

L'Observateur financier : Le grand dénouement du dollar américain

Beata Caranci, première vice-présidente et économiste en chef | 416-982-8067

Thomas Feltmate, directeur et économiste principal | 416-944-5730

Maria Solovieva, CFA, économiste | 416-380-1195

29 avril 2025

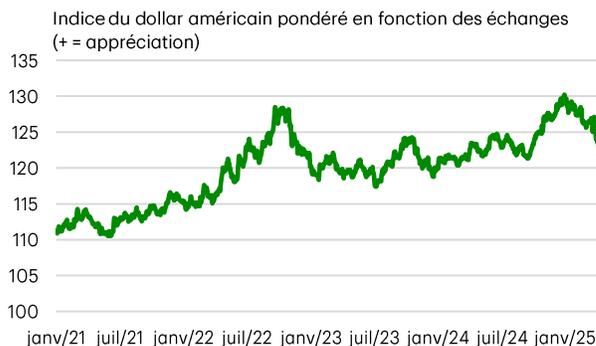
Faits saillants

- La forte montée des tensions commerciales a remis en question le discours sur l'exceptionnalisme économique des États-Unis, exerçant des pressions à la baisse sur le billet vert depuis les quatre derniers mois.
- La possibilité d'une hausse de l'inflation et du taux de chômage place les décideurs dans une position délicate. Le ralentissement de l'économie devrait inciter la Réserve fédérale américaine (la Fed) à procéder à des baisses de taux « préventives » cet été.
- La dépréciation du dollar ne semble pas encore terminée. Nous anticipons un repli supplémentaire d'au moins 3% de l'indice du dollar pondéré en fonction des échanges d'ici la fin de l'année.

Le dollar américain s'est heurté à un mur en 2025. Après s'être apprécié de plus de 16% entre 2021 et 2024, l'indice du dollar pondéré en fonction des échanges a cédé plus du quart de ces gains en seulement quatre mois (graphique 1). De nombreux investisseurs s'interrogent sur la capacité de l'économie américaine à conserver sa position de leader de la croissance mondiale alors que l'incertitude domine l'actualité. La valse-hésitation de l'administration en matière de droits de douane a fait bondir l'indice d'incertitude à l'égard de la politique économique à des niveaux comparables à ceux de la pandémie, a entraîné un net repli des indicateurs de confiance des consommateurs et des entreprises, et a durci les conditions financières. Bien que le président Trump ait atténué ses propos qui avaient ébranlé la confiance des investisseurs à l'égard de l'indépendance de la Fed, un pilier de la stabilité financière mondiale, la menace persiste et restera au cœur des préoccupations à l'approche de la nomination du prochain président de la Fed en mai 2026.

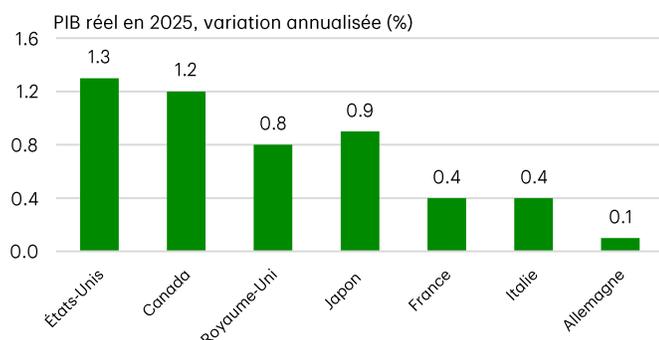
Les contrats à terme sur fonds fédéraux tiennent compte de près de quatre baisses de taux de 25 points de base (pdb) cette année, soit une de plus que nos prévisions. Cepen-

Graphique 1 : Le dollar américain a nettement reculé en 2025



Source : Réserve fédérale américaine et Services économiques TD. Données les plus récentes au 25 avril 2025.

Graphique 2 : La croissance américaine se rapproche de celle des pays du G7



Source : Bureau of Economic Analysis, EuroStat, Cabinet Office of Japan, Office of National Statistics et Services économiques TD.

dant, compte tenu de l'incertitude qui règne actuellement, il peut être assez futile de tenter d'en déterminer le nombre exact. Les risques pesant sur les perspectives économiques à court terme sont considérables, avec la possibilité d'une hausse simultanée du taux de chômage et de l'inflation, créant ainsi des tensions entre le double mandat de la Fed, soit la stabilité des prix et le plein emploi. Dans ce contexte de prévisions difficiles, les décideurs se doivent d'être prudents. Les analystes révisent unanimement leurs prévisions à la baisse, ce qui indique que les risques économiques s'orientent clairement à la baisse. Avec un taux directeur de 4,50%, le plus élevé parmi les pays du G7, la Fed dispose d'une marge de manœuvre pour procéder à deux ou trois baisses de taux préventives afin de rééquilibrer les risques engendrés par le choc tarifaire le plus brutal et le plus étendu de l'histoire. Même si les risques d'inflation restent élevés à court terme, cela finira par empêcher une politique plus musclée en cas de ralentissement de l'économie. Dans ce scénario, le billet vert pourrait encore se déprécier de 3% d'ici la fin de l'année. Toutefois, le dollar pourrait reculer encore davantage si les pressions budgétaires s'accroissent ou si le plafond de la dette est encore frôlé plus tard cet été.

Remise en cause du statu quo

La reprise économique américaine a constitué une exception à l'échelle mondiale après la pandémie, suscitant un regain d'intérêt des investisseurs pour les actifs libellés en dollars. Entre 2021 et 2024, le dollar s'est apprécié face aux devises des économies avancées (+18 %) et à celles des marchés émergents (+14,5 %).

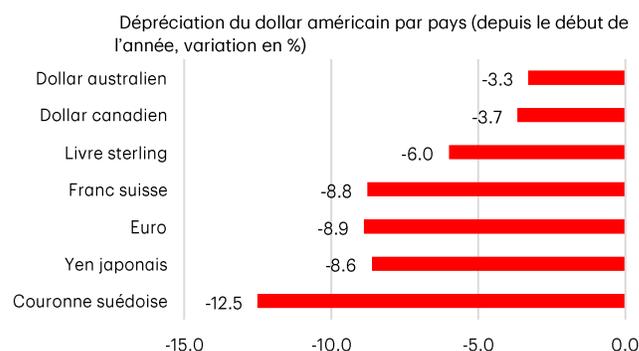
L'économie américaine a alors démontré des atouts lui permettant de résister à une poussée inflationniste digne des années 1970 et à un taux des fonds fédéraux à son plus haut niveau depuis le début des années 2000. Pour mettre ces excellents résultats en contexte, la croissance annuelle moyenne de l'économie des États-Unis sur deux ans s'est établie à 2,8 % à la fin de 2024, soit plus de 3,5 fois celle des autres économies du G7 sur la même période.

Toutefois, le changement radical de politique commerciale remet en cause le discours lié à l'exceptionnalisme américain. La hausse des droits de douane érodera non seulement le revenu réel des ménages, mais aussi la rentabilité des entreprises. Nous nous attendons à ce que l'économie américaine enregistre une croissance d'à peine 1,3 % en 2025, la rapprochant ainsi de celles des autres pays du G7 (graphique 2).

Tous les regards se tournent maintenant vers la Fed

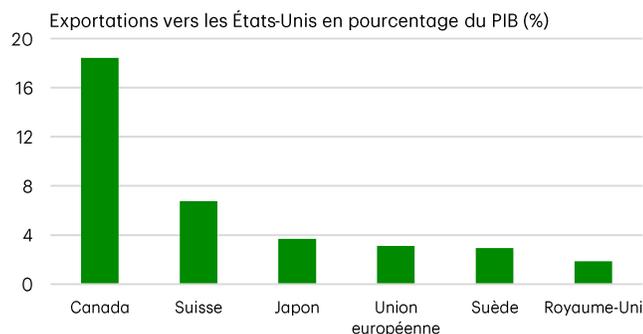
Sur une base pondérée par les échanges, la dépréciation de 5 % du dollar depuis le début de l'année s'explique principalement par un repli face aux devises des économies avancées (-8 %). Les replis les plus marqués ont été enregistrés face à la Suède (-12,5 %), à la Suisse (-8,8 %), à l'Union européenne (-8,9 %) et au Japon (-8,6 %) (graphique 3). Parallèlement, le taux de change entre le dollar américain et le dollar canadien a reculé de près de 4 %, la forte exposition commerciale du Canada aux États-Unis le rendant plus vulnérable à un conflit commercial prolongé (graphique 4).

Graphique 3 : Le dollar s'est déprécié par rapport aux principales devises



Source : Wall Street Journal et Services économiques TD. Données les plus récentes au

Graphique 4 : L'exposition commerciale accrue du Canada aux États-Unis le rend plus vulnérable



Source : Bureau of Economic Analysis, EuroStat, Cabinet Office of Japan, Office of National Statistics et Services économiques TD.

À l'heure actuelle, les perspectives économiques restent très incertaines. Notre scénario intègre un ralentissement marqué de la croissance économique au premier semestre de 2025, puis un redressement progressif à mesure de l'allègement des droits de douane. Dans ce scénario, la tendance de l'inflation subit un revirement marqué à court terme. Cependant, en attendant, l'inflation de base des dépenses personnelles de consommation pourrait atteindre 3% à 4% dans les prochains trimestres, contre 2,6% en mars. Cette poussée de l'inflation devrait s'accompagner d'une modeste remontée du taux de chômage, mettant sous pression le double mandat de la Fed, qui est de créer le plein emploi et de stabiliser les prix. Dans ce contexte, le président Powell a indiqué que les décideurs de la Fed devront déterminer lequel de ces deux objectifs s'écarte le plus de leurs cibles à long terme et ajuster leur politique en conséquence. Si les attentes d'inflation restent raisonnablement stables, la Fed pourrait alléger les taux, peut-être dès juin, pour limiter le coup porté à la croissance. Si la Fed procédait à une réduction totale de 75 pnb d'ici la fin de l'année, nos modèles indiquent qu'un rétrécissement des différentiels de taux d'intérêt avec les autres économies avancées pourrait entraîner un autre repli de 3% du dollar.

Les pressions budgétaires ajoutent un risque de baisse supplémentaire...

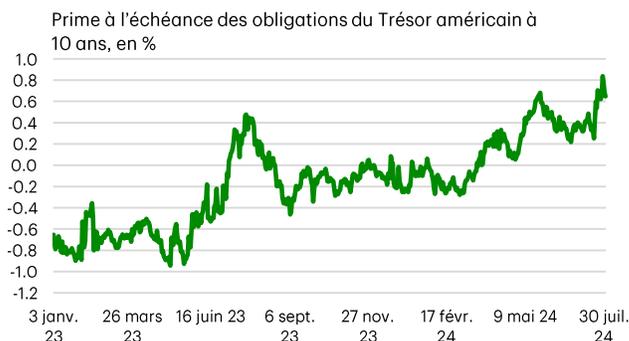
Outre les différentiels de taux d'intérêt, le dollar pourrait pâtir d'un nouveau plan de relance budgétaire. Les investisseurs sont de plus en plus préoccupés par la dégradation de la situation budgétaire, et le programme de réductions d'impôts proposé par les républicains risque d'accroître les pressions sur le déficit au cours des prochaines années.

À ce stade, les républicains de la Chambre des représentants et du Sénat se sont entendus sur les grandes lignes d'un cadre budgétaire de plusieurs milliers de milliards de dollars, incluant d'importantes baisses d'impôts et une hausse des dépenses liées à la défense, à l'énergie et à l'immigration. Bien qu'ils en soient encore à leurs débuts, les programmes proposés pourraient alourdir le déficit de 2 800 à 5 800 milliards de dollars au cours des dix prochaines années. Le haut de cette fourchette dépasse le montant avoisinant les 5 000 milliards de dollars mobilisé pour les mesures de relance pendant la pandémie.

La forte augmentation du déficit, alimentée par des baisses d'impôts non financées, rappelle la mini-crise budgétaire du Royaume-Uni en 2022. À la suite de l'annonce d'un plan quinquennal de réductions fiscales et de dépenses budgétaires de 162 milliards de livres sterling, les taux des obligations d'État britanniques ont augmenté de plus de 200 pnb et la livre s'est dépréciée de près de 10%. Nous n'anticipons pas de telles fluctuations, mais cela fait ressortir les risques directionnels des taux et du dollar, si le plan budgétaire s'avérait très ambitieux. Les estimations classiques indiquent que chaque hausse de 1 point de pourcentage du déficit (en proportion du PIB) pourrait faire grimper les taux à long terme de 10 à 30 pnb. Si la crédibilité de la dette souveraine américaine devait un jour être remise en question par les investisseurs, le dollar pourrait subir de nouvelles pressions à la baisse.

Il est vrai qu'une partie de ce « risque » semble déjà avoir été prise en compte dans les taux et le dollar, compte tenu du récent repli. Les marchés financiers évoluent rarement de manière linéaire, et la récente

Graphique 5 : La prime à l'échéance a fortement augmenté



Source : Réserve fédérale de New York et Services économiques TD. Données les plus récentes au 24 avril 2025.

flambée de la prime à l'échéance à 10 ans, qui atteint un sommet de dix ans, souligne l'inquiétude croissante des investisseurs (graphique 4).

Les incertitudes liées au plafond de la dette entrent également en ligne de compte. D'après les recettes fiscales déjà collectées, nous estimons que le Trésor pourrait disposer de liquidités suffisantes jusqu'à la mi-juillet. L'objectif actuel du Congrès est de relever le plafond de la dette de 4 000 à 5 000 milliards de dollars, dans le cadre d'un programme de rapprochement des charges fiscales plus vaste que les républicains espèrent faire adopter d'ici le 26 mai, ou Memorial Day. Tout report de ce calendrier pourrait entraîner le détachement de la portion du plafond de la dette dans un autre projet de loi afin d'éviter d'en enfreindre la limite. Cependant, tout rapprochement de la date butoir (la « date X ») fragiliserait encore davantage la confiance des investisseurs.

... et les récentes attaques contre M. Powell n'ont pas aidé

Autre facteur de fragilité : l'érosion de l'indépendance perçue de la Fed. Les critiques publiques du président Trump à l'encontre de Jerome Powell, relayées sur les réseaux sociaux et soutenues de manière plus tacite par le directeur du National Economic Council (NEC), Kevin Hassett, n'ont pas échappé aux marchés. La forte baisse du dollar le 21 avril montre clairement que ce risque est pris en compte : la crainte que la Fed cède à la pression politique et privilégie les objectifs à court terme du président au détriment de son mandat anti-inflation. Dans ce scénario, l'étiquette de « perdant », les propres mots de M. Trump à l'encontre de M. Powell, pourraient bien s'appliquer au dollar, car les investisseurs réévaluent le rôle du billet vert en tant que valeur refuge stable.

Bien que ces craintes se soient dissipées depuis, l'épisode a marqué un tournant. Les marchés ne tiennent plus l'indépendance de la Fed pour acquise. Cette perte de certitude s'ajoute à une liste plus large de risques peu orthodoxes, notamment l'éventualité d'une politique de « dollar faible » évoquée dans le rapport du président du Council of Economic Advisers (CEA), Stephen Miran, publié l'an dernier. Bien que le président Trump n'ait jamais cautionné cette approche et a même menacé de représailles les pays qui chercheraient à remplacer le dollar, la notion d'« Accord Mar-

a-Lago » fait désormais partie du lexique financier. La simple possibilité de sa résurrection pourrait remettre en cause le statut de valeur refuge du dollar et la position des États-Unis comme principal émetteur de monnaie de réserve mondiale.

Les flux de portefeuille restent le principal soutien de la vigueur du dollar. La conviction, de longue date, qu'il n'existe pas de « remplacement » aux actifs américains, en raison de leur liquidité inégalée et de la profondeur de leurs marchés institutionnels, a maintenu les capitaux sur le marché américain. Mais cette hypothèse commence à s'effriter. Bien qu'il soit difficile de quantifier la part de la récente dépréciation du dollar imputable aux désinvestissements étrangers, les signes se multiplient. Le dernier rapport Commitments of Traders fait état d'une forte hausse des positions vendeur sur les contrats à terme d'obligations du Trésor à 10 ans, qui se rapprochent des niveaux atteints en août dernier lorsque la Fed a laissé entendre qu'elle adopterait une approche plus conciliante.

Bref, nous sommes en territoire inconnu – les risques actuels sont à la fois structurels et politiques. En tenant compte de la dépréciation récente, le dollar se rapproche de sa juste valeur, mais l'ampleur et la rapidité avec laquelle il s'ajustera pourraient dépendre moins des taux d'intérêt que de la capacité des marchés à continuer de croire aux règles qui ont autrefois soutenu sa suprématie.

Conclusion

La montée des tensions commerciales alimente les craintes d'une stagnation économique aux États-Unis, dans le meilleur des cas, et d'une récession, dans le pire des cas. C'est le principal facteur qui pèse actuellement sur le dollar. À l'heure actuelle, l'orientation future de la politique monétaire reste très incertaine et dépend de l'évolution des données économiques. Toutefois, la fin de l'exceptionnalisme économique américain n'est pas la seule menace qui pèse sur le dollar. Les pressions budgétaires accrues, le risque d'une nouvelle confrontation au sujet du plafond de la dette et les attaques à l'égard de l'indépendance de la Fed constituent également des facteurs défavorables importants. Tant que ces risques persisteront, le dollar continuera de subir d'autres pressions à la baisse plus importantes que ce que les paramètres fondamentaux sous-jacents pourraient suggérer.

Perspective des taux d'intérêt

Taux d'intérêt	Taux au 8-mai	2024				2025				2026			
		T1	T2	T3	T4	T1	T2P	T3P	T4P	T1P	T2P	T3P	T4P
CANADA													
Taux cible financement un jour (%)	2.75	5.00	4.75	4.25	3.25	2.75	2.50	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25
Taux bons du Trésor 3 mois (%)	2.64	4.99	4.64	3.96	3.16	2.62	2.38	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25
Rendem. oblig. d'État 2 ans (%)	2.55	4.17	3.99	2.91	2.93	2.46	2.61	2.40	2.35	2.35	2.35	2.35	2.35
Rendem. oblig. d'État 5 ans (%)	2.76	3.51	3.51	2.73	2.96	2.61	2.84	2.85	2.80	2.75	2.75	2.75	2.75
Rendem. oblig. d'État 10 ans (%)	3.15	3.45	3.50	2.95	3.23	2.97	3.23	3.10	3.05	3.00	3.00	3.00	3.00
Rendem. oblig. d'Etat 30 ans (%)	3.47	3.37	3.37	3.14	3.33	3.23	3.45	3.40	3.35	3.30	3.30	3.30	3.30
Écart oblig. 10 et 2 ans (%)	0.60	-0.72	-0.49	0.04	0.30	0.51	0.62	0.70	0.70	0.65	0.65	0.65	0.65
ÉTATS-UNIS													
Taux cible des fonds fédéraux (%)	4.50	5.50	5.50	5.00	4.50	4.50	4.50	4.00	3.75	3.75	3.25	3.00	3.00
Taux bons du Trésor 3 mois (%)	4.22	5.23	5.22	4.52	4.23	4.21	4.31	3.80	3.65	3.40	3.00	2.90	2.90
Taux bons du Trésor 2 ans (%)	3.84	4.59	4.71	3.66	4.25	3.89	3.80	3.55	3.30	3.05	3.00	3.00	3.00
Taux bons du Trésor 5 ans (%)	3.93	4.21	4.33	3.58	4.38	3.96	3.91	3.80	3.60	3.55	3.45	3.45	3.45
Taux bons du Trésor 10 ans (%)	4.31	4.20	4.36	3.81	4.58	4.23	4.32	4.20	4.00	3.80	3.75	3.75	3.75
Taux bons du Trésor 30 ans (%)	4.80	4.34	4.51	4.14	4.78	4.59	4.82	4.60	4.38	4.15	4.05	4.05	4.05
Écart bons du Trésor 10 et 2 ans (%)	0.48	-0.39	-0.35	0.15	0.33	0.34	0.52	0.65	0.70	0.75	0.75	0.75	0.75
ÉCART CANADA - É.-U.													
Écart bons du Trésor 3 mois Can - É.-U.	-1.58	-0.24	-0.58	-0.56	-1.07	-1.59	-1.93	-1.55	-1.40	-1.15	-0.75	-0.65	-0.65
Écart bons du Trésor 10 ans Can - É.-U.	-1.16	-0.75	-0.86	-0.86	-1.35	-1.26	-1.09	-1.10	-0.95	-0.80	-0.75	-0.75	-0.75

P : Prévisions des Services économiques TD, mai 2025. 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 8-mai	2024				2025				2026			
			T1	T2	T3	T4	T1	T2P	T3P	T4P	T1P	T2P	T3P	T4P
Taux de change au dollar U.S.														
Yuan chinois	CNY par USD	7.24	7.22	7.27	7.02	7.30	7.26	7.40	7.35	7.30	7.25	7.20	7.15	7.10
Yen japonais	JPY par USD	145	151	161	143	157	150	148	147	145	145	144	143	143
Euro	USD par EUR	1.13	1.08	1.07	1.12	1.04	1.08	1.10	1.12	1.14	1.17	1.19	1.20	1.20
Livre sterling	USD par GBP	1.33	1.26	1.26	1.34	1.25	1.29	1.30	1.33	1.35	1.38	1.40	1.40	1.40
Dollar canadien	CAD par USD	1.39	1.35	1.37	1.35	1.44	1.44	1.39	1.38	1.37	1.36	1.35	1.34	1.33
Dollar australien	USD par AUD	0.64	0.65	0.67	0.69	0.62	0.62	0.63	0.65	0.66	0.67	0.68	0.68	
Dollar néo-zélandais	USD par NZD	0.59	0.60	0.61	0.64	0.56	0.57	0.56	0.58	0.59	0.60	0.61	0.62	0.62
Taux de change à l'euro														
Dollar U.S.	USD par EUR	1.13	1.08	1.07	1.12	1.04	1.08	1.10	1.12	1.14	1.17	1.19	1.20	1.20
Yen japonais	JPY par EUR	164	163	172	160	163	162	163	165	166	169	171	172	171
Livre sterling	GBP par EUR	0.85	0.85	0.85	0.83	0.83	0.84	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.86	0.86
Dollar canadien	CAD par EUR	1.57	1.46	1.47	1.51	1.49	1.55	1.53	1.55	1.57	1.59	1.61	1.61	1.60
Dollar australien	AUD par EUR	1.76	1.65	1.60	1.61	1.67	1.73	1.77	1.77	1.77	1.77	1.77	1.77	1.77
Dollar néo-zélandais	NZD par EUR	1.91	1.80	1.76	1.75	1.85	1.91	1.95	1.95	1.95	1.95	1.95	1.95	1.95
Taux de change au yen japonais														
Dollar U.S.	JPY par USD	145	151	161	143	157	150	148	147	145	145	144	143	143
Euro	JPY par EUR	164	163	172	160	163	162	163	165	166	169	171	172	171
Livre sterling	JPY par GBP	193	191	203	192	197	193	193	195	197	200	202	201	200
Dollar canadien	JPY par CAD	104.2	111.7	117.6	106.0	109.3	104.2	106.8	106.5	106.2	106.4	106.7	106.9	107.2
Dollar australien	JPY par AUD	92.9	98.7	107.4	99.3	97.3	93.5	92.0	92.9	93.8	95.2	96.6	96.9	96.4
Dollar néo-zélandais	JPY par NZD	85.8	90.5	98.1	91.2	88.1	84.9	83.6	84.4	85.2	86.5	87.8	88.1	87.6
Taux de change au dollar canadien														
Dollar U.S.	USD par CAD	0.72	0.74	0.73	0.74	0.69	0.70	0.72	0.73	0.73	0.74	0.74	0.75	0.75
Yen japonais	JPY par CAD	104.2	111.7	117.6	106.0	109.3	104.2	106.8	106.5	106.2	106.4	106.7	106.9	107.2
Euro	CAD par EUR	1.57	1.46	1.47	1.51	1.49	1.55	1.53	1.55	1.57	1.59	1.61	1.61	1.60
Livre sterling	CAD par GBP	1.85	1.71	1.73	1.81	1.80	1.85	1.81	1.83	1.85	1.88	1.89	1.88	1.86
Dollar australien	AUD par CAD	1.12	1.13	1.09	1.07	1.12	1.11	1.16	1.15	1.13	1.12	1.10	1.10	1.11
Dollar néo-zélandais	NZD par CAD	1.21	1.23	1.20	1.16	1.24	1.23	1.28	1.26	1.25	1.23	1.22	1.22	1.22

P : Prévisions des Services économiques TD, mai 2025. Toutes les prévisions sont de fin de période.

Sources : Réserve fédérale, Bloomberg.

Marchés boursiers mondiaux

Principaux indices boursiers	Prix au 29-avr.	% var. 30 jrs	% var. 2025	Sommet 52 sem.	Creux 52 sem.
Indice S&P 500	5,530	-0.9	-6.0	6,144	4,983
Ind. comp. S&P/TSX	24,782	0.1	0.2	25,808	21,517
Indice DAX	22,362	-0.4	12.3	23,419	17,339
Indice FTSE 100	8,440	-2.5	3.3	8,871	7,679
Indice Nikkei	35,840	-3.4	-10.2	42,224	31,137
Indice MSCI AC Monde*	827	-0.3	-1.7	888	743

* 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.