canadien.

Graphique 2

Hausse de la paire USD-CAD en raison de l'élargissement des écarts de taux

Paire USD-CAD versus contrats de change à terme de 12 mois



Bloomberg et Desjardins, Études économiques

EUR

Une histoire de cœur

La Banque centrale européenne (BCE) a relevé ses taux de 25 points de base en septembre et a adopté un ton ferme, invoquant des risques d'inflation accrus en raison du conflit en Iran. Nous prévoyons une hausse de taux additionnelle en décembre, mais nous n'écarterons pas la possibilité que celle-ci ait lieu plus tôt, soit lors de la réunion d'octobre.

La BCE a réagi aux prix de l'énergie plus tôt que ses pairs et demeure très sensible à l'ampleur et à la durée des perturbations au sein de l'approvisionnement. Toutefois, comme les marchés prévoient maintenant de trois à quatre hausses de la Fed, ce qui correspond globalement aux attentes pour la BCE, une grande partie du soutien apporté à l'euro par les différentiels de taux s'est évaporée.

Nous demeurons prudents quant aux perspectives à long terme de l'euro, car la base industrielle de l'Europe subit la pression des coûts élevés de l'énergie et d'une concurrence accrue de la part de la Chine. En même temps, les risques budgétaires et politiques commencent à refaire surface. L'écart Bund-OAT s'est élargi au-delà de 105 points de base, son niveau le plus élevé depuis la crise de la dette européenne de 2011-2012, et le parti eurosceptique allemand AfD a enregistré de forts gains lors des récentes élections régionales.

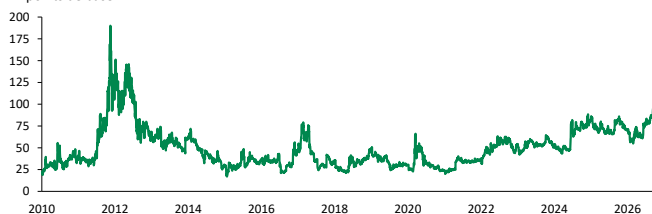
L'Allemagne et la France demeurent le cœur de l'union monétaire. L'euro a survécu à la crise des dettes souveraines parce que les tensions étaient concentrées à la périphérie, tandis que ce cœur maintenait son engagement à l'égard du projet européen. Aujourd'hui, la combinaison des élections présidentielles françaises de l'an prochain, des pressions budgétaires croissantes et des gains en popularité des partis eurosceptiques en Allemagne fait toutefois planer le spectre d'une fragmentation politique au sein du bloc monétaire. Bien qu'un scénario de dissolution demeure peu probable, les investisseurs pourraient de plus en plus exiger une compensation pour ces risques, particulièrement si les tensions budgétaires et politiques continuent de s'intensifier.

Nous nous attendons à ce que la paire EUR-USD se maintienne dans une fourchette de négociation principale de 1,12 à 1,15 pour le reste de l'année.

Graphique 3

La hausse des taux obligataires sert un avertissement à la France

Taux sur les obligations françaises de 10 ans moins les obligations allemandes de 10 ans
En points de base



Bloomberg et Desjardins, Études économiques

GBP

Composer avec la pression

Le Royaume-Uni est un gros importateur d'énergie, soit pour environ 44 % de sa consommation. C'est également une économie fortement endettée, avec une dette publique s'élevant à 105 % du PIB et une dette totale hors secteur financier approchant les 250 % du PIB.

Dans ce contexte, la hausse des prix de l'énergie et des rendements obligataires constitue un double coup dur pour l'économie. L'indice de référence du gaz naturel au Royaume-Uni a grimpé au-dessus de 25 USD/MMBtu (*Million British Thermal Units*), son niveau le plus élevé depuis septembre 2022 et environ 7,3 fois l'indice de référence Henry Hub des États-Unis. Pendant ce temps, les rendements des obligations d'État de 10 ans ont grimpé à 5,4 %, soit une hausse de 90 points de base depuis le début de l'année. Comme on ne peut dire quand les perturbations en approvisionnement énergétique vont cesser et que l'hiver

approche, les perspectives macroéconomiques du Royaume-Uni demeurent fragiles.

Les politiques budgétaires et monétaires occupent toujours l'avant-scène. Les marchés attendent le budget initial du premier ministre Andy Burnham, le 28 octobre, tandis que la Banque d'Angleterre (BoE) semble prête à relever ses taux de 25 points de base le 5 novembre. Pourtant, aucune de ces deux annonces n'est susceptible d'apporter le type d'ajustement nécessaire pour renforcer considérablement les facteurs fondamentaux sous-jacents du Royaume-Uni. Des changements progressifs dans les politiques pourraient permettre de gagner du temps, mais ils ne réduiront pas vraiment la dépendance de l'économie à l'égard de l'énergie importée, les fardeaux d'endettement élevés et le financement externe.

La livre sterling a fait preuve d'une résilience remarquable face aux chocs externes cette année, mais alors que l'environnement devient plus difficile, les risques baissiers demeurent importants.

Nous prévoyons que la paire GBP-USD terminera l'année autour de 1,35 et la paire EUR-GBP, dans les environs de 0,85.

JPY

L'intervention ne suffit pas

La BoJ a vendu environ 175 G\$ US pour soutenir le yen cette année, dépensant environ 15 % de ses réserves de change pendant cette période. Le Trésor américain a exprimé publiquement son soutien aux efforts du Japon pour stabiliser le yen, le secrétaire Bessent allant jusqu'à avertir les négociateurs de ne pas parier contre la devise. Les autorités japonaises ont concrètement établi une limite critique à 160 pour la paire USD-JPY et on raconte qu'elles auraient incité la caisse de retraite d'État à racheter du yen en septembre.

Malgré tous ces efforts, la paire USD-JPY est pratiquement stable depuis le début de l'année et se situe actuellement au milieu d'une large fourchette de négociation de 164-152. L'intervention est une solution temporaire à un décalage plus profond : la BoJ, sous la pression de l'administration Takaichi, continue de maintenir le taux à court terme bien en dessous du taux d'inflation. Bien qu'elle ait relevé les taux à 1,25 % en septembre, la décision n'était pas unanime, et ses orientations prévoyant un resserrement graduel en fonction des données n'ont pas répondu aux attentes. De plus, comme la Fed relève également ses taux, l'écart entre les taux d'intérêt à court terme demeure important.

Les épargnants japonais s'attendent à obtenir un rendement réel positif et l'intervention ne suffit pas à elle seule à les convaincre. Les autorités japonaises ont peut-être plafonné le taux USD-JPY pour l'instant, mais un yen plus fort nécessite un resserrement plus rapide de la part de la BoJ. À moyen terme, nous nous

attendons à ce que le resserrement des écarts de taux entre les États-Unis et le Japon soutienne le yen, bien que le moment où cela se produira demeure incertain.

Nous prévoyons que le JPY fluctuera autour de 160 au cours des prochains mois avant de redescendre à 150 l'an prochain.

CNY

On ne peut lutter contre la tendance

La Banque de Chine a lancé un nouvel avertissement concernant le « comportement grégaire » sur le marché des changes, soulignant son malaise face à l'appréciation constante du renminbi.

Ces préoccupations sont tout de même fondées. La volatilité implicite des changes a chuté à 2 %, son niveau le plus bas depuis plus d'une décennie, tandis que la position haussière sur le CNY est devenue de plus en plus encombrée chez les investisseurs extraterritoriaux.

Toute correction induite par une politique constituerait probablement une autre occasion d'achat. Comme [nous l'avons soutenu](#), l'énorme excédent commercial de la Chine a créé un surplus persistant de dollars que les banques d'État continuent d'absorber afin de ralentir la progression du renminbi. L'ampleur de cette intervention « furtive » suggère que la monnaie demeure bien en dessous de son niveau d'équilibre du marché.

La politique commerciale demeure un risque clé. Les négociations entre l'Union européenne (UE) et la Chine devraient atteindre une étape critique en octobre, les responsables européens cherchant une voie crédible pour réduire les déséquilibres commerciaux et envisageant potentiellement l'imposition de tarifs douaniers supplémentaires sur certaines importations chinoises. Pendant ce temps, Washington et Pékin ont convenu de réduire les tarifs douaniers sur 30 G\$ US d'exportations mutuelles et ont prolongé l'accord de Busan afin de ne pas augmenter leurs tarifs bilatéraux jusqu'au 10 janvier.

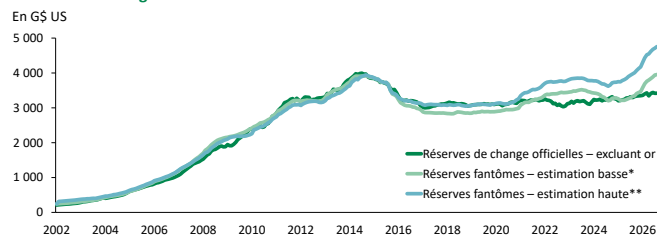
Bien que ces discussions puissent engendrer une volatilité périodique, il est peu probable qu'elles modifient le moteur fondamental du renminbi : l'excédent extérieur exceptionnellement élevé de la Chine.

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

La Chine continue d'intervenir sur le marché des changes

Réserves de change officielles et estimation des réserves « fantômes »



* Règlements nets en devises; ** Plus les dépôts en devises étrangères des résidents.
State Administration of Foreign Exchange et Desjardins, Études économiques

BRL

De la place pour l'assouplissement

Contrairement à la plupart des grandes banques centrales, la Banque du Brésil a baissé ses taux de 25 points de base additionnels ce mois-ci, soit une cinquième réduction consécutive. Les décideurs ont indiqué que d'autres assouplissements sont probables, bien que le rythme demeure graduel et dépende des données.

Même si les attentes en matière d'inflation ont augmenté parallèlement aux prix mondiaux de l'énergie, la Banque du Brésil dispose d'une souplesse considérable. À 13,75 %, le taux Selic demeure l'un des plus élevés au monde, laissant aux décideurs beaucoup de latitude pour réduire les taux. Nous pensons que le cycle d'assouplissement actuel dispose d'une marge de manœuvre considérable. Le réal s'est affaibli au cours des derniers mois, mais il reste l'une des devises des marchés émergents les plus performantes cette année.

L'attention se tourne maintenant vers l'élection présidentielle d'octobre. Les sondages suggèrent qu'aucun des deux principaux candidats n'est susceptible d'obtenir une majorité absolue au premier tour (4 octobre), ce qui laisse présager un second tour chaudement disputé le 25 octobre. L'incertitude politique pourrait générer de la volatilité à court terme, mais nous considérerions toute faiblesse liée aux élections comme temporaire. Une fois la situation stabilisée, le rendement toujours élevé du Brésil et la hausse des exportations de matières premières devraient continuer à soutenir la monnaie.

Nous voyons le BRL fluctuer autour de 5,20 à l'approche des élections, mais nous maintenons notre prévision à 5,00 une fois que le tumulte politique se sera apaisé.

Tableau

Historique et prévisions

Fin de période		2025		2026				2027			
		T3	T4	T1	T2	T3	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Dollar américain											
Dollar canadien	USD/CAD	1,39	1,37	1,39	1,42	1,42	1,39	1,37	1,36	1,35	1,35
Euro	EUR/USD	1,17	1,18	1,16	1,14	1,14	1,15	1,15	1,14	1,14	1,15
Livre sterling	GBP/USD	1,33	1,35	1,32	1,32	1,32	1,35	1,34	1,33	1,34	1,35
Franc suisse	USD/CHF	0,80	0,79	0,80	0,80	0,84	0,83	0,79	0,78	0,77	0,75
Yen	USD/JPY	148	157	159	162	158	160	158	155	152	150
Dollar australien	AUD/USD	0,66	0,67	0,69	0,72	0,70	0,72	0,76	0,77	0,78	0,78
Yuan chinois	USD/CNY	7,12	6,98	6,89	6,85	6,71	6,70	6,68	6,65	6,60	6,50
Peso mexicain	USD/MXN	18,40	17,98	17,93	17,30	18,00	17,80	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	114	113	112	112	112	111
Dollar canadien											
Dollar américain	CAD/USD	0,72	0,73	0,72	0,70	0,70	0,72	0,73	0,74	0,74	0,74
Euro	EUR/CAD	1,63	1,62	1,61	1,62	1,62	1,60	1,58	1,55	1,54	1,55
Livre sterling	GBP/CAD	1,85	1,85	1,84	1,87	1,87	1,88	1,84	1,81	1,81	1,82
Franc suisse	CAD/CHF	0,58	0,58	0,57	0,56	0,59	0,60	0,58	0,57	0,57	0,56
Yen	CAD/JPY	106	115	114	114	111	115	115	114	113	111
Dollar australien	AUD/CAD	0,92	0,92	0,96	1,02	0,99	1,00	1,04	1,05	1,05	1,05
Yuan chinois	CAD/CNY	5,12	5,09	4,95	4,82	4,73	4,82	4,88	4,89	4,89	4,81
Peso mexicain	CAD/MXN	13,24	13,12	12,88	12,18	12,68	12,81	12,77	12,94	12,96	12,96
Réal brésilien	CAD/BRL	3,83	3,98	3,72	3,59	3,66	3,67	3,72	3,75	3,74	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