

## L'Observateur financier: L'exceptionnalisme du dollar américain

Beata Caranci, première vice-présidente et économiste en chef | 416-982-8067  
James Orlando, CFA, directeur général et économiste principal | 416-413-3180

2 mai 2024

### Faits saillants

- Selon nous, la Réserve fédérale américaine (la « Fed ») ne devrait en fin de compte procéder qu'à une seule baisse de taux cette année en raison du récent rebond de l'inflation, une situation qui ne suscite pas suffisamment de confiance pour lui permettre de ramener rapidement le taux d'inflation à 2%.
- Alors que les marchés excluent les baisses de taux par la Fed sans pour autant en faire de même pour les autres pays, la vigueur du dollar américain, elle, ne souffre d'aucune contestation tant que la dynamique économique entre les pays n'aura pas changé ou qu'un bouleversement géopolitique n'aura pas eu lieu.
- Une escalade des risques géopolitiques est susceptible de renforcer le billet vert, de même que l'issue de l'élection américaine.
- Le dollar canadien, lui, est pris entre deux feux. La Banque du Canada (la « BdC ») gère sa politique monétaire sans tenir compte du huard, mais un écart trop important entre ses taux d'intérêt et ceux de la Fed pourrait provoquer une chute sous le niveau de résistance de 72 cents américains.

Le dollar américain est élevé. Depuis juillet dernier, le dollar global pondéré en fonction des échanges s'est apprécié de près de 5 %, la majeure partie de cette hausse s'étant produite au cours des quatre premiers mois de 2024. Cette année, les attentes quant aux réductions de taux par la Fed ont presque disparu du marché des contrats à terme, ce qui a fait grimper les taux des obligations du Trésor américain et l'attire pour le billet vert (graphique 1). Par ailleurs, une intensification des risques géopolitiques pourrait se traduire par une nouvelle hausse du dollar américain.

### L'exceptionnalisme américain et le dollar

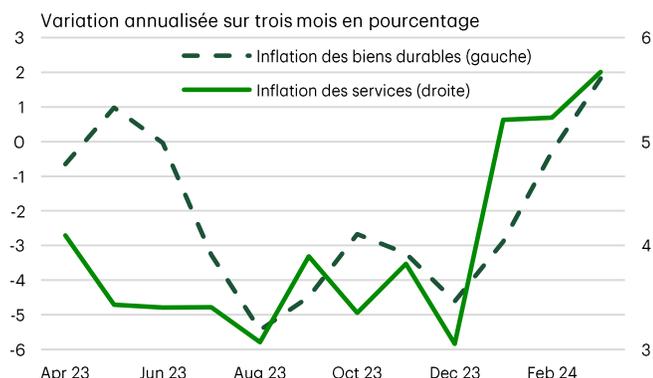
En février, nous avons parlé de l'exceptionnalisme propre aux États-Unis, dont la croissance économique et la pro-

Graphique 1 : Le dollar américain s'apprécie à la faveur de la hausse des taux aux États-Unis



Source : Réserve fédérale américaine et Services économiques TD.  
Dernière observation : 30 avril 2024.

Graphique 2 : L'inflation augmente aux États-Unis



Source : Bureau of Economic Analysis, Services économiques TD.  
Dernière observation : Mars 2024.

ductivité sont sans commune mesure avec celles des autres pays. Toutefois, la question de savoir si une productivité soutenue pouvait continuer à résister aux forces d'une demande intérieure vigoureuse face à l'inflation est demeurée en suspens et est en passe d'être résolue. Depuis le début de 2024, l'inflation de base a augmenté, en partie à cause des dépenses élevées dans les secteurs des soins de santé, des activités récréatives et des voyages. L'inflation dans le secteur des services est revenue au-dessus de 5 % sur trois mois (par rapport à 3 % en décembre). Comme si cela ne suffisait pas, la déflation observée dans le segment des biens durables s'est évaporée en mars, les prix ayant augmenté de 1,8 % sur trois mois, alors qu'ils affichaient une baisse de 4,6 % en décembre (graphique 2).

En ce qui concerne l'inflation de base des dépenses personnelles de consommation (DPC), la mesure préférée de la Fed, elle affiche un taux raisonnable de 2,8 % sur 12 mois. Toutefois, l'évolution de la mesure de l'indice des prix à la consommation laisse entrevoir ce qui s'en vient. Nous nous attendons à ce que l'inflation de base des DPC se rapproche de 3 % sur 12 mois au cours des prochains mois. Ces chiffres témoignent de la persistance du pouvoir de l'inflation en l'absence d'un « sacrifice de la croissance » au sein d'une économie qui demeure en situation de demande excédentaire. De notre point de vue, les dépenses de consommation doivent ralentir pour que l'inflation renoue avec une trajectoire de 2 % et se maintienne ainsi. Toutefois, les signes de cette tendance sont limités et loin d'être suf-

fisants pour provoquer un effondrement soudain de la dynamique de l'inflation sous-jacente. Il n'est donc pas surprenant que les marchés aient rapidement procédé à une révision de leurs attentes en matière de baisses de taux, lesquelles sont passées de 150 points de base (pdb) au début de l'année à un total de 38 pdb d'ici la fin de l'année. Même si nous n'avons jamais adhéré aux premières prévisions de taux des marchés de janvier à mars, nous sommes d'accord pour rajuster les attentes à cet égard en fonction des données récentes. Nous n'avons prévu qu'une seule baisse en décembre, conformément à nos prévisions selon lesquelles l'inflation de base des DPC sur trois et six mois donnera à la banque centrale le gage de confiance nécessaire pour atteindre son objectif de 2 % d'ici au milieu ou à la fin de 2025.

Cette poussée de croissance et cette vigueur de l'inflation sont des phénomènes éminemment américains. Les économies comparables se sont repliées en raison des hausses de taux d'intérêt qu'elles ont subies. La zone euro et le Royaume-Uni ont enregistré une croissance de leur PIB négative à la fin de l'année 2023, tandis que le Canada, un pays qui profite habituellement de l'exceptionnalisme américain, a enregistré une succession de taux de croissance négatifs de son PIB par habitant au cours de l'année dernière. Les piètres résultats économiques ont encouragé ces banques centrales à penser que l'inflation pouvait être ramenée plus rapidement à la cible de 2%. Les attentes à l'égard des baisses de taux sont par la suite restées ancrées aux alentours de la période estivale, une réduction continue de 50 à 75 pdb étant prévue d'ici à la fin de l'année. Une telle réduction ferait suite à celle de la Banque nationale suisse et de quelques autres banques centrales des marchés en développement qui ont déjà procédé à des baisses de taux d'intérêt.

Les attentes quant à une divergence accrue des politiques monétaires ont entraîné des écarts entre les taux des obligations d'État internationales et ceux des titres du Trésor américain. Bien que le taux des obligations américaines à 2 ans frôle un sommet cyclique de 5 %, les taux des obligations équivalentes n'ont pas suivi la cadence. Cette situation a mis les devises sous pression. La livre sterling, l'euro et le huard ont reculé de 4 % à 5 % au cours des neuf derniers mois (graphique 3).

**Graphique 3 : Hausse du dollar américain par rapport aux devises des principaux partenaires commerciaux**



Source : Wall Street Journal et Services économiques TD.  
Dernière observation : 26 avril 2024.

Toutefois, compte tenu de la divergence de 50 à 100 ppb des politiques monétaires des banques centrales par rapport à la Fed selon les marchés, nous pensons que la prochaine fluctuation notable du dollar américain nécessitera un catalyseur d'un nouvel ordre ou plus important.

## Augmentation des risques à l'échelle mondiale

Habituellement, il n'y a rien d'étonnant à ce que le billet vert s'apprécie lorsque l'économie américaine se porte bien, mais il se raffermi également lorsque l'économie est exposée à des risques géopolitiques. Cette tendance historique est connue sous le nom de « sourire du dollar américain ». Elle s'explique par l'attrait du dollar américain en tant que valeur refuge. Lorsque les risques se multiplient, les investisseurs se réfugient dans des actifs libellés en dollars américains. Actuellement, l'économie mondiale est exposée à de nombreux risques. La Russie a fait de nouvelles percées en Ukraine et les tensions entre Israël et l'Iran se sont intensifiées. Les marchés des produits de base tiennent compte de ces tensions, le prix du pétrole ayant augmenté de près de 10 % en quatre mois.

Nos lecteurs ne le savent que trop bien : les perturbations de l'approvisionnement énergétique peuvent engendrer une instabilité économique. L'insécurité énergétique qui règne en Europe depuis l'invasion de l'Ukraine par la Russie en est la preuve. Il est également plus fréquent que les pays en dehors de l'Amérique du Nord subissent les conséquences économiques négatives de la hausse du prix du pétrole en raison de leur

moins grande autonomie sur le plan énergétique. La période de 1994 à 2000 offre une bonne base de comparaison. Au cours de cette période, l'économie américaine menait le bal à l'échelle mondiale, soutenue par la révolution technologique. Malgré la hausse du prix du pétrole tout au long de cette période, le dollar américain n'a cessé de s'apprécier, une vigueur dont seul le billet vert a le secret.

Les principaux facteurs de dépréciation du dollar américain sont les risques tirant leurs origines à même les États-Unis, tels que la faillite de LTCM, l'éclatement de la bulle technologique et la crise financière mondiale dont le marché hypothécaire américain a été l'épicentre. Aucun de ces risques n'est présent à l'heure actuelle. L'économie américaine est plus solide que celle de ses pairs en ce qui a trait aux risques économiques et financiers, le pays de l'oncle Sam étant de surcroît un exportateur net d'énergie.

Il est donc toujours possible que le dollar américain progresse à nouveau par rapport aux autres devises, mais cela nécessiterait une escalade d'événements géopolitiques de grande envergure. Cette éventualité est tout à fait plausible, quoique difficile à prévoir, alors que certaines devises montrent déjà des signes de vulnérabilité considérables. La livre turque s'est dépréciée d'environ 9 % au début de l'année, et certaines banques centrales interviennent maintenant pour défendre leur devise. La Banque d'Indonésie a procédé à une hausse de taux (la roupie affichant une baisse d'environ 5 %) et la Banque du Japon a acheté des actifs libellés en yens pour soutenir la devise (en baisse d'environ 10 %).

Et les prochaines élections aux États-Unis dans tout ça? Vont-elles renforcer ou affaiblir l'évaluation du billet vert? Difficile à dire. La mise en place de droits de douane stricts et généralisés visant les autres pays par une nouvelle administration pourrait stimuler le dollar américain. Sous l'administration Trump, l'intensification des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine a entraîné une appréciation de 11% de la devise américaine entre 2018 et 2019. Parallèlement, les mesures qui provoquent un changement rapide dans la dynamique de la dette souveraine pourraient nuire au dollar, car la confiance des marchés serait fortement ébranlée. À ce jour, les marchés n'ont

pas encore pris position sur l'un ou l'autre de ces risques. Les principales devises, comme l'euro et le huard, n'ont pas reculé par rapport à leur niveau de résistance actuel, même si les écarts de taux sont de plus en plus défavorables. Cela étaye la thèse selon laquelle le dollar américain aurait besoin, pour dépasser les seuils qu'il a récemment atteints, qu'un événement relativement important provoque un sentiment d'aversion pour le risque.

### Jusqu'où le dollar canadien peut-il reculer?

Le huard est un bon exemple de devise qui oscille entre 72 et 76 cents américains depuis l'été 2022. C'est à ce moment-là que la Fed a rattrapé la BdC en matière de hausses du taux directeur avant de la dépasser. C'est également à cette période que l'économie canadienne a commencé à accuser un retard considérable par rapport à l'économie américaine, le PIB par habitant étant en baisse depuis lors. Sans l'inflation de la demande intérieure attribuable à l'augmentation rapide et insoutenable de la population, le Canada serait probablement déjà en récession.

Dans l'état actuel des choses, l'économie tient encore bon et la BdC a eu le temps de retarder les baisses de taux. Toutefois, plus le temps passe, plus la première baisse se rapproche. La croissance du PIB au premier trimestre devrait être solide en raison d'un hiver plus doux, mais la pierre angulaire de l'économie canadienne, à savoir la croissance de l'emploi, a commencé à vaciller. Le nombre de chômeurs a augmenté de 23% au cours de la dernière année, un niveau comparable à celui observé lors de précédentes récessions. Si la tendance actuelle se poursuit et que l'inflation continue de ralentir, il y a lieu de s'attendre à une baisse de taux cet été.

Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, la divergence entre les politiques monétaires ne devrait pas dévier beaucoup plus que ce à quoi s'attendent les marchés. La BdC ne voudra pas prendre trop d'avance sur la Fed au risque de miner la confiance des investisseurs à l'égard du huard. Une nouvelle dépréciation serait plutôt attribuable à une aversion pour le risque, potentiellement provoquée par une flambée des prix du pétrole. Même si l'économie canadienne demeure axée sur l'énergie, le dollar canadien ne tire plus d'avantage marginal de la hausse du prix du pétrole par rapport au dollar américain. Si les risques géopolitiques s'intensifient de manière à faire grimper les prix du pétrole, l'effet de l'aversion pour le risque prédomine sur la croissance du PIB nominal découlant d'une telle hausse de prix et tend ainsi à entraîner une dépréciation de la devise. Le huard pourrait se situer à un niveau égal ou inférieur à 70 cents américains.

### En conclusion

L'appréciation du dollar américain recoupe la politique monétaire de la Fed et le contexte géopolitique. Pour ce qui est de la politique monétaire, l'exceptionnalisme américain a retardé le début des baisses de taux jusqu'en décembre, accentuant ainsi l'écart avec les taux d'intérêt des autres économies. Ce facteur a été à l'origine de la première phase de l'appréciation du dollar américain. Même si la politique monétaire menée par la Fed pourrait légèrement pousser le billet vert à la hausse au cours des prochains mois, une progression plus marquée nécessiterait une nouvelle intensification des risques géopolitiques. De plus, avec les élections américaines qui approchent à grands pas, de nombreux événements pourraient également permettre au dollar américain d'atteindre de nouveaux sommets, mais aussi lui nuire si les marchés des capitaux ne se montrent pas satisfaits de la dynamique de la dette intérieure. À ce stade, les marchés financiers n'ont pas pris position sur l'un ou l'autre de ces risques. Les investisseurs sont donc dans une situation d'attente.

Perspective des taux d'intérêt													
Taux d'intérêt	Taux au 1-mai	2023				2024				2025			
		T1	T2	T3	T4	T1	T2P	T3P	T4P	T1P	T2P	T3P	T4P
<b>CANADA</b>													
Taux cible financement un jour (%)	5.00	4.50	4.75	5.00	5.00	5.00	5.00	4.75	4.25	5.00	5.00	4.75	4.25
Taux bons du Trésor 3 mois (%)	4.94	4.34	4.90	5.07	5.04	4.99	4.88	4.50	4.00	4.99	4.88	4.50	4.00
Rendem. oblig. d'État 2 ans (%)	4.29	3.74	4.58	4.87	3.88	4.17	4.35	4.05	3.75	4.17	4.35	4.05	3.75
Rendem. oblig. d'État 5 ans (%)	3.81	3.02	3.68	4.25	3.17	3.51	3.90	3.70	3.50	3.51	3.90	3.70	3.50
Rendem. oblig. d'État 10 ans (%)	3.76	2.90	3.26	4.03	3.10	3.45	3.85	3.70	3.55	3.45	3.85	3.70	3.55
Rendem. oblig. d'Etat 30 ans (%)	3.63	3.00	3.08	3.81	3.02	3.37	3.75	3.65	3.55	3.37	3.75	3.65	3.55
Écart oblig. 10 et 2 ans (%)	-0.54	-0.84	-1.32	-0.84	-0.78	-0.72	-0.50	-0.35	-0.20	-0.72	-0.50	-0.35	-0.20
<b>ÉTATS-UNIS</b>													
Taux cible des fonds fédéraux (%)	5.50	5.00	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.25
Taux bons du Trésor 3 mois (%)	5.25	4.68	5.17	5.32	5.20	5.23	5.25	5.25	5.05	5.23	5.25	5.25	5.05
Taux bons du Trésor 2 ans (%)	4.95	4.06	4.87	5.03	4.23	4.59	4.95	4.95	4.75	4.59	4.95	4.95	4.75
Taux bons du Trésor 5 ans (%)	4.64	3.60	4.13	4.60	3.84	4.21	4.70	4.65	4.40	4.21	4.70	4.65	4.40
Taux bons du Trésor 10 ans (%)	4.63	3.48	3.81	4.59	3.88	4.20	4.70	4.65	4.40	4.20	4.70	4.65	4.40
Taux bons du Trésor 30 ans (%)	4.75	3.67	3.85	4.73	4.03	4.34	4.80	4.75	4.70	4.34	4.80	4.75	4.70
Écart bons du Trésor 10 et 2 ans (%)	-0.33	-0.58	-1.06	-0.44	-0.35	-0.39	-0.25	-0.30	-0.35	-0.39	-0.25	-0.30	-0.35
<b>ÉCART CANADA - É.-U.</b>													
Écart bons du Trésor 3 mois Can - É.-U.	-0.31	-0.34	-0.27	-0.25	-0.16	-0.24	-0.37	-0.75	-1.05	-0.24	-0.37	-0.75	-1.05
Écart bons du Trésor 10 ans Can - É.-U.	-0.87	-0.58	-0.55	-0.56	-0.78	-0.75	-0.85	-0.95	-0.85	-0.75	-0.85	-0.95	-0.85

P : Prévisions des Services économiques TD, mai 2024. Toutes les prévisions sont de fin de période.

Sources : Statistique Canada, Banque du Canada, Bloomberg.

Perspectives des devises étrangères														
Devise	Taux de change	Taux au 1-mai	2023				2024				2025			
			T1	T2	T3	T4	T1	T2P	T3P	T4P	T1P	T2P	T3P	T4P
<b>Taux de change au dollar U.S.</b>														
Yuan chinois	CNY par USD	7.24	6.87	7.25	7.30	7.10	7.22	7.20	7.25	7.30	7.25	7.20	7.15	7.10
Yen japonais	JPY par USD	157	133	144	149	141	151	150	149	148	147	146	144	143
Euro	USD par EUR	1.07	1.09	1.09	1.06	1.11	1.08	1.05	1.03	1.04	1.06	1.08	1.10	1.13
Livre sterling	USD par GBP	1.25	1.24	1.27	1.22	1.27	1.26	1.23	1.21	1.22	1.24	1.27	1.29	1.30
Dollar canadien	CAD par USD	1.37	1.35	1.32	1.35	1.32	1.35	1.39	1.41	1.42	1.39	1.36	1.34	1.31
Dollar australien	USD par AUD	0.65	0.67	0.67	0.65	0.68	0.65	0.64	0.63	0.63	0.65	0.66	0.67	0.69
Dollar néo-zélandais	USD par NZD	0.59	0.63	0.61	0.60	0.63	0.60	0.59	0.58	0.58	0.59	0.61	0.62	0.63
<b>Taux de change à l'euro</b>														
Dollar U.S.	USD par EUR	1.07	1.09	1.09	1.06	1.11	1.08	1.05	1.03	1.04	1.06	1.08	1.10	1.13
Yen japonais	JPY par EUR	168	144	158	158	156	163	158	154	154	156	158	159	161
Livre sterling	GBP par EUR	0.86	0.88	0.86	0.87	0.87	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.87
Dollar canadien	CAD par EUR	1.47	1.47	1.45	1.43	1.46	1.46	1.46	1.45	1.48	1.48	1.48	1.48	1.47
Dollar australien	AUD par EUR	1.64	1.62	1.64	1.64	1.62	1.65	1.64	1.64	1.64	1.64	1.64	1.64	1.64
Dollar néo-zélandais	NZD par EUR	1.81	1.73	1.78	1.76	1.75	1.80	1.79	1.79	1.79	1.79	1.79	1.79	1.79
<b>Taux de change au yen japonais</b>														
Dollar U.S.	JPY par USD	157	133	144	149	141	151	150	149	148	147	146	144	143
Euro	JPY par EUR	168	144	158	158	156	163	158	154	154	156	158	159	161
Livre sterling	JPY par GBP	197	164	184	183	180	191	185	180	181	183	185	186	186
Dollar canadien	JPY par CAD	114.6	98.2	109.2	110.4	106.7	111.7	108.1	105.8	104.4	105.8	106.9	108.0	109.1
Dollar australien	JPY par AUD	102.5	89.0	96.3	96.4	96.2	98.7	96.1	93.7	94.0	95.2	96.1	97.1	98.0
Dollar néo-zélandais	JPY par NZD	93.2	83.2	88.6	89.9	89.3	90.5	88.2	86.0	86.2	87.4	88.2	89.1	89.9
<b>Taux de change au dollar canadien</b>														
Dollar U.S.	USD par CAD	0.73	0.74	0.76	0.74	0.76	0.74	0.72	0.71	0.70	0.72	0.73	0.75	0.76
Yen japonais	JPY par CAD	114.6	98.2	109.2	110.4	106.7	111.7	108.1	105.8	104.4	105.8	106.9	108.0	109.1
Euro	CAD par EUR	1.47	1.47	1.45	1.43	1.46	1.46	1.46	1.45	1.48	1.48	1.48	1.48	1.47
Livre sterling	CAD par GBP	1.72	1.67	1.68	1.65	1.68	1.71	1.71	1.70	1.73	1.73	1.73	1.73	1.70
Dollar australien	AUD par CAD	1.12	1.10	1.13	1.15	1.11	1.13	1.12	1.13	1.11	1.11	1.11	1.11	1.11
Dollar néo-zélandais	NZD par CAD	1.23	1.18	1.23	1.23	1.19	1.23	1.23	1.23	1.21	1.21	1.21	1.21	1.21

P : Prévisions des Services économiques TD, mai 2024. Toutes les prévisions sont de fin de période.

Sources : Réserve fédérale, Bloomberg.

Marchés boursiers mondiaux					
Principaux indices boursiers	Prix au 1-mai	% var. 30 jrs	% var. 2024	Sommet 52 sem.	Creux 52 sem.
Indice S&P 500	5,057	-3.8	6.0	5,254	4,061
Ind. comp. S&P/TSX	21,793	-1.7	4.0	22,362	18,737
Indice DAX	17,932	-3.0	7.0	18,492	14,687
Indice FTSE 100	8,121	2.1	5.0	8,147	7,257
Indice Nikkei	38,274	-5.2	14.4	40,888	28,950
Indice MSCI AC Monde*	757	-3.4	4.1	784	629

\* Indice boursier pondéré comprenant les marchés développés et émergents.  
Sources : Bloomberg, Services économiques TD.

## Avis de non-responsabilité

Le présent rapport est fourni par les Services économiques TD. Il est produit à des fins informatives et éducatives seulement à la date de rédaction, et peut ne pas convenir à d'autres fins. Les points de vue et les opinions qui y sont exprimés peuvent changer en tout temps selon les conditions du marché ou autres, et les prévisions peuvent ne pas se réaliser. Ce rapport ne doit pas servir de source de conseils ou de recommandations de placement, ne constitue pas une sollicitation d'achat ou de vente de titres, et ne doit pas être considéré comme une source de conseils juridiques, fiscaux ou de placement précis. Il ne vise pas à communiquer des renseignements importants sur les affaires du Groupe Banque TD, et les membres des Services économiques TD ne sont pas des porte-parole du Groupe Banque TD en ce qui concerne les affaires de celui-ci. L'information contenue dans ce rapport provient de sources jugées fiables, mais son exactitude et son exhaustivité ne sont pas garanties. De plus, ce rapport contient des analyses et des opinions portant sur l'économie, notamment au sujet du rendement économique et financier à venir. Par ailleurs, ces analyses et opinions reposent sur certaines hypothèses et d'autres facteurs, et sont sujettes à des risques et à des incertitudes intrinsèques. Les résultats réels pourraient être très différents. La Banque Toronto-Dominion ainsi que ses sociétés affiliées et entités apparentées qui constituent le Groupe Banque TD ne peuvent être tenues responsables des erreurs ou omissions que pourraient contenir l'information, les analyses ou les opinions comprises dans ce rapport, ni des pertes ou dommages subis.