

Aux politiciens de jouer

- **L'économie mondiale connaît un passage à vide et la croissance s'essouffle.** Divers signes indiquent toutefois que le pire est passé.
- **L'expansion économique repose sur des bases fragiles. Les investisseurs sont nerveux, dans un contexte où la confiance est essentielle à la poursuite de la croissance.** L'économie mondiale est particulièrement sensible aux politiques mal avisées, notamment aux menaces du président Trump de revoir les modalités du commerce avec les États-Unis.

La croissance de l'économie mondiale ralentit bel et bien, mais les risques que cet épisode se prolonge semblent surfaits. En effet, la morosité actuelle est en partie attribuable à des politiques adoptées en toute connaissance de cause. Ainsi, au Canada, aux États-Unis et au Royaume-Uni, les banques centrales ont poursuivi durant les dernières années une politique de resserrement monétaire visant à endiguer les pressions inflationnistes. L'objectif était de juguler la croissance, mais de façon nuancée si l'on se fie au caractère graduel des hausses de taux appliquées et à leurs répercussions limitées sur la courbe des taux.

Le fléchissement actuel s'explique également par des maladresses en matière de politique qui auraient pu être évitées. Il ne fait aucun doute que la guerre commerciale entre la Chine et les États-Unis a assombri les perspectives de l'économie mondiale et causé une décélération du taux d'expansion économique en Chine et aux États-Unis, tout en se faisant sentir dans d'autres parties du monde, surtout peut-être en Allemagne. Même si les tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis semblent s'apaiser, elles auront causé – comme nous l'appréhendons depuis longtemps – des blessures qui prendront du temps à se cicatriser, ce qu'illustre le graphique des échanges commerciaux à l'échelle mondiale (graphique 1). En Europe et au Royaume-Uni, les cafouillages liés au Brexit (la sortie de l'Union européenne aurait nui au Royaume-Uni même si elle s'était bien déroulée) pèsent sur la croissance de l'économie du Royaume-Uni et font croître l'incertitude des deux côtés de la Manche. Si on ajoute au tableau la longue crise des Gilets jaunes en France, on réalise que la situation est beaucoup plus préoccupante en Europe qu'elle ne l'était il y a quelques mois. En Chine, le bras de fer avec les États-Unis a causé du tort à l'économie, mais au fond, il n'a fait qu'accélérer le ralentissement provoqué par les décideurs chinois, qui continuent de gérer la transition structurelle visant à défaire la Chine de sa dépendance à l'égard de la demande étrangère pour favoriser la croissance intérieure. La détérioration des perspectives économiques mondiales à la fin de la dernière année a considérablement perturbé les marchés boursiers mondiaux, ce qui, en conjonction avec la récente inversion temporaire de la courbe des taux aux États-Unis, a amené de nombreux analystes à s'inquiéter d'une éventuelle récession.

Toutefois, ces préoccupations semblent en bonne partie exagérées, même s'il y a des raisons de rester prudents. La Réserve fédérale américaine (FED) a clairement indiqué que le resserrement de sa politique monétaire serait moins prononcé qu'elle le jugeait auparavant nécessaire. De plus, il semble que la guerre commerciale entre la Chine et les États-Unis cessera bientôt. Dans cette conjoncture, les marchés boursiers de la planète ont fortement rebondi depuis leur creux de l'automne dernier (graphique 2). En Chine, les mesures de politique monétaire adoptées récemment pour stimuler une croissance freinée par un ralentissement de l'activité semblent rapidement porter des fruits, ce qui explique la résurgence des actions chinoises. En Europe, la Banque centrale européenne (BCE) a clairement indiqué qu'elle était prête à agir au besoin, et ce, même si certains pays ont adopté des mesures de stimulation budgétaire et que les indicateurs du secteur des services montrent une embellie. Au Canada, les cours du pétrole se sont envolés pour atteindre leur plus haut niveau depuis un an et, hormis ce sommet, depuis 2014. Ensemble,

RENSEIGNEMENTS

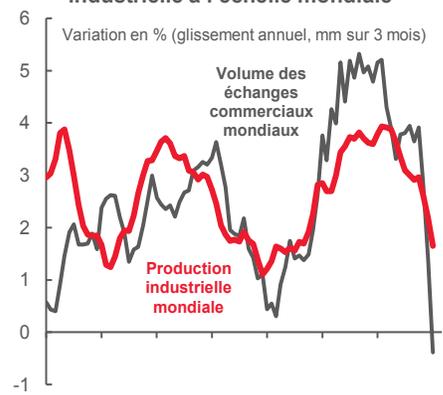
Jean-François Perrault, PVP et économiste en chef
 416.866.4214
 Études économiques de la Banque Scotia
jean-francois.perrault@scotiabank.com

SOMMAIRE

Tour d'horizon	1–2
Canada	3–6
Les provinces	7–9
États-Unis	10–13
La politique monétaire et les marchés financiers aux États-Unis et au Canada	14–24
Mexique	25–27
Amérique latine	28–33
Royaume-Uni	34
Zone euro	35–36
Asie-Pacifique	37–45
Produits de base	46–49
Marché des changes	50–52
Tableaux des prévisions sommaires	A1–A3

Graphique 1

Échanges commerciaux et production industrielle à l'échelle mondiale



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

ces nouvelles favorables donnent à penser que beaucoup d'analystes font preuve d'un pessimisme excessif. Par exemple, ils ne semblent pas tenir compte du fait que les prévisions consensuelles pour l'économie américaine en 2019 se situent légèrement au-dessus de la barre de 2,5 %. À moins que les économistes se trompent complètement, les risques d'une récession semblent largement exagérés au vu des paramètres financiers faisant état d'un tel risque.

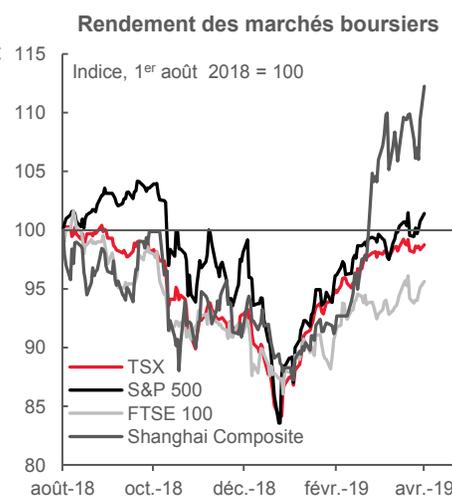
Bien que, pour les raisons que nous venons d'invoquer, nous ne croyions pas que le passage à vide de l'économie durera longtemps, la conjoncture économique demeure fragile. Avant d'adopter d'autres mesures, les banques centrales du Canada et des États-Unis auront besoin de nouvelles données prouvant de manière probante que l'essoufflement de l'économie est temporaire, ce qui prendra un certain temps.

Même si des mesures sont en place pour contrer le ralentissement, l'économie mondiale reste exposée à de mauvaises politiques. C'est le cas notamment aux États-Unis, où le président Trump en mène large et multiplie les décisions néfastes. Par exemple, sa menace de fermer la frontière avec le Mexique pourrait avoir des effets désastreux sur l'économie américaine. M. Trump semble, pour l'instant, avoir reculé en raison des dommages que cette mesure pourrait causer, mais il a tendance à changer rapidement son fusil d'épaule. En outre, il semble faire peu de cas des engagements de son pays, comme le montre sa menace d'imposer des tarifs sur les automobiles et les pièces d'automobiles fabriquées au Mexique même si un accord conclu par sa propre administration excluait explicitement le Mexique (et le Canada) de futurs tarifs douaniers. Le déficit commercial des États-Unis étant en voie de franchir la barre du billion de dollars d'ici la fin du mandat de M. Trump (en raison principalement de ses propres décisions), il faut s'attendre à de nouveaux coups de gueule de la part du président, dont les mesures adoptées ou brandies comme des menaces deviendront de plus en plus dommageables. À ce stade du cycle, la confiance joue un rôle essentiel dans la poursuite de l'expansion, et les initiatives malencontreuses de M. Trump pour rendre à l'Amérique sa grandeur pourraient bien avoir l'effet contraire.

Tableau 1

PIB réel mondial	2000–17	2017	2018	2019p	2020p
	(variation annuelle, en %)				
Monde (en PPA)	3,9	3,8	3,7	3,2	3,3
Canada	2,1	3,0	1,8	1,6	2,1
États-Unis	2,0	2,2	2,9	2,4	1,9
Mexique	2,2	2,1	2,0	1,4	1,3
Royaume-Uni	1,9	1,8	1,4	1,1	1,2
Zone euro	1,4	2,4	1,8	1,1	1,5
Allemagne	1,4	2,2	1,4	0,9	1,4
France	1,4	2,2	1,5	1,3	1,4
Chine	9,3	6,8	6,6	6,2	6,0
Inde	7,1	6,7	7,3	7,0	7,3
Japon	0,9	1,9	0,8	0,8	0,7
Corée du sud	4,1	3,1	2,7	2,5	2,5
Australie	2,9	2,4	2,8	2,5	2,5
Thaïlande	4,1	4,0	4,1	3,8	3,5
Brésil	2,5	1,1	1,1	1,9	2,2
Colombie	3,9	1,8	2,6	3,4	3,8
Pérou	5,0	2,5	4,0	4,0	4,0
Chili	3,9	1,5	4,0	3,2	3,2

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Statistique Canada, BEA, BLS, FMI, Bloomberg.

Graphique 2


Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Canada

LA LUEUR AU BOUT DU PASSAGE À VIDE

- La croissance supérieure au potentiel devrait reprendre au T2 puisque les facteurs qui expliquent le passage à vide au T4 de 2018 et au T1 de 2019 s'inversent.
- La brusque envolée des marchés boursiers, la hausse très importante des cours du pétrole, la vigueur soutenue de l'emploi et l'augmentation des commandes non exécutées laissent entrevoir un élan de croissance dès le début du T2 de 2019.
- Nous ne nous en remettons pas trop massivement à la courbe des rendements. Le risque d'une récession reste très faible.

Le meilleur moyen de caractériser la divergence de points de vue à propos de l'économie canadienne consiste peut-être à se demander si le verre est à moitié plein ou à moitié vide. À l'évidence, le Canada traverse un passage à vide. Il ne fait aucun doute que dans le dernier trimestre de 2018, la croissance a été léthargique. Jusqu'à maintenant pour le premier trimestre, les statistiques laissent entendre que la croissance est plus forte, même si elle est toujours bien en deçà du potentiel. Quelle sera la durée de ce passage à vide? Ceux qui croient que cette léthargie se poursuivra pointent les signes d'un ralentissement de la croissance aux États-Unis et en Europe, le repli du volume des échanges commerciaux dans le monde, l'inversion de la courbe des rendements et la baisse de la confiance des entreprises et des consommateurs. Si ces facteurs interviennent pour tenir en laisse la croissance dans une certaine mesure, les fondamentaux restent généralement solides et nos modèles continuent de laisser entendre que la probabilité d'une récession au Canada est très faible (graphique 1). En outre, certains facteurs permettent de croire que l'activité rebondira dès le début du deuxième trimestre et qu'elle restera nettement supérieure à notre estimation de la croissance potentielle (1,7 %) jusqu'à la fin de l'année et au début de 2020.

Ce qui explique essentiellement notre optimisme, c'est l'inversion des facteurs qui ont donné lieu à la réduction des prévisions de croissance pour le Canada l'automne dernier. À l'époque, les marchés boursiers se corrigeaient brusquement parce que l'on craignait que la guerre commerciale entre la Chine et les États-Unis s'envenime et que la Réserve fédérale, en mode d'autopilotage, rehausse les taux malgré les inquiétudes fondées sur le marché et voulant que l'économie puisse tomber en récession. Ces inquiétudes ont donné lieu à une correction mondiale des marchés boursiers (graphique 2). Le Canada n'était pas immunisé contre ce douchage des marchés boursiers. La réduction de la richesse financière qui en a découlé a été aggravée par l'atonie du marché du logement, qui a fait baisser la richesse immobilière. Le déclin de la richesse a servi de frein à la consommation, mais a aussi eu pour effet d'accroître le coût des fonds propres pour les entreprises qui souhaitent investir, tout en multipliant les incertitudes à propos des perspectives, puisque certains observateurs ont noté que l'affaissement des marchés boursiers était le signe certain d'une prochaine récession.

Ces facteurs ont été aggravés par les difficultés aiguës de l'emport du pétrole de l'Ouest canadien et par les déplorables lacunes qui ont continué d'affliger la capacité pipelinrière dans un environnement marqué par la léthargie des cours mondiaux du pétrole. Le résultat net a été le brutal plongeon du cours du WCS (Western Canadian Select) en chiffres absolus et par rapport aux indices repères internationaux du pétrole (graphique 3). Il s'agissait aussi d'un choc sur la richesse pour l'économie canadienne. L'intervention du gouvernement de l'Alberta pour limiter la production pétrolière de cette province au 1^{er} janvier a fait baisser le nombre de barils produits en Alberta, même si l'industrie avait commencé à comprimer la production de sa propre initiative dans les derniers mois de 2018. C'est aussi ce qui a contribué au pessimisme ressenti par les analystes.

RENSEIGNEMENTS

Jean-François Perrault, PVP et économiste en chef

416.866.4214
 Études économiques de la Banque Scotia
jean-francois.perrault@scotiabank.com

Brett House, VP et économiste en chef adjoint

416.863.7463
 Études économiques de la Banque Scotia
brett.house@scotiabank.com

Juan Manuel Herrera, économiste

416.866.6781
 Études économiques de la Banque Scotia
juanmanuel.herrera@scotiabank.com

René Lalonde, premier directeur, Recherche

416.862.3174
 Études économiques de la Banque Scotia
rene.lalonde@scotiabank.com

Nikita Perevalov, économiste principal

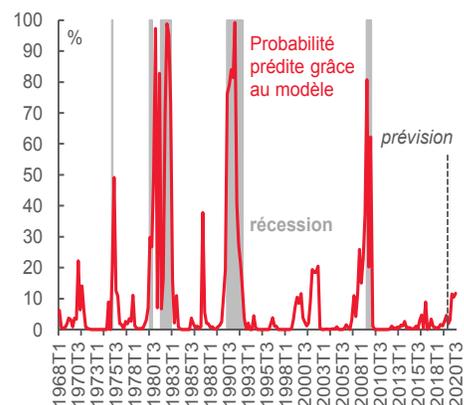
416.866.4205
 Études économiques de la Banque Scotia
nikita.perevalov@scotiabank.com

Canada	2017	2018	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	3,0	1,8	1,6	2,1
IPC (% sur un an, fp)	1,8	2,0	1,5	2,0
Taux directeur banque centrale (% , fp)	1,00	1,75	2,00	2,25
Dollar canadien (CAD-USD, fp)	0,80	0,73	0,78	0,81

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1

Probabilité d'une récession au Canada



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Haver Analytics.

La baisse de la richesse boursière et immobilière et le recul des cours du pétrole et de la production pétrolière nous ont amenés à rogner un demi-point de pourcentage sur nos prévisions de la croissance canadienne en 2019.

Tout a changé en quelques mois

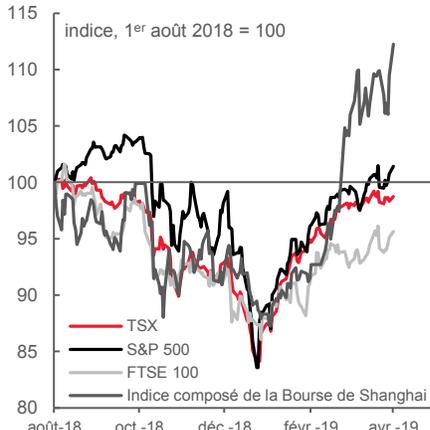
Depuis cette dégradation majeure de la croissance canadienne, les marchés boursiers ont repris du poil de la bête et culminent à des sommets quasi absolus, et le WCS a monté de 40 \$ par rapport aux creux atteints en novembre 2018. Ces deux bonnes nouvelles sont de puissants facteurs qui portent l'activité économique et qui mettent en lumière le caractère provisoire du passage à vide que traverse le Canada, même si le contingentement de la production pétrolière aura un impact durable sur le nombre de barils produits en Alberta. Nos prévisions actuelles sur le WCS établissent le prix à une moyenne de 44 \$ le baril en 2019 (contre 54 \$ environ le baril à l'heure actuelle) ce qui est nettement supérieur à la moyenne de 2018 et ce qui constitue son plus haut depuis 2014. D'après notre modèle, chaque variation de 10 % du cours du pétrole représente environ 0,1 point de pourcentage de plus pour le niveau du PIB canadien (graphique 4), de sorte que l'augmentation par rapport à l'an dernier aura une incidence significative sur la croissance au fur et à mesure que l'année avance. De plus, si nos prévisions sont trop pessimistes, il reste une marge pour un relèvement plus important lié au pétrole cette année et l'an prochain malgré l'absence chronique d'oléoducs.

Si on porte le regard au-delà des marchés financiers, on relève d'assez nombreux signes de résilience dans les statistiques économiques objectives. Le marché du travail canadien est déchaîné : rien qu'en février, il s'est créé près de 50 000 emplois à temps plein, et dans les 12 derniers mois, près de 400 000 (graphique 5). L'offre de main-d'œuvre reste une préoccupation prioritaire pour les entreprises : près de 40 % des entreprises sondées par la Banque du Canada font état de pénuries de main-d'œuvre qui les empêchent de répondre à la demande. Les pénuries de main-d'œuvre semblent se traduire en définitive par des pressions sur les salaires, dont la croissance s'est accélérée pour atteindre le rythme le plus fulgurant dans une année (graphique 6).

Dans l'ensemble, la très forte croissance de l'emploi et les salaires de plus en plus élevés laissent entendre que la progression des revenus des travailleurs est solide et qu'elle pourrait étayer la consommation à terme. L'augmentation des ventes de voitures constatée depuis le début de l'année (graphique 7) pourrait constituer un indice précoce de cette progression. Nous nous attendons à ce que la consommation se relève à la fin de 2019 et au début de 2020. L'effet du durcissement des règles de l'accès au logement et les relents des cycles antérieurs de la relance budgétaire menés grâce à l'Allocation canadienne pour enfants devraient parvenir à maturité, et les solides gains des salaires et des revenus, ainsi que la très forte croissance récente de l'emploi, devraient commencer à confirmer notre projection sur l'amélioration des perspectives de la consommation en 2020. Les dépenses de consommation devraient aussi être étayées par le récent revirement de la croissance du crédit des ménages, qui semble avoir atteint son creux au milieu de 2018. Le crédit hypothécaire résidentiel a mené une remontée tendancielle dans l'expansion du crédit dans son ensemble sur un mois en février 2019. Les bilans des ménages restent vigoureux, grâce à des ratios actifs-passifs élevés, à de fortes positions en fonds propres dans les avoirs immobiliers et à la stabilité dans les faillites des consommateurs. En outre, moins de la moitié des ménages canadiens ont toujours des prêts hypothécaires, ce qui amoindrit l'impact des éventuelles hausses de taux de la Banque du Canada. Les soldes des marges de crédit hypothécaires ont augmenté sensiblement dans les derniers mois, en surclassant la croissance dans les autres formes de crédit des ménages; or, la part des soldes des marges de crédit hypothécaire servant à financer la consolidation et le remboursement des dettes baisse depuis 2016.

Graphique 2

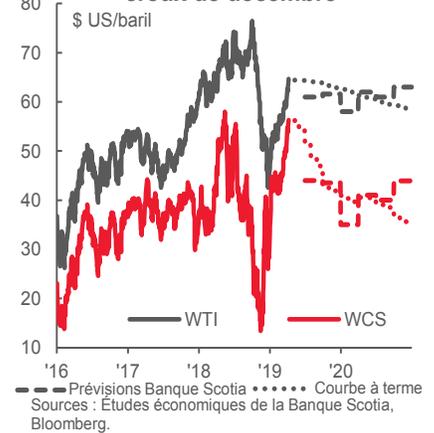
Le rendement des marchés boursiers



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

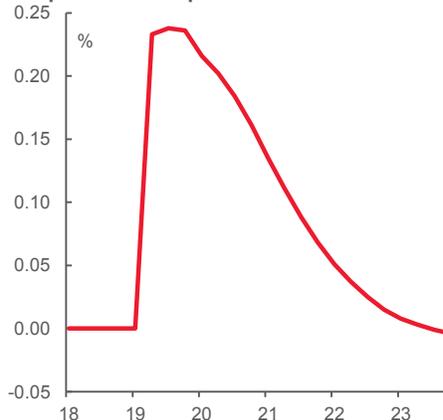
Graphique 3

Les cours mondiaux du pétrole consolident la reprise après les creux de décembre



Graphique 4

Effet d'une hausse de 10 % du cours du pétrole sur la production canadienne



Source : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 5

L'emploi au Canada



La vigueur de la demande d'emploi s'explique probablement en partie par des ventes toujours aussi vigoureuses, de concert avec les fortes contraintes de la capacité (graphique 8). Toujours selon la Banque du Canada, près de 60 % des entreprises qu'elle sonde font savoir qu'elles éprouvent certaines difficultés ou des difficultés majeures quand il s'agit de répondre à la demande croissante. Ces pressions sur la capacité devraient déclencher une augmentation des dépenses en immobilisations des entreprises, ce qui ne s'est toutefois pas encore produit, puisque l'investissement des entreprises a plongé dans chacun des trois derniers trimestres de 2018. La cause immédiate de ce déclin de l'investissement semble correspondre aux difficultés permanentes de l'emport dans le secteur pétrolier, de concert avec les craintes sur la durabilité de la croissance, compte tenu de la litanie de faits nouveaux qui se sont produits l'année dernière. Jusqu'à maintenant, les entreprises ont pu compter sur les marchés du travail pour accroître leur production; pourtant, en raison des fortes pénuries de main-d'œuvre et de la hausse des salaires, les entreprises repensent leur bouquet de capitaux et de main-d'œuvre. C'est pourquoi Statistique Canada fait savoir que les entreprises sondées dans la période comprise entre septembre 2018 et janvier 2019 — au cours de laquelle l'incertitude a culminé — planifient désormais d'accroître leurs dépenses en immobilisations au rythme le plus fulgurant depuis 2014 (graphique 9). Nous exprimons toujours un point de vue prudent et raisonnable sur l'investissement des entreprises au Canada en 2019 (avec une croissance de 0,5 %); toutefois, nous nous attendons à ce que l'investissement s'accroisse considérablement en 2020 avec la reprise des projets de ressources naturelles.

Graphique 6
Canada : gains horaires moyens des employés salariés



Graphique 8
Commandes non exécutées au Canada



Graphique 7
Ventes de véhicules au Canada



Graphique 9
Dépenses en immobilisations au Canada : intentions et résultats réels

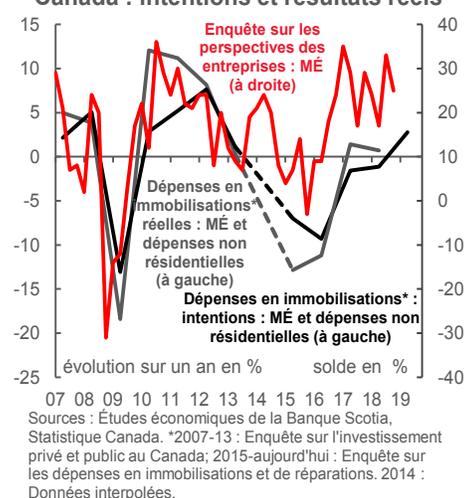


Tableau 1

Prévisions canadiennes trimestrielles	2018		2019				2020			
	T3	T4	T1e	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Économique										
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	2,0	0,4	1,1	2,2	2,4	2,4	2,4	1,9	1,5	1,2
PIB réel (variation annuelle en %)	1,9	1,6	1,5	1,5	1,5	2,0	2,3	2,3	2,0	1,7
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	2,7	2,0	1,4	1,4	1,4	1,5	1,8	2,0	2,1	2,0
Moyenne des nouveaux indices de référence (évolution sur un an, en %)	2,0	1,9	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0
Financier										
Dollar canadien (USD/CAD)	1,29	1,36	1,33	1,32	1,30	1,28	1,25	1,25	1,23	1,23
Dollar canadien (CAD/USD)	0,77	0,73	0,75	0,76	0,77	0,78	0,80	0,80	0,81	0,81
Taux à un jour de la Banque du Canada (%)	1,50	1,75	1,75	1,75	1,75	2,00	2,00	2,25	2,25	2,25
Bon du Trésor à 3 mois (%)	1,58	1,65	1,67	1,75	1,80	2,00	2,05	2,25	2,25	2,25
Obligation du Canada à 2 ans (%)	2,21	1,86	1,55	1,70	1,80	2,05	2,10	2,30	2,30	2,30
Obligation du Canada à 5 ans (%)	2,34	1,89	1,52	1,75	1,90	2,10	2,20	2,35	2,35	2,35
Obligation du Canada à 10 ans (%)	2,43	1,97	1,62	1,80	2,00	2,20	2,35	2,45	2,45	2,45
Obligation du Canada à 30 ans (%)	2,42	2,18	1,89	2,10	2,20	2,40	2,50	2,75	2,75	2,75

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Statistique Canada, Bloomberg.

Les travaux consacrés au projet Kitimat de LNG Canada devraient rehausser considérablement la croissance à mesure que l'année avance et produire sur la croissance un effet culminant en 2020; nous croyons que l'activité liée à la construction rehaussera alors la croissance nationale de 0,2 point de pourcentage. En outre, d'autres entreprises envisagent désormais d'accroître leurs plans actuels de GNL, ce qui laisse entrevoir dans une certaine mesure un risque de hausse de l'activité sur l'horizon prévisionnel.

Si nous croyons que les signes laissent entrevoir un rebond dès le T2, il y a bien sûr des risques que ce rebond ne se produise pas. Il ne fait aucun doute que la croissance mondiale se ralentit, et les risques pour les perspectives sont orientés à la baisse. Même si les statistiques des enquêtes laissent entendre le contraire, les entreprises pourraient s'abstenir d'investir dans les immobilisations, ce qu'elles ont fait pendant l'essentiel de l'année écoulée. Nos perspectives tablent sur une hausse très modeste de 0,5 % de l'investissement des entreprises en 2019; c'est pourquoi nous ne comptons pas sur cet investissement comme moteur de croissance. Pourtant, les inquiétudes sur les perspectives et la conjoncture politique tumultueuse au Canada pourraient amener les entreprises à réduire encore leurs investissements malgré leurs intentions avouées. La performance des exportations canadiennes reste décevante, et les courants des échanges commerciaux mondiaux laissent entendre qu'il n'y a guère de motif d'être optimiste à propos d'un revirement de situation, même si la production pétrolière de l'Alberta augmente durant l'année. Pour ce qui est des ménages, même si la croissance de l'emploi a été très forte et qu'il y a des signes montrant que la croissance des salaires remonte de nouveau, l'endettement et la charge de la dette restent considérables, et le marché du logement est toujours aussi terne. Puisque nous sommes en fin de cycle, il se pourrait que les ménages décident de consacrer les gains de leurs revenus à la réduction de leurs dettes plutôt qu'à des biens de consommation.

Tableau 2

Canada	2000-17	2017	2018	2019p	2020p
(variation annuelle en %, sauf indication contraire)					
PIB réel	2,1	3,0	1,8	1,6	2,1
Dépenses de consommation	2,9	3,5	2,1	1,5	1,9
Investissement dans le secteur résidentiel	3,6	2,4	-2,3	-2,9	2,1
Investissements des entreprises	2,2	2,2	2,0	0,5	6,8
Gouvernement	2,2	2,7	2,7	1,2	1,7
Exportations	1,3	1,1	3,3	2,4	2,3
Importations	3,0	4,2	2,9	0,3	3,1
PIB nominal	4,3	5,6	3,6	2,6	4,6
Indice implicite du PIB	2,1	2,6	1,7	0,9	2,4
Indice des prix à la consommation (IPC)	1,9	1,6	2,3	1,4	2,0
IPC de base (IPCX)	1,6	1,6	1,9	1,8	2,0
Bénéfices des sociétés avant impôts	0,0	20,1	0,5	-4,7	2,1
Emploi	1,4	1,9	1,3	1,6	0,7
Taux de chômage (en %)	7,1	6,3	5,8	5,8	5,9
Solde des paiements courants (en G\$ CA)	-18,7	-59,4	-58,7	-60,9	-62,8
Balance commerciale (en G\$ CA)	22,9	-23,9	-21,5	-30,1	-35,5
Solde budgétaire fédéral (en G\$ CA)	-3,6	-17,8	-19,0	-18,1	-19,6
pourcentage du PIB	-0,2	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8
Mises en chantier (en milliers)	200	220	213	202	200
Ventes de véhicules motorisés (en milliers)	1 678	2 034	1 984	1 930	1 900
Production industrielle	0,0	4,9	2,6	0,6	2,2
Pétrole WTI (\$ US/baril)	62	51	65	59	61
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	4,83	3,02	3,07	2,90	2,90

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Statistique Canada, SCHL, Bloomberg.

Les provinces

RÉSUMÉ

- La croissance au 4^e trimestre de 2018 et au 1^{er} trimestre de 2019 étant inférieure à nos projections initiales, nous avons revu à la baisse nos prévisions portant sur certaines provinces pour 2019. Par contre, nous avons revu légèrement à la hausse nos projections pour 2020.
- L'économie de la plupart des provinces semble néanmoins bien se porter, et nous prévoyons toujours que la Colombie-Britannique affichera la croissance la plus élevée en 2020. Les pénuries de main-d'œuvre et les élans protectionnistes demeurent les principaux risques.
- Plusieurs provinces ont amélioré leur situation budgétaire, et les plans budgétaires récemment publiés ou à venir présentent un éventail de priorités en matière de politiques.

AU-DELÀ DU PASSAGE À VIDE DE LA FIN 2018, LES FONDAMENTAUX DEMEURENT SOLIDES

L'essoufflement de la croissance canadienne s'est fait sentir dans plusieurs régions.

L'investissement réel des entreprises dans le marché non résidentiel, facteur clé de l'étiologie de l'économie à l'échelle nationale, a plongé de 3,9 % (en glissement trimestriel et en données annualisées) au Québec au 4^e trimestre de 2018. Cette chute a accentué le recul enregistré dans la Belle Province depuis les gains réalisés en 2017 et au début de 2018, gains qui étaient largement attribuables aux pressions exercées sur la capacité. Notons que les dépenses en immobilisations ont, jusqu'à présent, suivi la même tendance en Ontario (graphique 1). En Alberta, les activités de forage, vraisemblablement freinées par la baisse des cours du pétrole, ont considérablement ralenti en novembre. Elles ont ensuite chuté de plus de 20 % en glissement annuel en décembre, atteignant le deuxième niveau le plus bas jamais enregistré au cours de ce mois.

Même si le ralentissement enregistré à la fin de 2018 s'est fait sentir au début de 2019, nous prévoyons un retour à une croissance plus soutenue au 2^e semestre. Afin de compléter les mesures d'amortissement accéléré mises en place par le gouvernement fédéral, la Colombie-Britannique, l'Ontario et la Nouvelle-Écosse ont alloué des fonds pour accroître la déduction des dépenses d'investissement, alors que le Québec a ajouté de généreuses mesures incitatives en décembre. Quelque part dans l'année, les travaux devraient s'amorcer rapidement au terminal d'exportation de gaz naturel liquéfié (GNL) de Kitimat, ce qui devrait faire bondir les dépenses en immobilisations de près de 14 milliards de dollars en Colombie-Britannique en 2019-2020 et porter cette province au sommet du tableau de croissance pour ces deux années. De plus, la vigueur de la création d'emplois à temps plein constatée dans la plupart des régions depuis le début de l'année 2019 devrait soutenir les dépenses des consommateurs, malgré l'abandon progressif des mesures de stimulation monétaire (graphique 2).

Nos prévisions pour l'Alberta sont déterminées par les limites de production de pétrole lourd mises en place pour réduire l'écart entre les cours du lourd et du léger. Cette réduction devrait plomber la production dans les secteurs clés du gaz et du pétrole au cours de l'année. Les retards dans la construction de l'oléoduc de la Ligne 3 peseront probablement eux aussi sur l'écart des cours tout au long de l'horizon prévisionnel, prolongeant la période de redressement de l'investissement dans cette province. Hormis la morosité du secteur pétrolier, il y a certaines raisons d'être optimistes, puisque les travaux de construction d'installations pétrochimiques et d'une usine de traitement des pommes de terre devraient progresser au cours de l'année.

Les gains stables, quoique plus modestes, du secteur de l'exportation sont une autre des raisons pour lesquelles nous prévoyons un retour à une croissance économique soutenue. Selon nous, l'apaisement des tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis contribuera à une hausse, dans la plupart des provinces, de la demande des États-Unis en biens importés. Cette hausse peut en bonne partie s'expliquer par la croissance plus modeste, mais néanmoins soutenue,

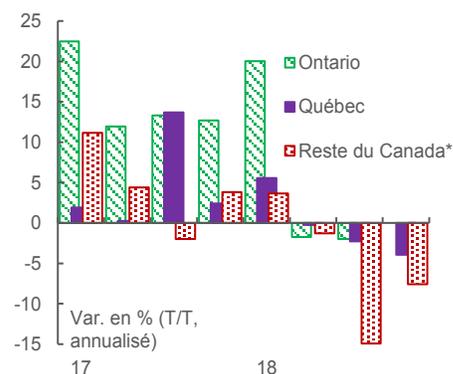
RENSEIGNEMENTS

Marc Desormeaux, économiste, Provinces
 416.866.4733
 Études économiques de la Banque Scotia
marc.desormeaux@scotiabank.com

Rebekah Young, première directrice, Politiques économiques provinciales et fiscales
 416.862.3876
 Scotiabank Economics
rebekah.young@scotiabank.com

Graphique 1

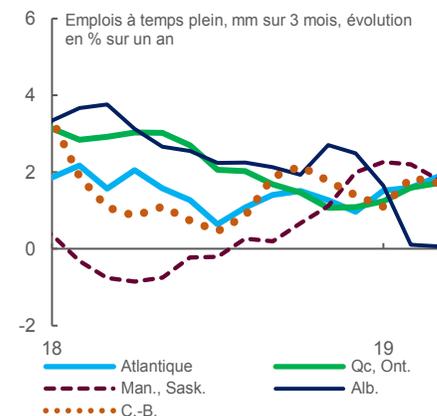
Repli de l'investissement des entreprises



T4-2018 – Données excluant le Québec. Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Statistique Canada, ministère des Finances de l'Ontario, Institut de la statistique du Québec.

Graphique 2

Une création d'emplois à temps plein vigoureuse dans la plupart des régions



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Statistique Canada.

enregistrée par nos voisins du Sud. Nous prévoyons également une exemption des tarifs douaniers imposés sur les produits en acier et en aluminium exportés aux États-Unis. De plus, l'Accord de Partenariat transpacifique global et progressiste ouvrira de nouveaux marchés sur les côtes du Pacifique, et les exportations vers la Chine contribueront vraisemblablement à la croissance de nombreuses provinces. C'est le cas de la Colombie-Britannique, qui a de forts liens commerciaux avec ce pays (graphique 3), de Terre-Neuve-et-Labrador, qui connaît un boom pétrolier, et du Manitoba, où les ventes de soya se sont stabilisées.

La pénurie de main-d'œuvre dans plusieurs provinces fait obstacle aux entreprises qui veulent embaucher et prendre de l'expansion. Le taux moyen des postes à pourvoir s'est établi à plus de 3 % dans la moitié des provinces en 2018. Ottawa a revu à la hausse la cible d'admission de nouveaux arrivants d'ici 2021, une bonne nouvelle compte tenu de la rareté de la main-d'œuvre disponible et du vieillissement de la population, surtout pour les régions qui comptent une concentration moins importante d'immigrants (graphique 4). Vu l'actuelle pénurie et la croissance économique modérée, nous sommes sceptiques quant au bien-fondé du plan de réduction de l'immigration prévu par le gouvernement du Québec. Par contre, les nouveaux programmes visant à favoriser l'intégration des immigrants sont de bon augure, car ils sont susceptibles d'améliorer la situation des nouveaux arrivants sur le marché du travail tout en contribuant à la rétention des résidents non permanents.

Après un repli induit par les tests de résistance en 2018, nous prévoyons que les ventes de logements et les prix connaîtront une croissance relativement stable en Ontario et en Colombie-Britannique. Selon les ratios des ventes par rapport aux nouvelles inscriptions, la hausse du prix des logements devrait être moins prononcée dans la région du Grand Golden Horseshoe que lors du pic enregistré au début de 2017, bien que les pressions, notamment sur l'accessibilité, se soient vraisemblablement propagées ailleurs en Ontario. En Colombie-Britannique, les prix continuent de s'ajuster aux taxes entrées en vigueur l'année dernière ainsi qu'aux mesures visant la frange supérieure du marché entrées en vigueur le 1^{er} janvier 2019. L'immigration élevée et la stabilité de la création d'emplois devraient contribuer à maintenir les prix et les loyers relativement élevés par rapport au revenu dans les deux régions, et ce, même si les marges toujours élevées des constructeurs et les politiques adoptées par le gouvernement ont stimulé la construction à des niveaux presque sans précédent.

Depuis la correction des prix du pétrole, les villes des régions pétrolières demeurent aux prises avec un surplus de logements invendus. Nous ne prévoyons aucune hausse importante de la construction ou du prix des logements tant que ce surplus ne sera pas absorbé.

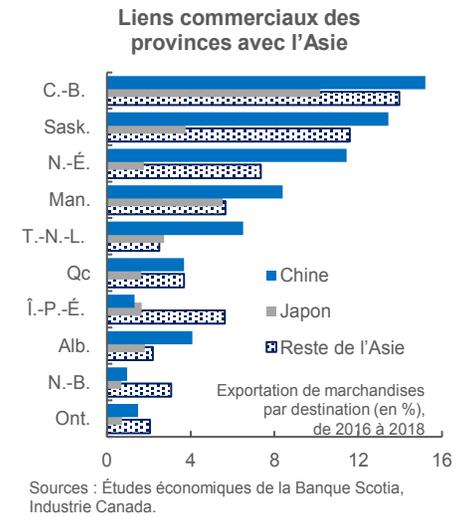
Ailleurs, la construction de logements et les prix devraient progresser au rythme de la création d'emplois et de l'évolution démographique. Le resserrement du marché de l'habitation et des logements locatifs à Montréal et à Ottawa est plus la conséquence d'une conjoncture économique favorable que d'un déséquilibre fondamental entre l'offre et la demande. Les conditions devraient s'assouplir à mesure que l'économie refroidira dans le centre du Canada.

LA SAISON BUDGÉTAIRE 2019 MET EN RELIEF DES DIVERGENCES

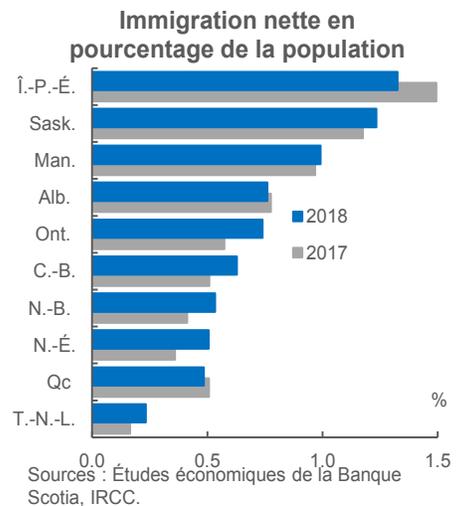
Certaines provinces puiseront dans leurs surplus pour consolider des politiques déjà en vigueur. Afin de soutenir l'offre de logements abordables, le gouvernement de la Colombie-Britannique injectera une partie de ses recettes plus élevées que prévu pour hausser les prestations pour la garde d'enfants, après avoir réduit les frais et investi dans la création de nouvelles places en garderie, tel qu'annoncé en 2018. En Nouvelle-Écosse, le gouvernement entend profiter du redressement des finances publiques pour augmenter ses dépenses en 2020 au-delà de ce qui était prévu au budget, en ciblant les soins de santé et l'éducation. Au Québec, le gouvernement se servira des surplus imprévus de l'exercice 2019 pour réduire les frais de garde d'enfants et les taxes scolaires payées par les propriétaires. Il poursuivra le remboursement accéléré des emprunts annoncé en décembre, augmentant ainsi la cadence des efforts de remboursement de la dette entrepris en 2015 (graphique 5).

D'autres provinces attendront probablement avant de délier les cordons de la bourse. Le gouvernement du Nouveau-Brunswick veut équilibrer son budget et commencer à réduire la dette au cours de l'exercice 2020, ce qu'il fera en coupant dans les dépenses de divers ministères. En parallèle, il évaluera la compétitivité de son régime fiscal. En Saskatchewan, vu l'incertitude qui prévaut dans le secteur de l'énergie, le gouvernement cherchera à contenir les dépenses. De plus, il limitera l'adoption de nouvelles mesures à quelques crédits mineurs sur l'impôt aux particuliers, en route pour l'équilibre budgétaire prévu pour l'exercice 2020.

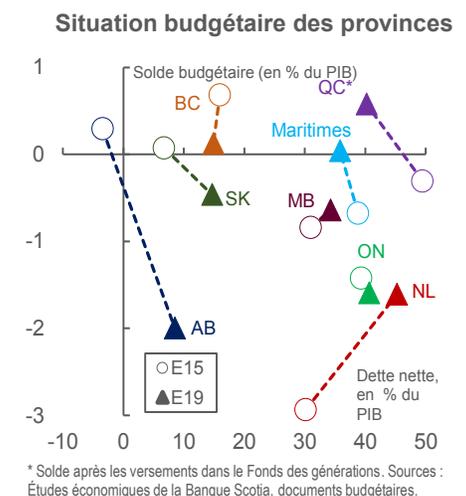
Graphique 3



Graphique 4



Graphique 5



Les plans budgétaires de l'Alberta et de Terre-Neuve-et-Labrador indiquent une poursuite de la réduction des dépenses. Dans cette dernière province, l'objectif est d'enregistrer un surplus budgétaire en 2023, en tablant sur une contraction des dépenses annuelles moyennes de 1,4 % après 2019. Dans la plus récente mise à jour financière de l'Alberta, qui s'est faite dans l'ombre de la campagne électorale, le gouvernement a annoncé que les dépenses pour 2020-2021 seront supérieures de 8 milliards de dollars à ce qui avait été annoncé l'année dernière, de nouveaux investissements devant être effectués dans les infrastructures de transport du pétrole brut pour accroître les capacités de livraison en attendant la construction d'oléoducs. On compte revenir à l'équilibre budgétaire en gelant les dépenses globales au cours des exercices 2023 et 2024. Peu importe le résultat des prochaines élections, le plan budgétaire de l'Alberta à moyen terme devra présenter un équilibre entre la gestion des dépenses et la viabilité des grands projets énergétiques.

Ailleurs, l'orientation de la politique budgétaire à court terme est dictée par les élections. En Ontario, le nouveau gouvernement a déposé son premier budget, qui comprend des mesures pour réduire progressivement le déficit et la dette considérables de la province, regarnir le portefeuille des particuliers et soutenir les entreprises. Au Manitoba, le gouvernement a réalisé l'une de ses importantes promesses de la campagne électorale de 2016 en réduisant la taxe de vente provinciale, qui est passée de 8 % à 7 %. À quelques mois des élections, le gouvernement de l'Île-du-Prince-Édouard, en situation d'équilibre budgétaire, a annoncé des allègements fiscaux pour les particuliers et les petites entreprises ainsi qu'une augmentation des dépenses dans les infrastructures.

Tableau 1

Les provinces	(variation annuelle en %, sauf indication contraire)										
	CA	NL	PE	NS	NB	QC	ON	MB	SK	AB	BC
PIB réel											
2000-17	2.1	2.4	1.8	1.3	1.2	1.8	2.0	2.3	2.0	2.8	2.7
2017	3.0	0.9	3.5	1.5	1.8	2.8	2.8	3.2	2.2	4.4	3.8
2018e	1.8	-0.6	2.0	1.2	1.1	2.1	1.8	1.8	1.4	2.1	2.2
2019p	1.6	1.3	1.5	1.0	0.8	1.7	1.7	1.6	1.6	1.2	2.4
2020p	2.1	0.9	1.1	0.9	0.9	1.7	1.7	1.5	1.7	2.5	3.5
PIB nominal											
2000-17	4.3	5.6	4.2	3.3	3.4	3.7	3.9	4.4	5.4	5.9	4.7
2017	5.6	4.3	4.8	2.9	4.3	5.0	4.1	5.4	4.8	10.0	6.9
2018e	3.6	2.7	3.8	3.0	2.8	4.1	2.8	3.6	3.6	4.5	4.4
2019p	2.6	3.2	3.4	2.7	2.4	2.2	2.3	3.4	3.5	1.8	4.3
2020p	4.6	4.3	3.1	2.9	2.6	3.8	4.0	3.4	4.4	5.3	6.5
Emploi											
2000-17	1.4	0.6	1.1	0.6	0.4	1.3	1.3	1.0	1.1	2.2	1.5
2017	1.9	-3.7	3.1	0.6	0.4	2.2	1.8	1.7	-0.2	1.0	3.7
2018	1.3	0.5	3.0	1.5	0.3	0.9	1.6	0.6	0.4	1.9	1.1
2019p	1.6	1.2	0.9	1.3	0.3	1.2	1.8	1.3	1.2	1.1	2.1
2020p	0.7	0.0	0.7	0.2	0.2	0.6	0.7	0.6	0.6	1.0	1.0
Taux de chômage (%)											
2000-17	7.1	14.3	11.1	8.8	9.5	7.9	7.0	5.1	5.0	5.3	6.5
2017	6.3	14.8	9.8	8.4	8.1	6.1	6.0	5.4	6.3	7.8	5.1
2018	5.8	13.8	9.4	7.6	8.0	5.5	5.6	6.0	6.1	6.6	4.7
2019p	5.7	12.8	9.3	7.0	8.0	5.3	5.7	5.9	5.9	6.5	4.5
2020p	5.9	12.7	9.5	7.1	8.0	5.5	5.8	5.9	5.9	6.7	4.7
Mises en chantier de logements (en milliers d'unités)											
2000-17	200	2.5	0.8	4.3	3.4	44	72	5.2	5.2	34	29
2017	220	1.4	0.9	4.0	2.3	46	79	7.5	4.9	29	44
2018	213	1.1	1.1	4.8	2.3	47	79	7.4	3.6	26	41
2019p	202	1.3	0.8	3.9	1.8	43	73	6.1	4.2	28	39
2020p	200	1.4	0.8	3.8	2.0	41	72	6.1	5.0	31	37
Ventes de véhicules automobiles (en milliers d'unités)											
2000-17	1,657	29	6	48	38	413	635	47	45	216	180
2017	2,041	33	9	59	42	453	847	62	56	245	235
2018	1,984	28	8	51	38	449	853	67	47	226	217
2019p	1,930	30	8	48	35	430	826	60	48	220	225
2020p	1,900	30	8	47	34	420	810	55	48	215	233
Soldes budgétaires, exercice terminé le 31 mars (en M\$ CA)											
2017	-19,000	-1,148	-1	151	-117	2,361	-991	-764	-1,218	-10,784	2,737
2018	-19,000	-911	75	230	67	2,622	-3,700	-695	-303	-8,023	301
2019e	-14,900	-547	14	28	5	2,500	-13,549	-470	-348	-6,930	374

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Statistique Canada, SCHL et Document budgétaires. Chiffres du solde du budget du Québec après les transferts du Fonds des générations.

États-Unis

LA CROISSANCE SE MODÈRE

- Comme prévu, l'effet du coup de pouce temporaire apporté par la *Tax Cuts and Jobs Act* (TCJA) et par l'augmentation des dépenses du gouvernement fédéral a commencé à s'amoinrir, et la croissance de l'économie américaine s'est ralentie pour tomber en deçà de son potentiel en 2020.
- Bien que l'on s'attende à ce que la paralysie des services de l'État américain et surtout, les intempéries hivernales commencent à limiter la croissance au T1 de 2019, la vigueur des fondamentaux économiques fait en sorte que l'économie reste en bonne voie de connaître une solide année 2019 dans l'ensemble.
- Notre prévision de base pour un ralentissement graduel de la croissance de l'économie américaine suppose que l'on réussira, dans une certaine mesure, à dissiper une multitude de risques commerciaux et autres, qui expliquent l'atmosphère instable qui règne sur les marchés financiers et dans les économies étrangères.
- Nous supposons que l'administration Trump n'apportera pas d'autres grandes mesures de relance budgétaires.

UNE CROISSANCE AU RALENTI MAIS SOLIDE MALGRÉ DES RISQUES CONSIDÉRABLES

Aux États-Unis, la conjoncture économique continue d'évoluer essentiellement comme nous l'avons prévu. Les vents favorables qu'ont fait souffler les mesures de relance budgétaires américaines s'apaisent : le coup de pouce tant espéré pour l'investissement des entreprises s'est révélé de courte durée, la consommation donne des signes d'essoufflement et le commerce continue de peser sur la croissance malgré les ambitions commerciales de l'administration américaine. Nos prévisions continuent de tenir compte d'un ralentissement graduel et ordonné de la croissance du PIB, qui devrait passer de 2,9 % en 2018 à 2,4 % en 2019, puis à 1,9 % en 2020, ce qui cadre avec la dynamique de croissance attendue suivant le coup de pouce budgétaire (graphique 1). Par rapport à nos prévisions antérieures (cf. les [Tableaux des prévisions](#) du 7 mars 2019), la croissance en 2020 est révisée à la hausse en raison de la baisse des taux d'emprunt à court et à long termes, en partie parce que l'on s'attend moins à un durcissement de la politique monétaire dans les prochaines années.

Malgré l'inquiétude qui règne parmi les analystes et les acteurs du marché, nous ne nous attendons pas à une récession dans notre scénario de base. Toujours est-il que même si les fondamentaux de l'économie américaine restent essentiellement vigoureux, l'économie est aux prises avec une longue liste de risques considérables, puisque l'horizon est assombri par les grands enjeux qui attendent d'être réglés et qui sont essentiellement axés sur la politique commerciale (par exemple, les négociations commerciales entre la Chine et les États-Unis) et sur les risques géopolitiques, dont le Brexit est le plus important.

L'INCERTITUDE DES POLITIQUES DÉSTABILISE LES MARCHÉS MONDIAUX

Le fait que tant d'enjeux lourds de conséquences soient en suspens explique la déstabilisation des milieux d'affaires et des marchés financiers, aux États-Unis comme partout ailleurs dans le monde, dans les derniers trimestres.

Notamment en raison de la politique commerciale erratique, l'activité économique hors des États-Unis se ralentit : dans les grandes puissances économiques distinctes des États-Unis, la production industrielle a fléchi en décembre sur un an et le volume des échanges commerciaux a déçu (graphique 2). La léthargie des économies étrangères, en plus de l'impact du conflit commercial entre les États-Unis et la Chine, devrait avoir endigué la croissance des exportations américaines au T4 de 2018, même si à une époque plus récente, il y a eu des signes timides d'une amélioration du volume des échanges commerciaux.

RENSEIGNEMENTS

Brett House, VP et économiste en chef adjoint
 416.863.7463
 Études économiques de la Banque Scotia
brett.house@scotiabank.com

Marc Desormeaux, économiste, Provinces
 416.866.4733
 Études économiques de la Banque Scotia
marc.desormeaux@scotiabank.com

Juan Manuel Herrera, économiste
 416.866.6781
 Études économiques de la Banque Scotia
juanmanuel.herrera@scotiabank.com

René Lalonde, premier directeur, Recherche
 416.862.3174
 Études économiques de la Banque Scotia
rene.lalonde@scotiabank.com

Nikita Perevalov, économiste principal
 416.866.4205
 Études économiques de la Banque Scotia
nikita.perevalov@scotiabank.com

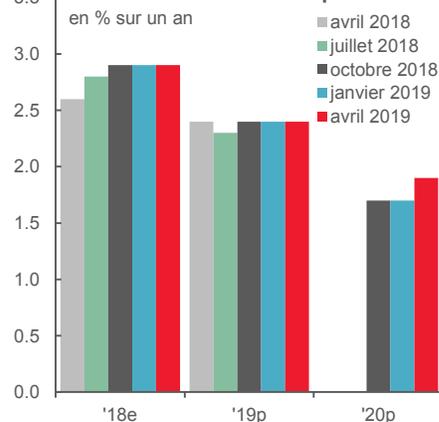
Rebekah Young, première directrice, Politiques économiques provinciales et fiscales
 416.862.3876
 Scotiabank Economics
rebekah.young@scotiabank.com

États-Unis	2017	2018	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	2,2	2,9	2,4	1,9
IPC (% sur un an, fp)	2,1	2,2	1,9	2,2
Taux directeur banque centrale (% , fp)	1,50	2,50	2,50	2,75
Dollar canadien (USD-CAD, fp)	1,26	1,36	1,28	1,23

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1

Croissance du PIB annuel des États-Unis
 Prévisions selon la date de publication



Source : Études économiques de la Banque Scotia

Comme autre signe d'incertitude, les marchés boursiers ont subi des dégagements périodiques, et à l'heure actuelle, l'indice S&P 500 est toujours de l'ordre de 2 % de moins que le pic atteint à la fin de septembre 2018, même s'il s'est adroitement relevé après avoir atteint un creux à la fin de 2018. En amortissant le choc de la baisse des cours boursiers, portée en partie par la ruée sur les valeurs refuges et en partie par la réduction attendue du taux des fonds fédéraux, les rendements sur les bons du Trésor ont fléchi de concert : les taux à 10 ans ont baissé pour passer d'un pic récent d'à peine plus de 3,20 % au début d'octobre à un creux de 2,38 % à la fin de mars, en abaissant les taux créditeurs pour les particuliers (graphique 3).

LES FACTEURS À COURT TERME LIMITENT LA CROISSANCE

Hormis la volatilité des marchés financiers, la modération de la demande étrangère et les risques considérables qui pèsent sur les perspectives, l'économie américaine a ouvert l'année 2019 en inscrivant une croissance à court terme probablement contrainte par une nuée de facteurs temporaires. Il s'agit notamment de l'hiver exceptionnellement glacial et des effets de la paralysie des services de l'État américain en décembre et en janvier, qui a finalement été le plus long dans les annales. (Le Congressional Budget Office estime que cette paralysie a soustrait 0,4 point de pourcentage, en glissement trimestriel et en données annualisées et désaisonnalisées, sur la croissance du PIB réel au T1 de 2019.)

Ces facteurs temporaires ont donné lieu à une séquence de statistiques léthargiques en janvier et en février aux États-Unis, notamment les signes distincts d'un manque de souffle dans les dépenses des ménages, puisque les ventes de voitures ont perdu 4,8 % sur un mois en janvier et que les dépenses des consommateurs ont reculé de 0,2 % sur un mois en février (graphique 4), dans la construction de logements (les mises en chantier de logements ont plongé à 1,16 million de logements en février) et dans l'embauche (le total des salaires non agricoles a gagné +33 000 en février).

Cette léthargie devrait être transitoire, puisqu'en mars, les indicateurs laissent entrevoir une amélioration de la conjoncture, dont un rebond des ventes de voitures (+5,3 % sur un mois), une forte hausse des ventes de logements existants (+11,8 % sur un mois) et un rebond des salaires non agricoles (+196 000).

PERSPECTIVES DU PIB

À cause de facteurs temporaires, nous nous attendons à ce que la croissance du PIB au T1 de 2019 s'établisse à peine à 1,7 %. Avec la réouverture des bureaux de l'État fédéral américain à la fin de janvier, la reprise de l'activité devrait relancer la croissance au T2 de 2019 pour la porter à 2,5 %. Après le T2 de 2019, la croissance du PIB commencera graduellement à se ralentir et plongera en deçà de la production

Graphique 2


Sources : Études économiques de la Banque Scotia, World Trade Monitor du CPB.

Graphique 3

Tableau 1

Prévisions trimestrielles pour les États-Unis	2018		2019				2020			
	T3	T4	T1e	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Économique										
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	3,4	2,2	1,7	2,5	2,1	2,1	1,7	1,7	1,7	1,7
PIB réel (variation annuelle en %)	3,0	3,0	2,8	2,4	2,1	2,1	2,1	1,9	1,8	1,7
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	2,6	2,2	1,7	1,6	1,7	1,9	2,1	2,2	2,2	2,2
Indice de référence (variation annuelle en %)	2,2	2,2	2,1	2,1	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Déflateur des DCM de base (variation annuelle en %)	2,0	1,9	1,8	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0
Financier										
Euro (EUR/USD)	1,16	1,15	1,12	1,17	1,19	1,20	1,22	1,22	1,24	1,24
Livre sterling (GBP/USD)	1,30	1,28	1,30	1,35	1,37	1,40	1,42	1,42	1,45	1,45
Yen - Japon (USD/JPY)	114	110	111	110	108	108	107	107	105	105
Fed Funds Rate (limite supérieure, %)	2,25	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,75	2,75	2,75	2,75
Bon du Trésor à 3 mois (%)	2,20	2,36	2,39	2,40	2,40	2,40	2,65	2,65	2,65	2,65
Obligation du Trésor à 2 ans (%)	2,82	2,49	2,26	2,45	2,50	2,60	2,80	2,80	2,80	2,80
Obligation du Trésor à 5 ans (%)	2,95	2,51	2,23	2,50	2,60	2,70	2,85	2,85	2,85	2,85
Obligation du Trésor à 10 ans (%)	3,06	2,68	2,41	2,65	2,75	2,85	2,95	2,95	2,95	2,95
Obligation du Trésor à 30 ans (%)	3,21	3,01	2,82	3,00	3,10	3,20	3,25	3,25	3,25	3,25

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, BEA, BLS, Bloomberg.

potentielle en 2020, lorsque se dissiperont les effets temporaires du coup de pouce apporté par les mesures de relance budgétaires pour la croissance de l'investissement des entreprises et des dépenses de consommation, que les hausses d'intérêt de 2017-2018 ralentiront la croissance dans les secteurs sensibles aux taux d'intérêt et que la léthargie de la demande étrangère freinera les exportations.

Les dépenses de consommation et l'investissement des entreprises expliquent l'essentiel de la décélération de la croissance dans les prochaines années : dans l'ensemble, leur contribution à la croissance devrait fléchir pour passer de 2,2 points de pourcentage en 2019 à 1,8 point de pourcentage en 2020. Les exportations nettes devraient continuer de peser sur la croissance sur tout l'horizon prévisionnel.

LES DÉPENSES DES MÉNAGES ET L'INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES REPRENENT LE CHEMIN D'UNE CROISSANCE DURABLE

Récemment, les dépenses de consommation ont commencé à s'affaïsser, après avoir été un facteur prépondérant de la vigueur de l'économie américaine en 2018. Il n'empêche que nous continuons de nous attendre à ce que cette pause des consommateurs américains soit temporaire. La croissance de la consommation devrait reprendre, en 2019, le rythme de 2018, soit 2,6 %, avant de se modérer à 2,1 % en 2020.

Les ménages américains sont bien placés pour soutenir ce rythme de consommation. La croissance de l'emploi frôle les sommets d'après 2008, même si elle a trébuché en février; les taux de participation à la population active ont augmenté par rapport à leur creux d'après la crise en 2015; et à 3,8 %, le chômage reste proche des creux sans précédent depuis presque 40 ans. Les ménages américains ont des « munitions » pour étayer la croissance de la consommation et l'investissement résidentiel : le ratio moyen de la charge de la dette des ménages par rapport au revenu disponible se situe à 9,9 %, ce qui représente statistiquement le niveau le plus faible en 40 ans (graphique 5), et le taux moyen d'épargne des ménages s'établit à 7,5 %, ce qui est nettement supérieur à la moyenne de 4,6 % d'avant la crise pour 2000-2007. La stabilisation du marché du logement devrait donner un nouvel élan à la croissance des achats de biens durables des consommateurs. Après avoir baissé pendant quatre trimestres consécutifs en 2018, l'investissement résidentiel est appelé à se stabiliser au T1 de 2019, avant de reprendre une timide croissance en glissement trimestriel sur 2019-2020, grâce à l'amélioration de l'accessibilité des prix et à la récente baisse des taux hypothécaires.

La croissance de l'investissement des entreprises américaines devrait se modérer en 2019-2020 lorsque les effets du coup de pouce apporté par les mesures de relance budgétaires se dissiperont. Les pressions qui pèsent sur la capacité industrielle, bien qu'elles soient relativement fortes à l'heure actuelle (graphique 6), sont appelées à diminuer en raison de la vigueur des dépenses en immobilisations l'an dernier et du ralentissement de la croissance aux États-Unis et mondialement. L'impact, sur l'investissement des entreprises, de la *Tax Cuts and Jobs Act* (TCJA) — qui est entrée en vigueur en janvier 2018 et qui autorise l'amortissement fiscal intégral des dépenses d'équipement — a fait son œuvre en 2018, en portant à 7,0 % la croissance de l'investissement. Le rapatriement tant espéré des bénéfices engrangés à l'étranger n'a pas répondu aux attentes du président américain, qui tablait sur 4 000 milliards de dollars US, et il est improbable que cette mesure étaye la croissance de l'investissement à terme, puisqu'une part importante des 665 milliards de dollars US rapatriés en 2018 a été consacrée à des rachats d'actions (graphique 7).

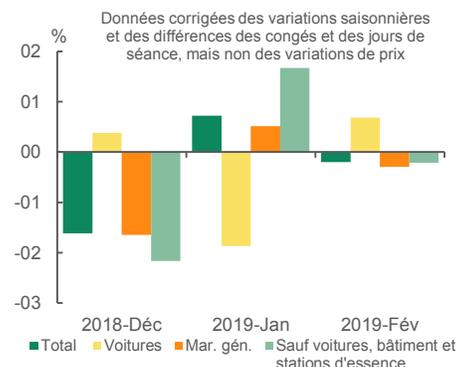
LE COMMERCE INTERNATIONAL : DES DÉFICITS TENACES

Malgré le règlement probable du conflit commercial avec la Chine, les exportations américaines devraient se décélérer dans un proche avenir puisque la croissance mondiale perd de la vitesse, surtout en Chine et dans l'Union européenne. En outre, compte tenu de la vigueur chronique du dollar US par rapport à la plupart des grandes devises, le déficit commercial américain devrait continuer de s'accroître sur l'horizon prévisionnel, en raison de l'augmentation du déficit budgétaire américain et de ce qu'il vient soustraire à la croissance du PIB, ce qu'il a fait dans 21 des 29 dernières années depuis 1990.

Nous nous attendons à ce que les États-Unis et la Chine parviennent à un accord qui aurait pour effet d'éliminer les récentes mesures commerciales protectionnistes bilatérales. Par rapport à la situation d'avant 2018, un accord ultime finira probablement par accroître légèrement les exportations d'énergie et de produits agricoles à destination de la Chine. Les coûts de la guerre commerciale

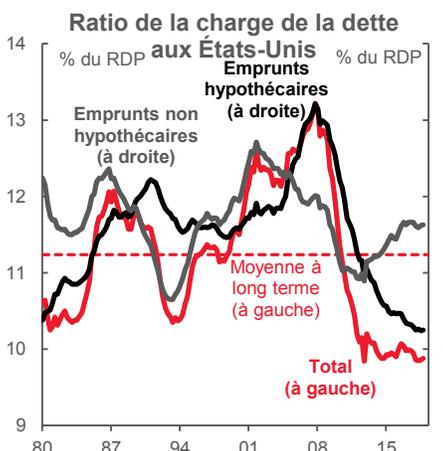
Graphique 4

Évolution en % des ventes au détail et des ventes de services d'alimentation par rapport au mois précédent



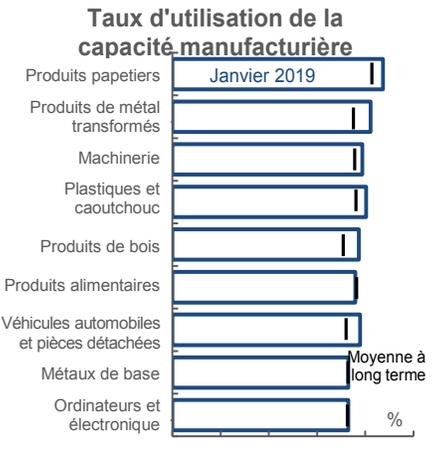
Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Census Bureau des États-Unis.

Graphique 5



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Réserve fédérale américaine.

Graphique 6



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, BEA.

l'emportent probablement sur les avantages potentiels : les exportations nominales de marchandises à destination de la Chine ont plongé brusquement en 2018 (-6,2 %), surtout en raison de la baisse des exportations de soja. Par contre, les importations ont augmenté de 6,8 % en 2018 (graphique 8).

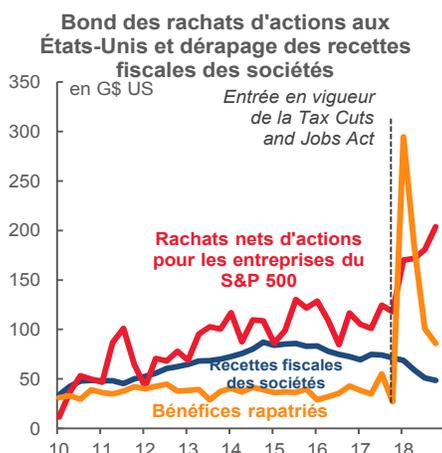
L'INFLATION MONTE À 2,0 %, CE QUI DONNE À LA FED LA CONFIANCE DE RELEVER SES TAUX

En 2018, en raison des mesures de relance budgétaires, l'économie s'est enrichie d'une forte demande excédentaire, et l'écart de production devrait culminer à 0,6 % dans le deuxième semestre de 2019, avant de commencer à fléchir rapidement et de se refermer définitivement en 2021. Cette demande excédentaire continue d'étayer l'inflation fondamentale des dépenses de consommation des ménages sur tout l'horizon prévisionnel (graphique 9), en le rapprochant de la cible et en contrant la pression désinflationniste qui s'explique par la léthargie de la croissance des frais unitaires de main-d'œuvre, par la récente baisse des cours du pétrole et par la vigueur relative du dollar américain. Puisque l'inflation fondamentale des dépenses de consommation des ménages augmente pour passer de 1,8 % à 2,0 % au T1 de 2020 et que l'économie continue de tourner avec une demande excédentaire considérable, la Réserve fédérale devrait se sentir à l'aise de hausser son taux sur les fonds fédéraux de 25 points de base au T1 de 2020 pour le porter à 2,75 %, ce qui correspond à notre estimation du taux neutre aux États-Unis. (cf. la section [La politique monétaire et les marchés des capitaux](#) pour de plus amples précisions.)

Tableau 2

États-Unis	2000-17	2017	2018	2019p	2020p
(variation annuelle en %, sauf indication contraire)					
PIB réel	2,0	2,2	2,9	2,4	1,9
Dépenses de consommation	2,4	2,5	2,6	2,4	2,1
Investissement dans le secteur résidentiel	-0,3	3,3	-0,3	-1,2	1,2
Investissements des entreprises	3,0	5,3	6,9	3,6	2,4
Gouvernement	1,0	-0,1	1,5	1,8	1,7
Exportations	3,7	3,0	4,0	1,9	2,0
Importations	3,7	4,6	4,5	3,2	2,8
PIB nominal	4,0	4,2	5,2	4,3	3,9
Indice implicite du PIB	1,9	1,9	2,3	1,9	1,9
Indice des prix à la consommation	2,2	2,1	2,4	1,7	2,2
IPC de base	2,0	1,8	2,1	2,1	2,1
Déflateur des DCM de base	1,7	1,6	1,9	1,9	2,0
Bénéfices des sociétés avant impôts	5,3	3,2	7,8	3,4	1,9
Emploi	0,7	1,6	1,7	1,4	1,0
Taux de chômage (en %)	6,1	4,4	3,9	3,9	4,0
Solde des paiements courants (en G\$ US)	-501	-449	-488	-542	-603
Balance commerciale (en G\$ US)	-680	-807	-891	-949	-1026
Solde budgétaire fédéral (en G\$ US)	-540	-665	-779	-1 091	-1 101
pourcentage du PIB	-3,7	-3,4	-3,8	-5,1	-5,0
Mises en chantier (en millions)	1,26	1,20	1,25	1,25	1,26
Ventes de véhicules motorisés (en millions)	15,6	17,1	17,2	16,8	16,7
Production industrielle	0,7	2,3	4,0	2,8	1,8
Pétrole WTI (\$ US/baril)	62	51	65	59	61
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	4,83	3,02	3,07	2,90	2,80

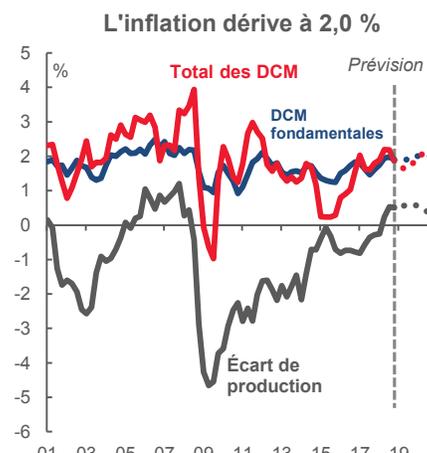
Sources : Études économiques de la Banque Scotia, BEA, BLS, Bloomberg.

Graphique 7


Sources : Études économiques de la Banque Scotia, BEA, Trésor américain, Bloomberg.

Graphique 8


Sources : Études économiques de la Banque Scotia, US Customs Bureau.

Graphique 9


Sources : Haver, Études économiques de la Banque Scotia.

La politique monétaire et les marchés financiers aux États-Unis et au Canada

- La barre est plutôt haute pour un assouplissement; il en faudra donc beaucoup pour que tout dérape.
- La Fed devrait relever ses taux une fois de plus d'ici le début de l'an prochain.
- La BdC devrait relever ses taux à la fin de 2019, puis à nouveau en 2020.
- Les mesures prises par la Fed pour se prémunir contre les risques ont beaucoup plus d'importance que les fondamentaux.
- Les facteurs qui portent les courbes des rendements ont été réévalués.
- Les risques binaires, toujours aussi aigus pour l'avenir des taux directeurs, devraient s'améliorer.
- La courbe des rendements inversée devrait se pentifier légèrement.
- Nous avons quand même abaissé les prévisions sur les rendements à plus long terme.

Si nous avons prévu depuis longtemps l'aplanissement des courbes de la dette souveraine qui s'est produit cette année, un important catalyseur depuis le début de 2019 a été, contre toute attente, la baisse des rendements obligataires à plus long terme : certains tronçons des courbes des bons du Trésor et des obligations du Canada se sont inopinément inversés (les rendements à court terme ont été supérieurs aux rendements à plus long terme). Pourquoi cette inversion? S'agit-il d'un signal à prendre au sérieux pour les perspectives? Qu'en sera-t-il désormais?

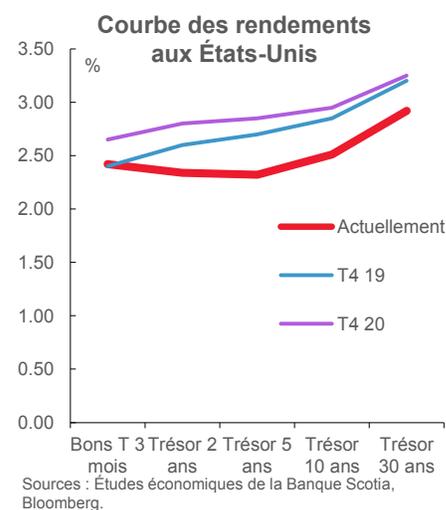
En raison de l'importance des mouvements sur les marchés obligataires et de l'approche modifiée de la Fed dans la gestion de son bilan, c'est sur ces mouvements que nous allons d'abord nous pencher avant de revenir sur les perspectives, pour 2019-2020, des taux directeurs établis par la Réserve fédérale (une autre hausse au T1 de 2020) et par la Banque du Canada (une hausse au T4 de 2019 et une autre au T2 de 2020). Cette structure et l'enchaînement avec les arguments qui suivent rendent également compte de notre avis sur le délai assez long qui s'écoulera avant que l'on se mette à relever les taux directeurs et de l'incertitude qui circonscrit les prévisions sur les taux d'intérêt traditionnels à ce point de jonction. Il y a des questions plus pressantes : on s'attend en effet à un revirement de l'inversion des courbes et à une timide hausse projetée des rendements obligataires à plus long terme. L'information ci-après vient éclairer nos prévisions sur les courbes des rendements dans les graphiques 1 et 2 et dans le tableau de la page 24.

Selon le grand thème prépondérant, le brusque changement de politique de la Fed, qui s'est amorcé en janvier et qui a culminé à la réunion du FOMC en mars — de même que son impact sur les marchés canadiens — s'explique **davantage par les efforts plus considérables consacrés aux travaux de gestion des mesures adoptées pour se prémunir contre les risques que par un point de vue fondamentalement aigri sur l'économie**. Il est plausible que la Fed ait surréagi à un passage à vide temporaire, à l'instabilité provisoire des marchés à la fin de 2018 et aux scénarios qui frôlent la catastrophe pour ce qui est du dénouement des risques géopolitiques. Cette surréaction a aussi été motivée par une honnête reconnaissance de la vive incertitude qui règne sur la situation des taux neutres et sur le niveau optimal auquel devraient se situer le bilan de la Fed et les réserves des banques. Les marchés ont mal interprété cette « patiente » posture dans la gestion des risques en croyant qu'elle révélait un parti pris en faveur d'une réduction des taux directeurs à court terme dans une prochaine étape. Pour réduire les taux, il faut un choc beaucoup plus négatif que ce que nous prévoyons sur les marchés et sur l'économie. Réduire les taux à cette étape paraîtrait comme un gaspillage absurde et peu judicieux de précieuses munitions, qui pourraient se révéler **nécessaires** pour contrer d'éventuels problèmes.

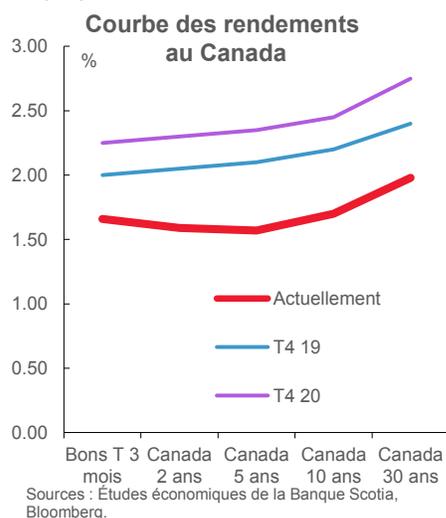
RENSEIGNEMENTS

Derek Holt, VP et chef des Études économiques sur les marchés des capitaux
 416.863.7707
 Études économiques de la Banque Scotia
derek.holt@scotiabank.com

Graphique 1



Graphique 2



Si l'on adopte ce point de vue, corollairement, les outils de l'époque de l'assouplissement quantitatif de la Fed ont déjà substantiellement allégé la conjoncture financière, et en définitive, il se peut qu'on doive dénouer cet assouplissement plutôt que de laisser ses effets se multiplier. L'actuel complexe des taux directeurs est peut-être mal positionné pour cette évolution à la longue. Ce pronostic est conditionné par nos points de vue internes sur l'évolution de l'économie à partir de maintenant et sur notre discours teinté d'un optimisme prudent à propos des risques géopolitiques comme le Brexit, les tensions commerciales et la politique budgétaire américaine appliquée au plafonnement de la dette réclamé récemment. L'instabilité géopolitique menace l'économie mondiale; or, notre scénario de base reste généralement constructif.

LES PORTEURS DES COURBES DES RENDEMENTS ET LEURS PERSPECTIVES

Pourquoi cette inversion de la courbe des bons du Trésor américain? Bien qu'il y ait toujours un solide argument favorable à cette valeur refuge, alors que les négociations commerciales qui perdurent entre les États-Unis et la Chine et l'incertitude chronique du Brexit sont des risques qui pourraient s'orienter dans un sens ou dans l'autre au moment d'écrire ces lignes, l'inversion de la courbe est un signal douteux d'une récession, sur lequel nous reviendrons ci-après. Il faut plutôt interpréter cette courbe avec la plus grande circonspection, compte tenu des distorsions et des facteurs d'influence qui débordent le cadre des simples attentes vis-à-vis de la performance de l'économie. Nous mettons en lumière, ci-après, certains de ces facteurs. En règle générale toutefois, un environnement dans lequel les taux neutres seront inférieurs à ce qu'ils ont été dans les cycles précédents rendra plus probables les inversions des courbes des rendements sans nécessairement présager des moments difficiles.

1. La demande de bons du Trésor de la Réserve fédérale

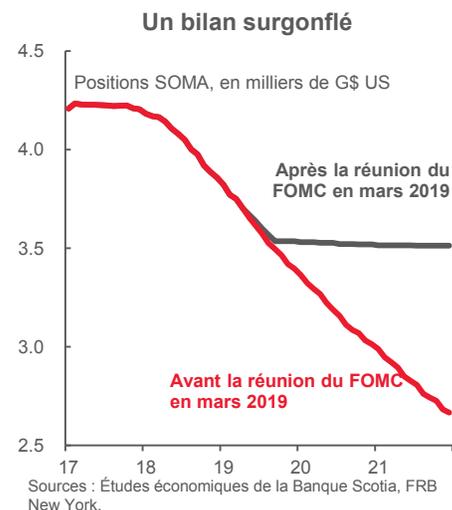
La Réserve fédérale adopte désormais un parcours qui accroît considérablement la demande de bons du Trésor par rapport à ce qui a été annoncé auparavant, et on a commencé à prévoir une partie seulement de cette mutation de la politique monétaire en janvier; le reste de cette mutation s'est produit dans la foulée de la réunion du FOMC en mars.

Cette réunion du FOMC en mars a marqué un basculement précurseur de la politique bilancielle, qui oblige à jongler avec certains chiffres pour mettre en lumière l'envergure de ce basculement. Avant de le faire, voici les faits saillants des mesures adoptées par le FOMC :

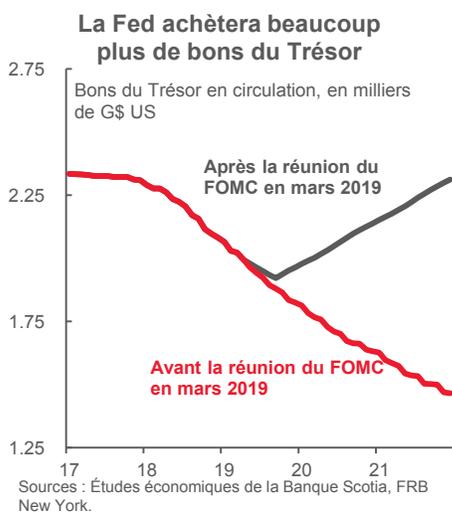
- le montant maximum des bons du Trésor qu'on a laissés échoir et qu'on a délestés du bilan a été réduit à 15 milliards de dollars US par mois, alors qu'il s'établissait au double de cette somme; le mouvement s'est amorcé en mai;
- on allait ensuite éliminer les capitaux de réinvestissement dans les bons du Trésor — ou, plus exactement, les capitaux de rachat — pour leur préférer un réinvestissement intégral au-delà de la fin de septembre;
- on transformera en bons du Trésor une somme à hauteur de 20 milliards de dollars US de créances hypothécaires par mois sur la base d'une échéance moyenne pondérée à partir d'octobre;
- toutes les créances hypothécaires de plus de 20 milliards de dollars US par mois seront réinvesties dans d'autres créances hypothécaires; or, les montants devraient rester inférieurs à ce plafond pendant une grande partie de l'horizon prévisionnel.

Les graphiques 3 et 4 illustrent parfaitement l'impact de ce basculement. En vertu du plan avant la réunion du FOMC en mars, le portefeuille d'intervention de la Fed (SOMA) aurait continué de se dégonfler pour passer de 3 730 milliards de dollars US aujourd'hui à 2 700 milliards de dollars US en bons du Trésor, en titres d'organismes d'État, en créances hypothécaires, en TIPS et en obligations à taux variable (OTV) à la fin de 2021 grâce aux effets conjugués des transferts de bons du Trésor et de créances hypothécaires et de la maturation d'autres titres. Les compartiments des bons du Trésor seulement auraient plongé pour passer de 2 000 milliards de dollars US actuellement à 1 500 milliards de dollars US environ à la fin de 2021 au moment même où les émissions auraient été à la hausse. En vertu des changements adoptés en mars, le

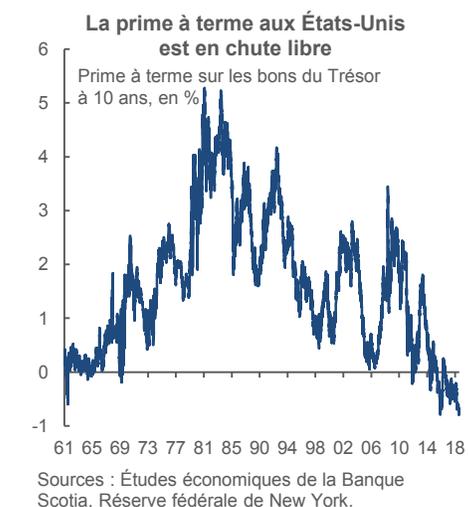
Graphique 3



Graphique 4



Graphique 5



portefeuille SOMA qui détient ces actifs s'aplanira plutôt à environ 3 500 milliards de dollars US à partir d'octobre 2019, et sa composition basculera davantage dans la hausse des positions sur les bons du Trésor alors que les autres compartiments baisseront à terme.

Dans l'ensemble, d'ici la fin de 2021, le portefeuille SOMA comprendra 850 milliards de dollars US de plus que ce qui avait été annoncé à l'origine, et ce gonflement sera entièrement attribuable à la hausse des positions sur les bons du Trésor par rapport aux plans qui dataient d'avant mars.

Essentiellement, la Fed a enrichi de 850 milliards de dollars US la demande supplémentaire de bons du Trésor jusqu'à la fin de 2021, en supposant que la stabilité de la politique par la suite augmentera encore plus la demande de bons du Trésor de la Fed à plus long terme.

La prime à terme des bons du Trésor en illustre éloquemment les effets. Contrairement à la notion de longue date voulant que le dégonflement du portefeuille de bons du Trésor de la Fed puisse orienter en territoire positif la prime à terme négative, cette prime a continué de baisser et cette régression s'est récemment intensifiée dans le sillage des mutations de la politique de la Fed (graphique 5). Le dénouement de la prime à terme sur les bons du Trésor à laquelle on s'attendait lorsque la Fed a comprimé ses positions sur les bons du Trésor qui dataient de l'époque de l'assouplissement quantitatif est désormais remis aux calendes grecques, ce qui nous amène à réviser à la baisse nos projections sur les rendements obligataires. Il s'agit d'une des principales raisons pour lesquelles la courbe des bons du Trésor s'est aplanie et que certains tronçons de cette courbe se sont parfois modestement inversés. **En bref, la courbe des rendements aplanie et parfois inversée est nettement le fait de l'intervention propre de la Fed.**

Les mutations de la politique de la Fed sur les marchés obligataires n'ont peut-être pas encore fini de produire leurs effets. Il reste des décisions importantes à prendre et à mettre en œuvre. On peut entre autres se demander si le FOMC optera pour une « torsion » de la courbe des bons du Trésor. Pour ce faire, il lui faudrait réinvestir une partie du produit des bons du Trésor à échéance en billets du Trésor et ainsi écourter la durée de ses positions en bons du Trésor dans le portefeuille SOMA. Si cette éventualité devait se produire, elle permettrait de pentifier la courbe des rendements des bons du Trésor. Les dirigeants du FOMC comme le président de la Fed de Boston, Eric S. Rosengren, et le président de la Fed de Philadelphie, Patrick T. Harker, ont récemment fait savoir qu'ils étaient favorables à cette intervention.

En outre, bien que la décision de matelasser les réserves puisse amoindrir cet argument, il est aussi toujours possible que la Fed évoque la sortie d'un **mécanisme de refinancement permanent**, conçu pour offrir des fonds afin de maîtriser les taux du marché à court terme pour les maintenir aux alentours des intérêts sur le taux des réserves excédentaires et son extension aux fonds de la Fed en raison des pressions qui s'exercent auparavant (graphique 6). On miserait ainsi sur les efforts consacrés à endiguer les pressions potentielles haussières sur les taux du marché monétaire lorsque les réserves excédentaires baissent. Il faut se rappeler que le procès-verbal de la réunion du FOMC en décembre indiquait qu'il se tiendrait une **discussion sur les moyens à prendre pour contenir le taux effectif des fonds fédéraux dans la fourchette cible du FOMC lorsque les réserves sont drainées** par le système après avoir fait appel à des réductions du taux d'intérêt sur les réserves excédentaires (TIRE) par rapport à la limite supérieure, notamment en ajoutant de nouvelles contreparties aux opérations du pupitre du marché libre. Sur la question de la gestion de la pression haussière potentielle qui pèse sur les taux du marché monétaire lorsque les réserves excédentaires baissent, « plusieurs » membres ont attiré l'attention sur les rajustements techniques à apporter au TIRE, et « certains » préconisaient de ralentir le rythme de la baisse des réserves en faisant appel à des opérations standard sur le marché libre ou de mettre fin aux rachats d'actifs du portefeuille lorsque les réserves sont relativement élevées.

Dans ce même procès-verbal, « plusieurs » membres du FOMC s'inquiétaient de l'éventualité que le ralentissement des rachats « puisse être interprété à tort comme un signal de l'orientation de la politique monétaire ». C'est précisément ce qui a pu se produire lorsque les marchés ont enchaîné avec des baisses de cours et des inversions de courbes, et le fait que les membres du FOMC s'inquiétaient de cette éventualité pourrait vouloir dire qu'ils croient que les marchés sont désormais eux-mêmes anticipés.

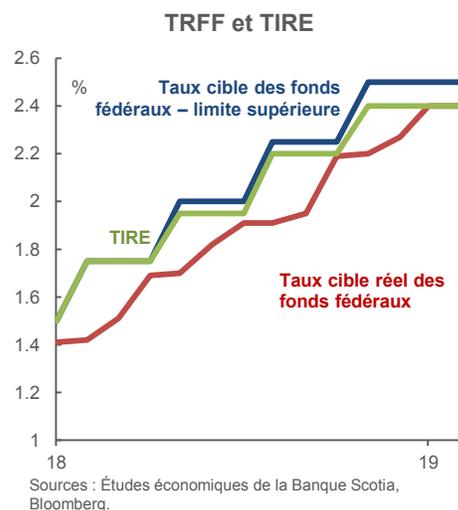
2. Les indications sur le taux directeur de la Réserve fédérale

À la réunion du FOMC en mars, on a aussi éliminé deux relèvements dans ce qu'il est convenu d'appeler le « tracé en pointillé » de la Fed pour 2019, et on en a conservé qu'un seul dans la projection de 2020, sans modifier l'estimation du taux neutre à long terme à 2,75 % après avoir abaissé cette estimation en décembre. Bien que les marchés sous-estiment, dans les cours, les fonds de la Fed et qu'une baisse des taux soit improbable, le basculement des indications de la Fed est venu encore tasser la courbe, en particulier dans le tronçon des rendements à plus court terme. On a exprimé un parti pris pour la « patience », l'« observation », l'« attentisme » et la « souplesse » au vu des risques géopolitiques, ce que les marchés ont tout de suite interprété comme le signal d'un parti pris pour une baisse des taux, à notre avis prématurée.

3. Le « problème de réflexion » de la Réserve fédérale

Les communications de la Fed sont loin d'être impressionnantes depuis le début de l'automne 2018. Il faut se rappeler qu'il y a à peine quelques mois, le président de la Fed, Jerome Powell, affirmait que la Fed était « très loin » d'un taux directeur neutre et que la politique bilancielle de la Fed était en mode d'« autopilotage » sans laisser entrevoir de mise au point. On affirme désormais qu'il n'y aura pas de relèvement cette

Graphique 6



année, qu'il y en aura peut-être un l'an prochain et que l'on mettra fin au dénouement du bilan alors que la demande de bons du Trésor se remettra à augmenter. Toute cette information a été communiquée en l'espace de quelques mois! La Fed savait pourtant durant toute l'année écoulée que même en relevant ses taux en décembre avant de changer brusquement son fusil d'épaule, des risques comme le Brexit, les discussions commerciales sino-américaines et le plafonnement de la dette assombrissaient l'horizon de 2019. Ou encore, elle aurait au moins dû le savoir.

Les marchés s'interrogent toujours sur la question de savoir si ce brusque basculement des leviers de la politique monétaire indique que la Fed a) savait ce que personne d'autre ne savait à propos de ce qui pourrait assombrir les perspectives, b) a simplement décidé d'adopter une approche intégrale de gestion des risques en raison des incertitudes, en matelassant les taux directeurs et le bilan jusqu'à ce que la situation se précise, ou c) a cafouillé, notamment en devenant éventuellement plus profondément politisée (ainsi, Donald Trump n'a pas cessé de s'en prendre à la Fed et a proposé de nommer Moore et Cain, entre autres). Chacune de ces éventualités est plausible.

Il ne s'agit pas simplement de marquer des points. **Les interventions erratiques de la Fed ont pu ébranler la confiance en faveur des mesures à prendre pour attirer une prime élevée sur les cours des bons du Trésor.** Ces basculements de politiques se sont en partie produits en réaction à l'évolution des marchés boursiers à la fin de l'an dernier, tout en menant aussi la turbulence des marchés. L'illustration notoire de cette interdépendance bidirectionnelle des marchés et des interventions de la Fed a été **brillamment expliquée par le défunt économiste américain Paul Samuelson** lorsqu'il a apparenté la circularité des résultats des marchés et les interventions des banques centrales à un singe qui se voit dans le miroir pour la première fois et qui réagit comme s'il ne connaissait pas sa propre image! Dans une note récente (veuillez cliquer sur [ce lien](#)), on se penche plus en détail sur ce « problème de réflexion » à l'époque où il est de mise de donner des indications prospectives.

4. La rareté

Le plafond de la dette publique américaine est devenu contraignant, à environ 22 030 milliards de dollars US au début du mois. Bien que le marché des bons du Trésor puisse finalement se préoccuper du jeu politique du plafonnement de la dette, dans l'éventualité où il pose des risques lorsqu'il s'agit de respecter les obligations de la dette américaine et les notes de crédit des États-Unis, ce risque est probablement décalé au moins jusqu'à l'été, en raison de la marge de manœuvre du Trésor dans la gestion du plafond de la dette pendant un certain temps, notamment en puisant dans ses liquidités excédentaires auprès de la Fed, ce que le Trésor a d'ailleurs déjà commencé à faire (graphique 7).

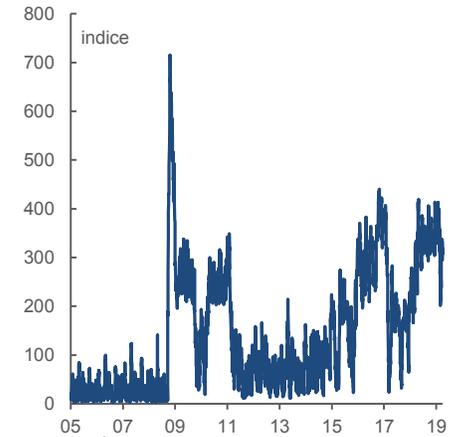
Entretiens, **bien que la dette américaine se raréfie fortement en soi, le stock amoindri de titres de dette publique pourrait avoir pour effet d'ajouter une prime aux cours des bons du Trésor.** À lui seul, cet argument de l'offre est une explication insuffisante. En réduisant ses liquidités excédentaires auprès de la Réserve fédérale et en faisant appel à des mesures exceptionnelles, le Trésor américain peut gérer les obligations du gouvernement des États-Unis jusqu'à la fin de l'été tout au plus avant que les marchés s'inquiètent du risque de défaillance. Ce risque pourrait avoir l'effet pervers d'accroître la demande de bons du Trésor comme valeurs refuges, ce qui s'est produit auparavant, pour récompenser le pays d'un gouvernement dysfonctionnel. La conclusion d'un accord de financement et le relèvement du plafond de la dette produiraient l'effet contraire, en raison de l'offre renouvelée, et porteraient, à périmètre égal, les rendements à la hausse. **À terme, les risques sont doubles; or, ils penchent plus fortement pour le scénario d'un règlement en faveur d'une courbe plus pentue à cause d'un regain de pressions sur l'offre.**

5. Le portage

Le plus récent cycle d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (ORPLTC III), qui a été annoncé le 7 mars 2019, sera lancé en septembre 2019 et prendra fin en mars 2021 : les échéances à deux ans pourraient influencer sur les arguments de portage. L'effet anticipatif sur les liquidités, de concert avec les indications forcées pour un relèvement des taux de la BCE « au moins jusqu'à la fin de 2019 », a été suivi d'une remontée des obligations : les rendements des obligations allemandes à 10 ans ont plongé aux alentours de zéro et ont parfois été légèrement négatifs, peut-être aussi à cause du Brexit et des risques pour la cohésion de la zone euro. Les contrecoups ont probablement aplani la courbe des bons du Trésor américain, en rendant les rendements des bons du Trésor relativement plus attrayants que les obligations allemandes. Par conséquent, **puisque les interventions de la BCE ont abaissé les rendements des obligations des États européens, l'onde de choc s'est étendue à l'univers plutôt vaste des obligations européennes.** En tenant compte, dans les cours, de l'intervention de la BCE, cet effet sur les rendements des bons du Trésor pourrait évoluer en attendant de savoir ce qu'il adviendra du Brexit et d'autres risques géopolitiques.

Graphique 7

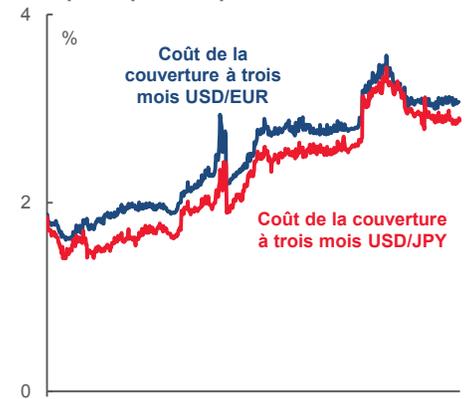
Le stock de liquidités du Trésor



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 8

Les marchés de change réclament une prime pour les positions en dollars



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

6. Les coûts de la couverture des devises

Les coûts de la couverture des devises ont en quelque sorte diminué cette année et en partie pour reprendre la hausse généralisée de ces coûts au T4, puis leur baisse au T1, peut-être parce que la demande de dollars à la fin de l'année s'affaïsse dans un contexte réglementaire différent qui contraint l'activité d'arbitrage par rapport aux impératifs saisonniers, ce qui vient renforcer l'argument exprimé ci-dessus. Puisque les coûts de la couverture des devises ont diminué, la demande de bons du Trésor par rapport au yen et à l'euro est devenue relativement plus attrayante pour les investisseurs qui couvrent les risques de devises. Nous invitons le lecteur à consulter le graphique 8. Si la saisonnalité des mouvements antérieurs atteint un point de tassement, il se peut que cet effet soit arrivé à maturité.

7. Les attentes inflationnistes

La régression des rendements obligataires à plus long terme n'a pas été portée par la baisse des indicateurs des attentes inflationnistes sur le marché. Toujours est-il que le sous-ciblage de ces attentes en décembre jusqu'au début de janvier a considérablement inversé à la hausse le baromètre que préfère la Fed — le taux des swaps d'inflation à cinq ans dans cinq ans (graphique 9). **En soi, cette hausse contredit la théorie voulant que la courbe laisse entrevoir une forte récession et suscite des inquiétudes de désinflation et de déflation.**

POURQUOI LA FED A DÉCIDÉ D'INTERVENIR

Bien que la Fed ait sans doute surréagi à l'évolution de la conjoncture entre la fin de l'année écoulée et le début de la nouvelle année, on peut en partie faire valoir les brusques changements apportés à sa politique bilancielle. **Il est important de savoir que ce plaidoyer est profondément enraciné dans l'incertitude quant à la taille de son bilan dans un état plus normalisé et dans les inquiétudes qui pèsent sur les effets du marché par opposition à un basculement des politiques purement porté par les préoccupations sur la conjoncture économique à terme.**

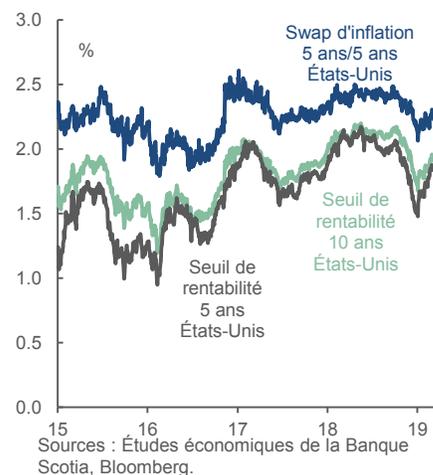
La jonction entre l'incertitude de la Fed et le niveau optimal des réserves du système bancaire d'une part et, d'autre part, la modification de la réglementation régissant la gestion des liquidités et des capitaux dans le secteur bancaire est au cœur de la question. Puisque la Fed comprime l'ensemble de ses positions dans le portefeuille SOMA, elle doit passer une écriture comptable correspondante en abaissant les réserves bancaires excédentaires qu'elle détient. Il s'ensuit des effets de marché sur lesquels nous reviendrons après nous être penchés sur la question des réserves optimales.

Le président de la Fed, Jerome Powell, a laissé entendre que le niveau optimal des réserves dans le système est incertain, mais qu'une somme de 1 000 milliards de dollars US majorée d'une marge tampon est un « point de départ raisonnable ». Il est essentiel de reconnaître que bien des conjectures se donnent libre cours dans l'estimation des réserves optimales qui viennent matelasser les estimations approximatives et qu'il convient de ne pas risquer de trop les abaisser; la Fed s'en remet massivement aux enquêtes des principaux opérateurs boursiers américains ainsi qu'à nos réponses pour les estimations de la taille optimale des réserves. Le graphique 10 illustre l'épuisement des réserves que les banques détiennent auprès de la Fed et la compression de la taille du portefeuille d'intervention de la Fed sur le marché libre (SOMA), dans lequel elle dirige les rachats de bons du Trésor, d'obligations des organismes d'État et d'obligations hypothécaires dans les phases 1 à 3 de l'assouplissement quantitatif. En gardant le rythme récent de dénouement de son bilan avant de changer sa politique en mars, la Fed aurait risqué de ramener les réserves au niveau de 1 000 milliards de dollars US, puis aux niveaux de 2010 jusqu'au début de 2020. **Cet épuisement des liquidités serait sans doute trop rapide du point de vue du bon fonctionnement des marchés.** Mettre fin au dénouement du bilan d'ici septembre 2019 cadre avec la réalisation des indications de Jerome Powell pour le matelassage de 1 000 milliards de dollars US ou plus de réserves.

Il faut considérer cette intervention non pas tant comme un signal négatif sur les perspectives que comme une indication que la Fed est très incertaine du niveau optimal des réserves et qu'elle souhaite pencher en faveur d'une surestimation des réserves du point de vue de la gestion des risques. La compression du bilan en réinvestissant moins de courants de titres à coupons et de titres à échéance provenant des bons du Trésor et des créances hypothécaires vient drainer les réserves du système bancaire. Le drainage des réserves se heurte à la nécessité, pour les banques, de détenir des actifs liquides de grande qualité, notamment, entre autres, grâce à l'impact du ratio de liquidités à court terme (RLCT). **Le drainage trop considérable et trop rapide des réserves risque de produire des effets négatifs sur les marchés en motivant les banques à préférer des positions à d'autres actifs moins liquides afin de conserver les positions liquides obligatoires, ou encore à vendre d'autres actifs pour acheter des bons du Trésor qui sont également favorisés par le RLCT.** D'où les incidences entre les différentes catégories d'actifs, qui mettent en évidence l'interconnexion de l'évolution réglementaire et du dénouement des mesures de relance non

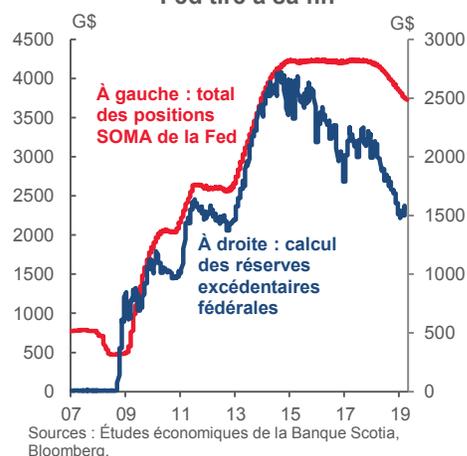
Graphique 9

Attentes inflationnistes aux États-Unis



Graphique 10

Le débouclage du bilan de la Fed tire à sa fin



traditionnelles, ainsi que les effets qui peuvent déformer l'appétence des investisseurs pour les valeurs refuges. **Ce mécanisme peut déstabiliser les marchés et déclencher des perturbations plus importantes sur les marchés des taux à court terme**, même si les effets du dénouement du bilan de la Fed ne se matérialisent pas par une inversion de la prime à terme des bons du Trésor. Pour un bon exposé sur les points de vue de la Fed à propos de ces questions, nous invitons le lecteur à consulter le récent discours du vice-président Quarles en cliquant sur [ce lien](#).

Ce qui ne veut pas dire que les marchés n'aient pas d'autres préoccupations légitimes (Brexit, commerce mondial et plafonnement de la dette, entre autres). En fait, si les marchés n'avaient pas interprété à tort les signaux de la Fed qui découlent des changements intervenus dans la gestion de son bilan, les baisses de taux de la Fed n'auraient sans doute pas été prises en compte dans les cours, et la courbe des bons du Trésor ne flirterait sans doute pas avec les inversions.

L'ÉVALUATION DES COURBES DES RENDEMENTS COMME SIGNES PRÉCURSEURS D'UNE RÉCESSION

Jusqu'à maintenant, notre exposé laisse entendre que plusieurs facteurs idiosyncrasiques et mises au point de la politique ont dominé les facteurs qui portent, depuis peu, la courbe des rendements. Dans ce cas, ces facteurs pourraient amoindrir l'inquiétude que le marché obligataire augure mal des perspectives économiques. Il faut à nouveau rappeler le « problème de réflexion » de Samuelson à cet égard, puisqu'il demeure tout à fait plausible que les banques centrales aient causé une bonne partie de l'évolution du marché obligataire.

Toujours est-il que pour couvrir les bases, **nous devons tenir compte de l'évolution antérieure des marchés obligataires dans la prévision des revirements économiques**, dans la prochaine étape à mener pour éclairer nos avis macroconjoncturels.

États-Unis

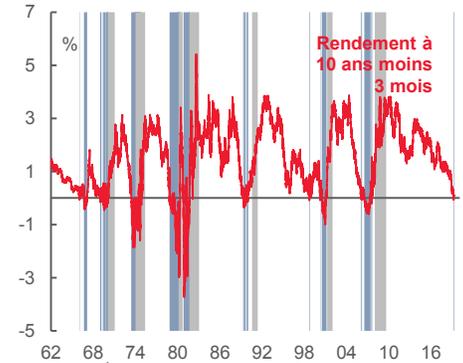
Les graphiques 11 et 12 démontrent l'évidence même. La documentation a généralement tendance à indiquer que la probabilité d'une récession est le mieux signalée par l'écart entre les rendements des billets du Trésor à 90 jours et le rendement des bons du Trésor à 10 ans (graphique 11). Robert Shiller offre des explications statistiques plus vastes, qui remontent à bien des années avant la date à laquelle mon fils croit que je suis né! C'est ce qu'indique le graphique 12.

Le premier graphique consulté (graphique 11) fait concorder la baisse des courbes des rendements 10 ans/90 jours avec deux définitions de la récession. Une définition de la récession correspond à la méthode du NBER, et l'autre, à la définition technique des baisses adossées du PIB trimestriel. Nous constatons que la courbe des bons du Trésor s'inverse généralement en prévision des récessions américaines, mais qu'elle peut parfois lancer de faux signaux. Par exemple, la courbe s'est à nouveau inversée en 1966, sans qu'une récession s'ensuive, selon l'une ou l'autre de ces deux définitions. La courbe s'est inversée très légèrement en septembre 1998, sans qu'une récession se produise selon la définition du NBER avant le début de 2001. La courbe est passée près de s'inverser il y a quelques années auparavant, et à nouveau, il n'y a pas eu de récession.

Les férus d'histoire pourraient même vouloir remonter encore plus dans le temps. Le quasi-indice de Shiller pour les rendements à plus court terme est impur pour nos besoins, puisqu'il tient aussi compte d'un écart de crédit, même s'il constitue, à ma connaissance, le meilleur ensemble statistique à très long terme, et qu'il permet d'éclairer les points de vue sur la durée de l'inversion par rapport à la durée des revirements économiques. Selon ce baromètre, **la courbe s'est inversée pendant 75 des 148 années écoulées depuis le début des annales statistiques en 1871. Depuis 1950, elle s'est inversée pendant 21 des 68 années, soit environ le tiers du temps.** Ainsi, à l'évidence, la fréquence des récessions avant la période qui a suivi la Première Guerre mondiale fausse la réalité; or, dans un sens ou dans l'autre, la pente reste beaucoup plus longtemps inversée que la durée de la récession de l'économie américaine. Depuis 1871, soit la date du début du graphique, les États-Unis sont tombés en récession pendant plus de 39 années cumulativement; depuis 1950, il y a eu un peu moins de huit années de récession cumulatives. La

Graphique 11

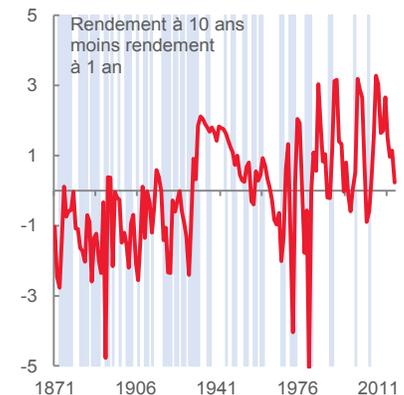
L'inversion des courbes de rendement aux États-Unis surpasse les récessions



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg. Les barres en gris correspondent aux récessions du NBER. Les barres en bleu correspondent aux périodes d'inversion des courbes de rendements.

Graphique 12

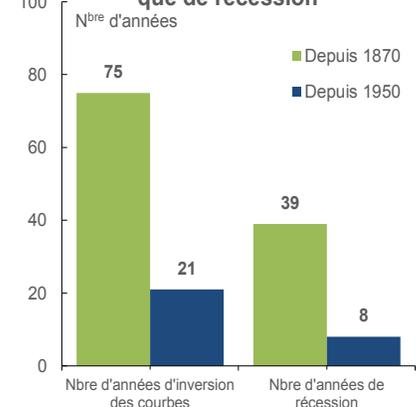
Écarts sur les rendements américains



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Federal Reserve Board, NBER.

Graphique 13

Plus d'années d'inversion que de récession



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Robert Shiller.

courbe s'est inversée presque deux fois plus longtemps que la durée de la récession de l'économie américaine depuis 1871 et plus de 2,5 fois depuis 1950 (cf. le graphique 13). Certes, il va de soi que les marchés obligataires ont bien changé par rapport à cette époque aujourd'hui révolue, ce qui complique les comparaisons dans le temps; les marchés obligataires actuels sont aussi exceptionnellement différents de ce qu'ils étaient, compte tenu des interventions au grand jour des banques centrales, fait qui à lui seul vient pour beaucoup invalider les comparaisons entre hier et aujourd'hui.

Canada

Quelle est l'utilité de la courbe des rendements du Canada pour prédire les récessions? Essentiellement, cette courbe n'est pas très utile. Les courbes sont les pires baromètres du cycle économique canadien par rapport aux courbes américaines. Les graphiques 14 à 17 font état de baromètres différents de la pente de la courbe des rendements et d'indicateurs différents de récession. Un baromètre de récession est la définition technique des replis trimestriels adossés du PIB et l'autre baromètre est la version canadienne d'une définition plus complète de l'Institut CD Howe selon les principes de l'approche du NBER dans la datation des cycles aux États-Unis. Les deux premiers graphiques permettent de constater une évolution écourtée selon les pentes 90 jours/10 ans et 2 ans/10 ans par rapport aux graphiques fréquemment utilisés aux États-Unis. Le deuxième ensemble de deux graphiques révèle une évolution plus longue et une série chronologique prolongée selon l'écart entre les rendements à 10 ans et plus moins le rendement moyen de un an à trois ans, de même que selon l'écart entre les rendements à 90 jours et à 10 ans et plus. Voici les conclusions.

90 jours/10 ans : Il y a eu au moins deux et peut-être même trois fausses bonnes nouvelles quand l'écart entre les taux à 90 jours et les taux à 10 ans s'est inversé sans qu'il y ait de récession. Les années 1986 et 2000 en sont des exemples. Et c'est donc peut-être sur la période comprise entre la fin de 2006 et le début de 2007 qu'il faut s'attarder, à l'époque où la courbe s'est inversée assez

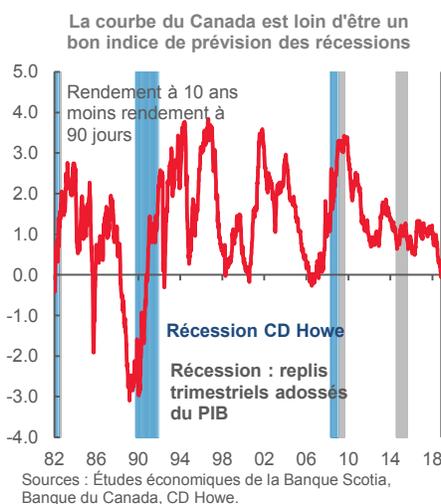
longtemps avant la brève récession qu'a connue le Canada. Un signal exact a été lancé quand la courbe s'est inversée et que la récession du début des années 1990 s'est produite. L'année 2015 a été une fausse bonne nouvelle : à l'époque, la courbe ne s'est pas inversée, et une définition de la récession a été respectée, mais non l'autre.

2 ans/10 ans : Il y a eu à nouveau trois fausses bonnes nouvelles quand cette courbe s'est inversée, sans qu'il y ait de récession (1986, septembre 1998 et 2000). Les signaux exacts ont été lancés sur la récession du début de 1990 et sur la crise financière mondiale, même s'ils l'ont été tellement longtemps d'avance que leur utilité était moins évidente. On a enregistré une fausse bonne nouvelle quand la courbe ne s'est pas inversée et qu'une définition de la récession a été respectée en 2015.

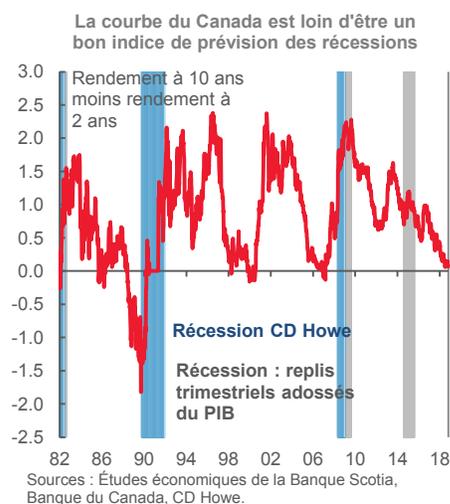
Les graphiques donnent une idée de l'évolution à plus long terme en faisant appel à d'autres indicateurs de la pente de la courbe des rendements, par exemple le rendement à 10 ans et plus moins le rendement sur les obligations entre un an et trois ans et l'écart entre le rendement des obligations du Canada à 10 ans et plus moins le rendement des billets à 90 jours. Il y a eu plusieurs autres faux signaux dans les années 1960, quand la courbe s'est inversée ou est passée très près de le faire. Un indicateur s'est inversé en prévision de la récession de 1974 et l'autre ne l'a pas fait.

En plus de se pencher sur les courbes des rendements souverains, **les graphiques 18 à 21 évaluent les courbes des obligations de sociétés** en faisant appel aux données journalières sur les rendements selon l'échéance et la note de risque dans les marchés américains et canadiens. Le

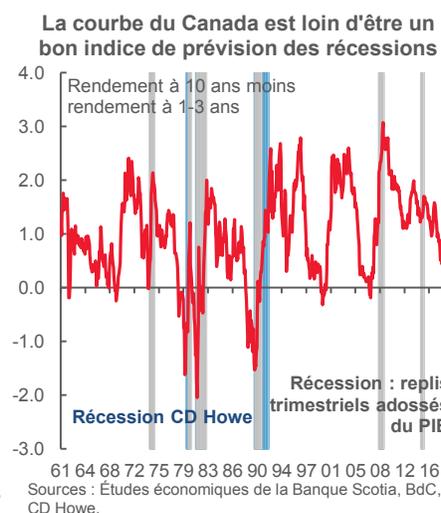
Graphique 14



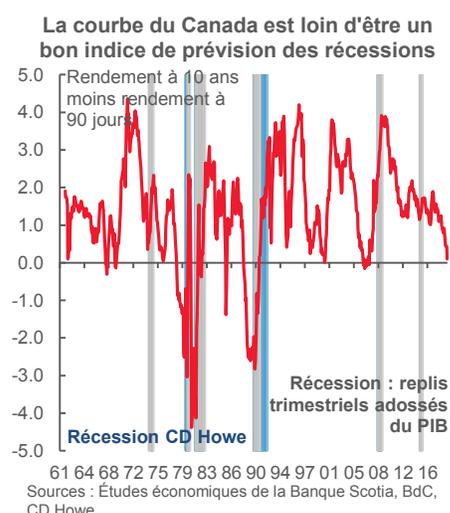
Graphique 15



Graphique 16



Graphique 17



graphique 18 indique que la courbe des rendements des obligations de sociétés américaines est aplani ou se pentifie légèrement à la hausse pour les titres de créance les mieux cotés qui sont relativement proches d'être des substituts d'obligations d'État. Il reste un rattrapage d'écart important à faire sur l'ensemble des échéances pour d'autres notes de crédit. Aucune courbe de notation du crédit n'est inversée. **Ce fait est important, puisque les établissements de crédit ont besoin d'une marge de rattrapage des écarts positive pour pouvoir offrir des conditions de crédit attrayantes à plus long terme, ce qui est essentiel pour l'économie.** Le graphique 19 fait état des écarts d'échéance à 90 jours/10 ans selon la note de risque aux États-Unis et indique en quoi ce corollaire institutionnel pour le meilleur indice de prévision souverain des récessions reste positivement orienté.

Les graphiques 20 et 21 font ressortir l'évidence statistique pour le Canada. Il faut faire une distinction : **l'écart de notation canadien est plus positif sur l'ensemble des échéances et des notes de risque, en tenant compte des échéances plus rapprochées par rapport aux États-Unis.**

D'autres travaux menés par Nikita Perevalov (veuillez cliquer sur [ce lien](#)), de la Banque Scotia, nous apprennent que la courbe des rendements canadiens peut s'améliorer comme indicateur de récession en ajoutant au modèle la pente de la courbe des rendements américains et un baromètre de confiance, ce qui donne toujours une faible probabilité de récession et ce qui pourrait même être surévalué pour les raisons exprimées dans ces pages en ce qui concerne les distorsions produites par les politiques sur les courbes des rendements des deux pays.

LA RÉSERVE FÉDÉRALE : CE N'EST PAS NÉCESSAIREMENT TERMINÉ

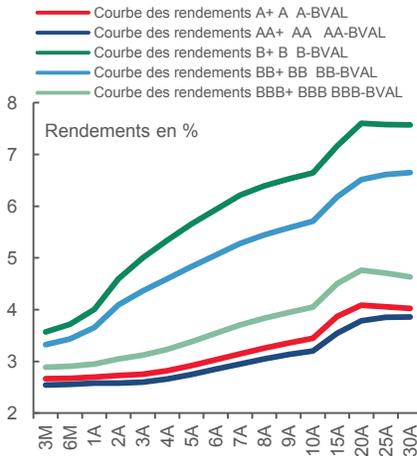
Bien que les risques actuels pèsent probablement sur la conviction de la plupart des prévisionnistes, nous continuons de faire valoir, de préférence, que la Réserve fédérale américaine pratique toujours un

taux qui se situe non loin de son taux directeur neutre (2,75 %) et qu'elle pourrait bien se remettre à apporter des mises au point à la fin de son cycle de relèvement des taux. En fait, nous prévoyons un autre relèvement et nous circonscrivons dans une fourchette ce résultat très probable en attribuant des coefficients de pondération égaux à ces deux éventualités ou ni à l'une ni à l'autre, en penchant particulièrement en faveur d'un scénario de réduction, compte tenu de l'information déjà publiée. La possibilité de surcibler le taux directeur neutre est portée par l'allègement de la conjoncture financière, comme nous l'expliquons plus loin, et par l'attente voulant que l'économie américaine émerge d'un passage à vide qui n'a pas été vraiment « vide ».

Pour l'heure, les économistes ont brusquement révisé leur consensus sur leurs prévisions à court terme de croissance en amoindrissant les attentes pour le T1 peut-être trop considérablement et en pariant sur un rebond au T2 (graphique 22). Ces révisions à la baisse étaient probablement attribuables à des chocs idiosyncrasiques imprévus, par exemple la paralysie des bureaux de l'État américain et les épisodes météorologiques plus inclements que d'habitude, mais aussi à la demande devancée par les mesures de relance qui ont été mises en œuvre au début de l'année écoulée. Cet effet devancé devrait échoir incessamment. Le consensus a fait de même avec les prévisions sur l'inflation fondamentale des dépenses des ménages aux États-Unis (graphique 23). **Nos prévisions internes laissent entrevoir un rebond de la croissance, notamment dans le secteur des dépenses de consommation, pendant toute l'année 2019 jusqu'en 2020, à un rythme égal ou parfois supérieur au taux de croissance potentiel non inflationniste de l'économie.** Ainsi, l'économie américaine serait plongée en territoire de demande globale excédentaire, alors qu'elle connaît déjà, depuis le début des années 2000, une conjoncture de demande excédentaire qui n'a jamais été aussi importante.

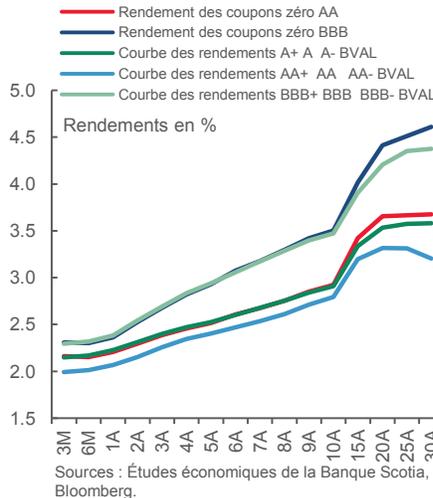
Graphique 18

Le marché des obligations de sociétés américaines ne s'est pas inversé



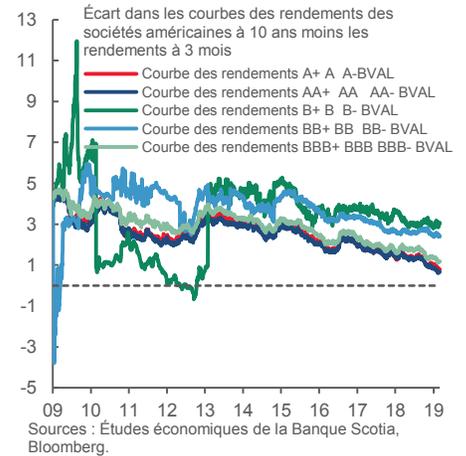
Graphique 20

Le marché des obligations de sociétés canadiennes rémunère toujours le prolongement du terme



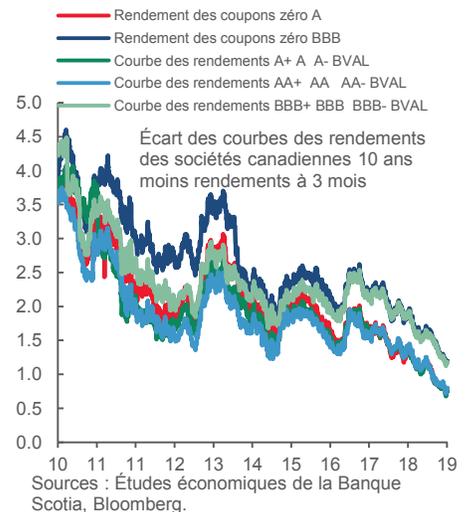
Graphique 19

Les courbes des rendements des sociétés américaines ne s'inversent toujours pas



Graphique 21

Les courbes des rendements des sociétés canadiennes ne s'inversent toujours pas



La volonté de la Fed de constater une hausse des indicateurs de l'inflation pour éclairer un nouveau parti pris de durcissement pourrait ne pas encore être exaucée. Même si la courbe de Phillips s'aplanit plus qu'elle l'a fait auparavant, les effets décalés du plongeon relativement récent en conjoncture de demande excédentaire (graphique 24) pourraient se conjuguer avec la récente preuve statistique d'un plafonnement du dollar américain et de ses effets désinflationnistes (graphique 25), de même qu'avec la croissance ferme des salaires pour porter une légère hausse de l'inflation fondamentale.

Or, pour reprendre une politique de durcissement, il faut que le discours des marchés continue de s'améliorer, et il pourrait être utile que les analystes s'attendent à une reprise de la croissance des bénéfices après un T1 léthargique (graphique 26). Il faut aussi de meilleurs progrès dans l'apaisement des grands risques géopolitiques comme le Brexit, les négociations commerciales sino-américaines et américano-européennes et l'évolution de la politique budgétaire américaine sur le plafonnement de la dette, en plus d'une plus grande stabilité de l'administration américaine que ce que nous avons pu constater jusqu'à maintenant. À l'approche des présidentielles, nous supposons que la volonté de se faire réélire se traduira par une politique plus posée dans le discours. **Au lieu de s'en prendre à la Fed et de proposer des candidatures douteuses pour le conseil des gouverneurs, la remise en ordre de sa politique budgétaire et de ses chambres commerciales est ce qu'il y a de mieux que l'administration Trump pourrait faire pour l'économie.**

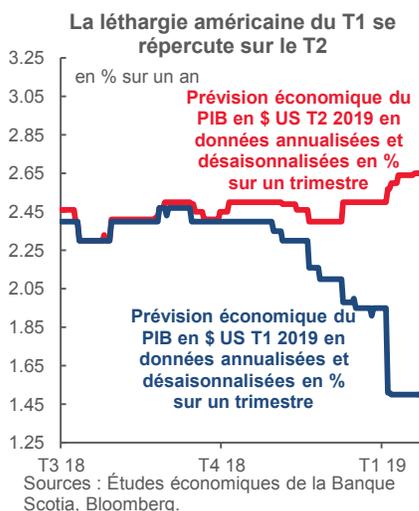
On affirme généralement que la Fed n'a jamais vraiment marqué de pause dans son cycle de relèvements, en tenant un discours de patience uniquement pour pouvoir mieux reprendre ses relèvements de taux par la suite.

Cette affirmation n'est pas tout à fait vraie. Ce qu'il est convenu d'appeler le « coup de sang » de 2013 est un exemple de cas dans lequel la Fed a annoncé qu'elle réduirait les rachats d'obligations dans le cadre du programme d'assouplissement quantitatif 3 uniquement pour observer un bouleversement sur les marchés obligataires. À la grande surprise des marchés, la Fed a décalé la décision de réduire les rachats d'actifs en septembre la même année (décision hors consensus que les Études économiques Scotia avaient prévue exactement) pendant une autre paralysie déstabilisatrice des bureaux de l'État américain. En définitive, la Fed a en effet mis fin à la pause dans ses plans en réduisant ses rachats d'actifs à sa réunion de décembre. **En moins d'un an, le discours de durcissement qui a été amoindri par des mesures de conciliation s'est à nouveau durci et pourrait bien se comparer à ce que nous relevons aujourd'hui.** Toujours est-il que même si cette récente comparaison avec une période marquée par l'alternance entre le durcissement et la pause n'était pas fondée, elle est suffisante pour militer contre de nouveaux relèvements des taux à terme simplement en raison du passé. **Il pourrait bien s'agir d'une autre litanie de faits qui se produiront dans ce cycle sans précédent, et nous ne comptons plus le nombre de décisions qui ont été prises dans ce sens jusqu'à maintenant!**

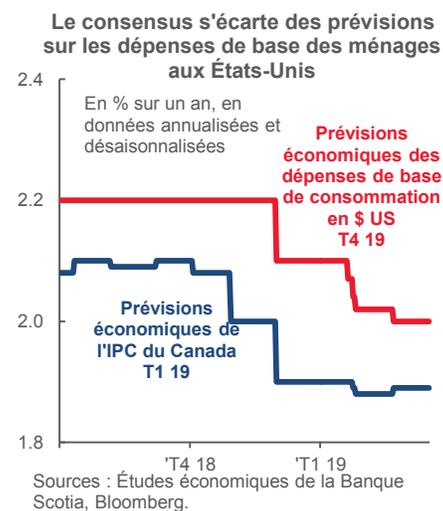
LA BANQUE DU CANADA : DES RELÈVEMENTS DE TAUX INTERROMPUS, MAIS NON ABANDONNÉS

Nous continuons de prévoir un relèvement des taux vers la fin de l'année et peut-être un autre en 2020. Le taux directeur se maintiendrait ainsi aux alentours ou en deçà de la plage estimative de la Banque du Canada pour le taux directeur neutre. Nous vous invitons à consulter [ce lien](#) pour prendre connaissance du texte de Nikita Perevalov, qui fait état de notre estimation interne du « taux neutre », en attendant que la BdC fasse elle-même le point sur sa fourchette estimative de taux.

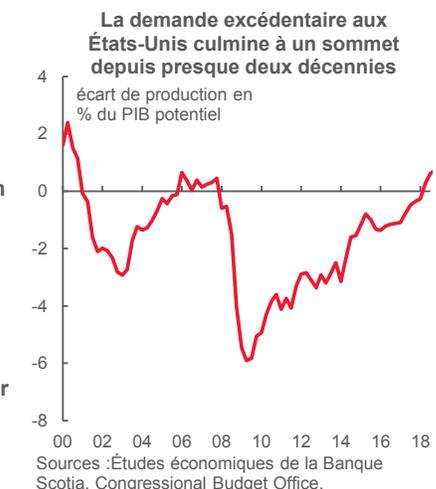
Graphique 22



Graphique 23



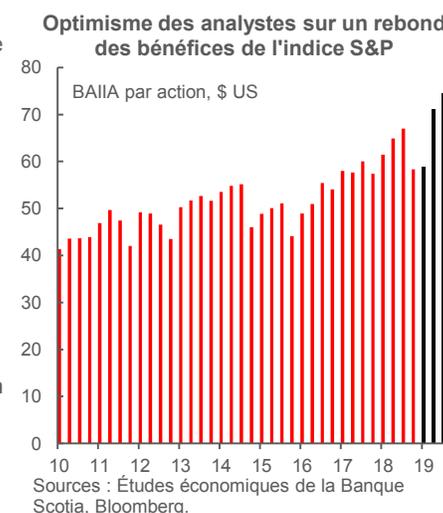
Graphique 24



Graphique 25



Graphique 26



La plupart des arguments exposés jusqu'à maintenant éclairent nos points de vue sur la Banque du Canada et méritent donc simplement d'être évoqués succinctement avant qu'il soit de nouveau question du rôle que joue la structure-cadre des fondamentaux. D'une part, la courbe des titres de dette souveraine du Canada est moins utile que la courbe américaine même faussée pour prédire les récessions. La courbe des rendements des titres de sociétés est mieux orientée à la hausse qu'elle l'est aux États-Unis. Le Canada a importé l'apaisement des marchés obligataires que la Fed a provoqué en plus des effets d'un taux en apparence plus neutre que celui de la Banque du Canada par rapport à ce qui était le cas au début de l'année. La BdC est aussi attentive aux risques géopolitiques qu'aux tensions commerciales. Le Brexit, les risques du plafonnement de la dette américaine et le conflit commercial potentiel dans le secteur de l'automobile sont des motifs de préoccupation pour toutes les autres banques centrales, et il est de mise de faire preuve de prudence à court terme, ce qu'on ne peut faire que s'il se produit des faits imprévisibles, qui pourraient se révéler favorables ou non.

S'il existe un plaidoyer national pour l'assouplissement, les marchés considéreront probablement qu'il faudra un léger dérapage de l'inflation fondamentale (graphique 27) dans le contexte d'un ralentissement économique plus important qu'estimé auparavant (graphique 28). Ce plus grand ralentissement s'explique par les révisions amoindries du PIB dans les récentes années et par des facteurs idiosyncrasiques qui ont pesé, récemment, sur la croissance de l'économie intérieure.

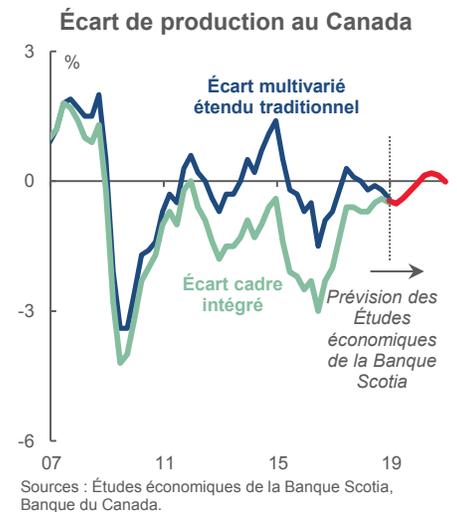
C'est ce qui a effectivement motivé la BdC à réduire ses taux en 2015. Or, nous osons avancer que cette fois, la situation est sans doute vraiment différente. **La conjoncture est différente de ce qu'elle était en 2015, puisqu'à l'époque, on observait une correction plus approfondie et durable des cours du pétrole et des autres produits de base.** Le plongeon des cours du pétrole au Canada en raison de l'embouteillage des transports, de la capacité pipelinrière insuffisante, des décalages dans la mise en service des options de transport ferroviaire et des bouleversements causés par les problèmes de l'automne dernier dans les raffineries américaines s'est depuis inversé en faveur d'un rabais très rapproché sur le WTI. C'est ce qui a porté les échanges commerciaux du Canada — le ratio des prix à l'exportation sur les prix à l'importation — par opposition au plongeon plus soutenu des échanges commerciaux depuis 2014 (graphique 29). Par conséquent, on évite l'effet de traînée soutenue sur les revenus intérieurs qui découlerait normalement d'une baisse durable des cours des produits de base.

À terme, les graphiques 27 et 28 font aussi état de nos prévisions pour un retour à un amenuisement de la capacité excédentaire de l'économie et à un taux d'inflation fondamentale de 2 % comme guide opérationnel sur la cible de synthèse de 2 % de la BdC vers la fin de l'année ou au début de l'an prochain. **Sur cet horizon temporel estimatif, nous prévoyons que la pleine capacité et le « recentrage sur l'objectif », selon les mots du gouverneur Poloz, obligeront à faire converger le taux directeur vers le neutre.**

Graphique 27



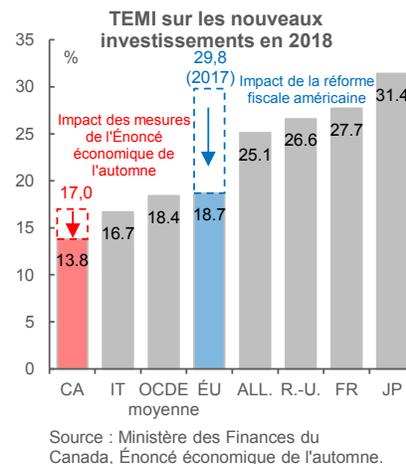
Graphique 28



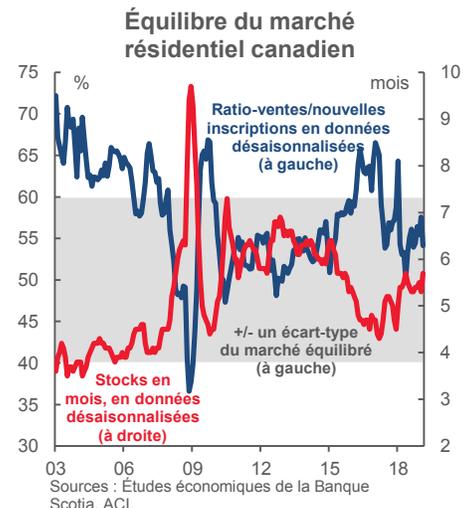
Graphique 29



Graphique 30



Graphique 31



Certains faits viennent conforter l'argument en faveur de nouvelles hausses de taux lorsque la mollesse de l'économie sera absorbée pour faire une croix sur le passage à vide transitoire : la BdC doit affronter la léthargie du dollar, par opposition à la Fed, et le taux directeur, qui accuse un écart de 75 points de base de moins que celui de la Fed, est donc plus stimulant par rapport aux estimations du taux neutre. La forte croissance de l'emploi devrait favoriser les perspectives pour le secteur des ménages alors que les vigoureuses mesures de relance fiscales pourraient porter l'investissement des entreprises (graphique 30). L'accroissement considérable de l'immigration favorise le logement grâce à une conjoncture équilibrée, dans l'ensemble, sur le marché national de la revente (graphique 31). La signature de plusieurs accords commerciaux ces dernières années est également une bonne nouvelle pour la croissance, conditionnée au risque de la mise en œuvre de l'ACÉUM.

Tableau 1
Prévision des Études économiques de la Banque Scotia : courbe des rendements

	2018		2019				2020			
	(fin de trimestre, en %)									
Canada	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	
Taux cible à un jour de la BdC	1,75	1,75	1,75	1,75	2,00	2,00	2,25	2,25	2,25	
Taux de base	3,95	3,95	3,95	3,95	4,20	4,20	4,45	4,45	4,45	
Bons du Trésor à trois mois	1,65	1,67	1,75	1,80	2,00	2,05	2,25	2,25	2,25	
Obligations du Canada à deux ans	1,86	1,55	1,70	1,80	2,05	2,10	2,30	2,30	2,30	
Obligations du Canada à cinq ans	1,89	1,52	1,75	1,90	2,10	2,20	2,35	2,35	2,35	
Obligations du Canada à dix ans	1,97	1,62	1,80	2,00	2,20	2,35	2,45	2,45	2,45	
Obligations du Canada à 30 ans	2,18	1,89	2,10	2,20	2,40	2,50	2,75	2,75	2,75	
États-Unis	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	
Taux cible des fonds fédéraux	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,75	2,75	2,75	2,75	
Taux de base	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,75	5,75	5,75	5,75	
Bons du Trésor à trois mois	2,36	2,39	2,40	2,40	2,40	2,65	2,65	2,65	2,65	
Bons du Trésor à deux ans	2,49	2,26	2,45	2,50	2,60	2,80	2,80	2,80	2,80	
Bons du Trésor à cinq ans	2,51	2,23	2,50	2,60	2,70	2,85	2,85	2,85	2,85	
Bons du Trésor à dix ans	2,68	2,41	2,65	2,75	2,85	2,95	2,95	2,95	2,95	
Bons du Trésor à 30 ans	3,01	2,82	3,00	3,10	3,20	3,25	3,25	3,25	3,25	

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Mexique

EN PERTE D'ÉNERGIE

- La montée de l'incertitude plombe l'activité économique, car elle entraîne un ralentissement des investissements et le report des programmes de dépenses publiques. La création d'emplois devrait faiblir, ce qui donnera lieu à une baisse des dépenses des ménages.
- La réforme du secteur de l'énergie a été mise sur la glace en raison de changements importants au sein de Pemex et du gouvernement. Les acteurs du marché, les analystes, les agences de notation et les investisseurs ont exprimé leurs inquiétudes quant à l'absence d'un plan clair et convaincant de la part de Pemex, exacerbant ainsi la pression sur les sociétés pétrolières et les notes souveraines.
- Les perspectives de l'économie mexicaine sont moroses et laissent entrevoir un ralentissement de la croissance et de nombreux risques. Banco de Mexico devrait maintenir sa politique monétaire restrictive jusqu'à ce que l'inflation de base indique clairement une tendance à la baisse, peut-être au premier trimestre de 2020.

L'économie mexicaine s'essouffle. Le PIB réel n'a progressé que de 1,7 % sur un an au quatrième trimestre de 2018, et ses principales composantes ont obtenu des résultats contrastés puisque la production industrielle a fini l'année en baisse de 0,9 % et le secteur des services, en hausse de 2,7 %. La faiblesse de l'industrie découle en grande partie du déclin continu de l'extraction pétrolière (-8,2 % en données réelles sur un an au quatrième trimestre), imputable à l'épuisement des champs de pétrole et aux problèmes structurels de Pemex. Les piètres résultats du quatrième trimestre ont été aggravés par un fléchissement dans la construction (-2,2 % en données réelles sur un an), qui pourrait refléter une incertitude généralisée.

Les indicateurs de haute fréquence laissent entrevoir un prolongement du ralentissement. La création d'emplois, mesurée par le nombre de personnes assurées par l'institut mexicain de la sécurité sociale, est clairement en baisse (graphique 1). Après avoir fait état d'une hausse sur un an de 4,5 % et de plus 850 000 emplois créés dans les 12 mois précédents en avril-mai 2018, les données de février témoignaient d'un net ralentissement puisque la croissance annuelle s'est établie à 3,1 % et le nombre d'emplois créés, à seulement 604 000. La consommation et les importations de biens d'équipement, qui ont respectivement chuté de 5,3 % et de 5,5 % entre février 2018 et février 2019, indiquent aussi une tendance à la baisse évidente (graphique 2).

Retenons que de nombreux facteurs contribuent à maintenir un niveau d'incertitude élevé qui a pour effet de plomber les investissements, et donc la création d'emplois, ce qui mine la confiance des consommateurs et ralentit l'activité économique.

Les perspectives d'investissement sont surtout assombries par les événements qui se déroulent dans le secteur de l'énergie. L'annulation des enchères visant l'exploitation des ressources de pétrole et d'énergie et le report de la cession des intérêts (farm-out) de Pemex ont eu pour effet de suspendre la réforme de l'énergie, qui devait amener d'importants investissements au pays. Le plan d'affaires de Pemex a également fait l'objet d'un changement largement controversé. La société s'apprête en effet à construire une nouvelle raffinerie à Dos Bocas, dans l'État de Tabasco, mais les marchés, les analystes et les agences de notation s'entendent pour dire qu'il s'agit d'un pari risqué pour une société aux prises avec de nombreux problèmes opérationnels et un stress financier élevé. Le

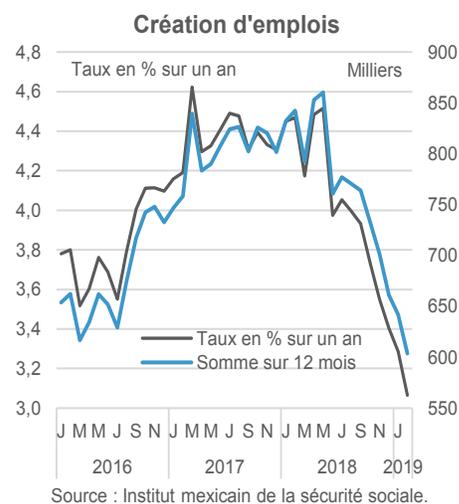
RENSEIGNEMENTS

Mario Correa, premier directeur,
Études économiques
 52.55.5123.2683 (Mexique)
 Scotiabank Mexico
mcorrea@scotiab.com.mx

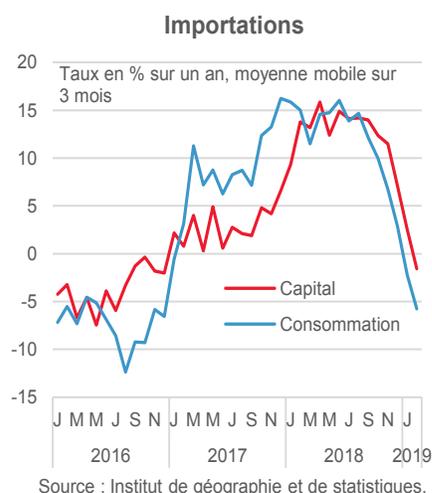
Mexique	2017	2018	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	2,1	2,0	1,4	1,3
IPC (% sur un an, fp)	6,8	4,8	4,0	3,8
Taux directeur banque centrale (% fp)	7,25	8,25	8,25	7,50
Peso mexicain (USDMXN, fp)	19,66	19,65	21,26	21,71

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



Graphique 2



gouvernement, qui n'a pas encore dévoilé son plan de soutien financier pour l'entreprise, songe à utiliser son « fonds d'urgence » (le fonds de stabilisation des recettes budgétaires) et à modifier le régime d'imposition de Pemex pour répondre aux besoins financiers les plus criants de la société pétrolière. Les finances de Pemex sont étroitement liées à celles du gouvernement, et si les deux parties ne parviennent pas à produire un plan crédible capable de restaurer la rentabilité de la société, les notes de crédit de Pemex et des titres d'État seront revues à la baisse.

Pour l'instant, la discipline budgétaire fait l'objet d'un large consensus. Le ministère chargé de l'économie vise un excédent primaire de 1 % du PIB pour 2019, et jusqu'à présent, il respecte son engagement puisque le solde primaire s'établit au-dessus de cette cible pour les deux premiers mois de l'année (57,7 G MXN contre 12,4 G). Il existe toutefois un risque d'exécution, comme l'ont souligné les agences de notation. À mesure que l'économie ralentit, les recettes fiscales diminuent, et c'est ce que signalent déjà les récentes données sur la perception de l'impôt et, surtout, les revenus issus de la taxe sur la valeur ajoutée, qui sont en deçà des cibles (577,8 G contre 590,9 G dans le premier cas, et 165,7 G par rapport à 180,5 G dans le deuxième). Ces chiffres indiquent également que l'activité économique décélère.

Certains événements inhabituels survenus au premier trimestre auront un effet négatif, mais temporaire, sur l'activité économique : une fâcheuse perturbation de la distribution de carburants dans de nombreux états comprenant de grandes zones métropolitaines et les efforts de lutte contre le vol de carburant ont entraîné des retards et d'importantes pertes de temps pour les citoyens en janvier. Les barrages installés par certains membres du syndicat des enseignants sur des voies ferrées à Michoacán, de même que des grèves organisées par des travailleurs de « maquiladoras » à Matamoros, dans l'État de Tamaulipas, ont aussi perturbé l'activité économique.

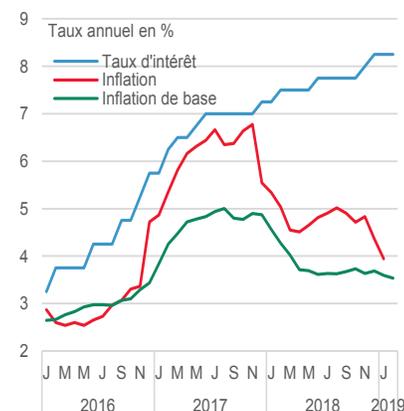
Comme les nouveaux responsables doivent apprendre les rouages de leur nouveau poste, il n'est pas rare qu'un nouveau gouvernement reporte des dépenses publiques durant sa première année de pouvoir. Les reports devraient toutefois être plus importants que prévu parce qu'une restructuration en profondeur du gouvernement fédéral est en cours. Le gel des salaires des fonctionnaires engendre un exode du personnel gouvernemental, et certains postes clés demeurent inoccupés alors que de nombreux autres le sont par des novices qui n'ont pas l'expérience ou les compétences requises.

Les perspectives de l'économie mexicaine sont donc peu reluisantes puisque l'on prévoit une croissance réelle de 1,4 % cette année et de 1,3 % en 2020. L'investissement total devrait se contracter de 3,1 % en 2019, et de 1,1 % en 2020, alors que la consommation privée devrait progresser de 1,6 % durant ces deux années. Les exportations demeureront l'un des principaux moteurs de l'économie grâce à des taux de croissance de 4,8 % et de 3,8 % (en dollars américains) dans le secteur non pétrolier cette année et en 2020, à moins bien sûr que le gouvernement américain ne décide d'adopter des mesures extrêmes, comme l'imposition de tarifs sur les automobiles ou la fermeture de la frontière.

Comme la Réserve fédérale a considérablement modifié l'orientation future de sa politique monétaire, on s'attend maintenant à ce que la Banco de Mexico maintienne son taux de référence jusqu'à la fin de l'année et à ce qu'elle amorce un cycle de baisse au début de 2020. Ce scénario est bien sûr tributaire du comportement de l'inflation, qui devrait selon nous diminuer graduellement en raison du ralentissement de la croissance. Les marchés financiers du Mexique s'attendaient à ce que la Banco de Mexico change radicalement de ton et à ce qu'elle annonce jusqu'à trois baisses du taux référence durant l'année, mais la banque centrale a conservé un ton ferme et maintenu ses prévisions d'inflation haussière lors de sa dernière décision de politique monétaire, indiquant ainsi qu'elle préférerait pour l'instant demeurer sur la touche. Fait à noter, alors que l'on s'attend à ce que les finances publiques demeurent sous pression en raison du ralentissement économique, la politique monétaire devient le pilier le plus important de l'économie, et la Banco de Mexico en est bien consciente.

Nous prévoyons une répétition du scénario des années précédentes en matière de taux de change, et croyons donc que celui-ci demeurera hautement volatil tout au long de l'année en raison des perspectives incertaines et des perceptions changeantes des investisseurs internationaux à l'égard du risque à l'échelle mondiale. Dans un contexte financier défavorable pour les marchés émergents, la monnaie nationale devrait se déprécier légèrement et perdre plus de 21 pesos par rapport au dollar d'ici la fin de l'année.

Les facteurs pouvant influencer négativement l'économie mexicaine sont plus nombreux que les facteurs potentiellement positifs, ce qui assombrit encore davantage les perspectives. Ces facteurs négatifs incluent notamment les risques suivants : les problèmes financiers de Pemex pourraient s'aggraver et mettre à mal les finances publiques, ce qui donnerait éventuellement lieu à une décote des titres souverains; la situation budgétaire du pays pourrait se dégrader si les recettes publiques n'augmentaient pas au rythme prévu; la suprématie de la règle de droit pourrait être remise en cause; les investissements directs étrangers et ceux de l'ensemble de l'économie pourraient baisser de manière encore plus drastique; de nouveaux chocs inflationnistes pourraient compromettre la baisse de l'inflation et inciter la Banco de Mexico à resserrer davantage sa politique monétaire. Pour ce qui est des risques externes, il se pourrait que les tensions financières s'intensifient à l'échelle mondiale en raison, notamment, d'une éventuelle

Graphique 3
Politique monétaire et inflation


Sources : Banxico, Institut de géographie et de statistiques.

montée des tensions commerciales, d'un brusque ralentissement de l'économie mondiale, d'un Brexit dur qui engendrerait des répercussions négatives ailleurs dans le monde, d'une détérioration plus sévère que prévu de la situation des marchés émergents et d'une possible escalade des tensions géopolitiques.

En revanche, les facteurs internes suivants pourraient améliorer les perspectives du Mexique : la présentation d'un plan d'affaires réaliste susceptible d'améliorer la productivité et la rentabilité de Pemex et du secteur de l'énergie; la reprise des enchères de gisements pétroliers et de ressources hydroélectriques; une nouvelle répartition des dépenses relatives aux programmes sociaux; l'adoption de mesures pour renforcer la suprématie de la règle de droit; un retour de la confiance des entreprises qui aurait pour effet de stimuler l'investissement; une hausse plus élevée que prévu des recettes publiques parce que plus de contribuables seraient inclus dans le secteur réglementé; l'apparition inattendue de chocs positifs qui contribueraient à brider la dynamique d'inflation; une amélioration des perspectives relatives à la note souveraine. Les facteurs externes susceptibles d'améliorer le contexte sont les suivants : une atténuation des tensions commerciales à l'échelle mondiale et la signature d'une entente entre les États-Unis et la Chine; une amélioration notable de la perception des risques à l'échelle mondiale, surtout en ce qui a trait aux marchés émergents; une accélération de l'activité économique en Chine et en Europe.

Colombie

LE DOUBLE DÉFICIT EST-IL VIABLE?

- **L'activité économique colombienne reprend graduellement du mieux. Les mesures et les prévisions d'inflation sont modérées, alors que le taux directeur est légèrement expansionniste. Un retrait très graduel des mesures de relance monétaire est toujours prévu.**
- **Les déséquilibres budgétaire et commercial se creusent à un rythme préoccupant en Colombie. Le récent assouplissement de la règle budgétaire et la détérioration du déficit courant pour 2018 et 2019 pourraient donner lieu à une décote de la part des agences de notation, mais les titres de grande qualité devraient se maintenir.**

La reprise de la demande intérieure s'est accélérée l'an dernier. Alors que le PIB avait progressé de 2,6 % en 2018 (par rapport à 1,4 % en 2017), la demande intérieure a grimpé de 3,8 % (contre 1,2 % en 2017). Les récents indicateurs, comme l'activité manufacturière, les ventes au détail, la demande d'énergie et les importations de biens d'équipement, laissent entrevoir une accélération de la reprise de la demande intérieure. La vigueur de la demande intérieure et le fait que le déficit budgétaire s'est avéré beaucoup plus important que prévu aggravent le déficit du compte courant, ce qui crée certaines inquiétudes. En revanche, les pressions inflationnistes demeurent faibles malgré l'accélération de la croissance, car l'économie n'a pas atteint son plein potentiel.

Le déficit du gouvernement central s'est établi à 3,1 % du PIB l'an dernier après qu'un comité budgétaire indépendant a permis au gouvernement d'emprunter l'équivalent de 0,4 point de pourcentage du PIB de plus que le montant initialement prévu en 2017 en raison de la surcapacité élevée de l'économie. En fait, les plus récents calculs du comité budgétaire indiquent que l'économie n'atteindra son plein potentiel qu'en 2024 et que l'écart négatif a augmenté à 3,7 % en 2018. Dans ses dernières décisions, le comité budgétaire a également invoqué une disposition d'exception pour faire passer la cible de déficit pour 2019 de 0,3 % à 2,7 % du PIB, et de 0,1 % à 2,3 % pour 2020, afin d'offrir au gouvernement une certaine marge de manœuvre pour faire face à l'augmentation temporaire du nombre d'immigrants en provenance du Venezuela et aux dépenses collectives qui en découlent. L'ampleur de la hausse est relativement faible et les marchés en ont fait peu de cas. Ceux-ci ont surtout remarqué que la facilité avec laquelle cette augmentation a été ratifiée suggère que la règle budgétaire est plus souple que l'on pourrait le croire.

Le déficit du compte courant demeure un sujet d'inquiétude. Il s'établissait à 3,4 % du PIB en 2017 (6,3 % en 2015), mais a augmenté à 3,8 % en 2018. Le financement du déficit n'a jusqu'à présent posé aucun problème, car l'investissement direct étranger permet de le couvrir à hauteur de 105 % (87 % en 2018). Fait à noter, comme la production de biens durables au pays est faible, l'expansion économique (surtout l'investissement) cause un accroissement du déficit du compte courant, imputable à une hausse des entrées de capitaux et des importations de matières premières. La récente montée de la demande intérieure a suivi cette tendance puisque les entrées de capitaux et les importations de matières premières ont augmenté de presque 12 % sur un an. Habituellement, les importations de matières premières se financent par elles-mêmes au moyen de l'investissement direct étranger, mais l'ampleur du déficit du compte courant signifie que la reprise de la demande intérieure demeure très dépendante de moyens financiers externes.

RENSEIGNEMENTS

Sergio Olarte, économiste principal

57.1.745.6300 (Colombie)

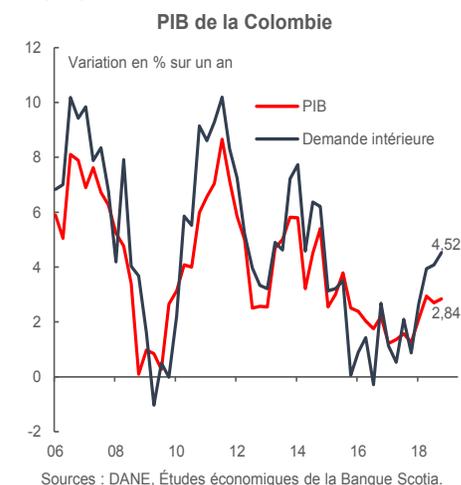
Scotiabank Colombia

sergio.olarte@co.scotiabank.com

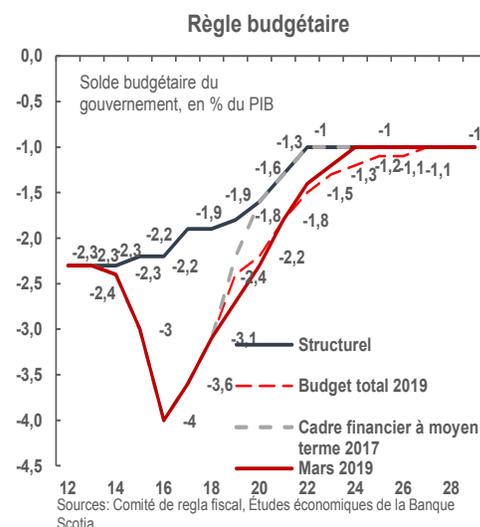
Colombie	2017	2018	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	1,8	2,6	3,4	3,8
IPC (% sur un an, fp)	4,1	3,2	3,2	3,1
Taux directeur banque centrale (% fp)	4,75	4,25	4,50	4,75
Peso colombien (USDCOP, fp)	2 986	3 254	3 120	3 167

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

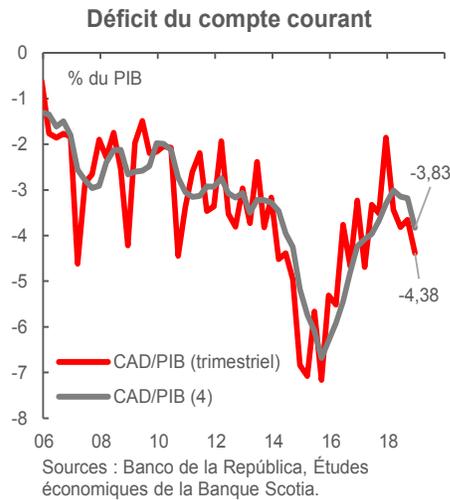
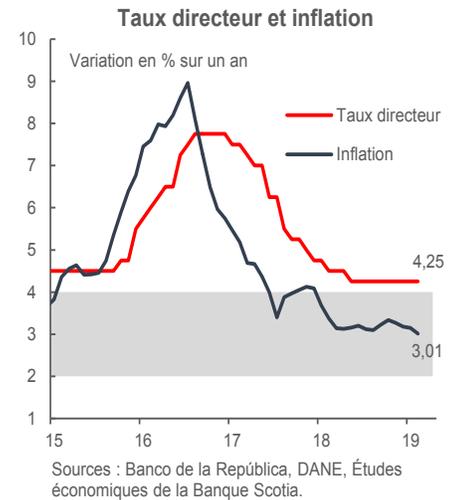
Graphique 1



Graphique 2



Le niveau élevé du compte courant ne devrait pas avoir d'incidence sur l'orientation de la politique monétaire, même si certains analystes pensent le contraire. La BanRep a clairement indiqué qu'elle jugeait inapproprié d'utiliser le taux directeur pour gérer la position extérieure du pays. Nous croyons donc que la BanRep ne resserrera pas sa politique monétaire pour atteindre ce but. Comme l'inflation se trouve au milieu de la fourchette cible, que les prévisions à cet égard sont modérées et que la Fed et la BCE ont adopté des positions plus conciliantes, La BanRep ne ressent pas l'urgence de resserrer sa politique même si la croissance se raffermirait. Nous croyons que la BanRep maintiendra le taux directeur à 4,25 % tant que les mesures et les prévisions d'inflation demeureront près de la cible et que la reprise graduelle se poursuivra. Nous croyons donc que la BanRep ne relèvera le taux directeur qu'une seule fois cette année pour le porter à 4,5 % en septembre, après la publication des données sur la croissance du premier semestre.

Graphique 3

Graphique 4


Pérou

LES RÉSULTATS DU PREMIER TRIMESTRE 2019 AYANT DÉÇU LES ATTENTES, NOUS AVONS REVU À LA BAISSÉ NOS PRÉVISIONS DE CROISSANCE DU PIB

- Le déclin de l'investissement public et du secteur des ressources nuit à la croissance.
- La consommation demeure vigoureuse, mais l'investissement privé est inconsistant et sporadique.
- Compte tenu de la faible inflation, la banque centrale reporte la hausse du taux directeur et indique qu'elle sera moins importante que prévu.
- Après une absence de 14 mois, la banque centrale est revenue sur le marché des changes au comptant pour freiner l'appréciation du PEN.
- Le contexte macropolitique s'est amélioré, mais le conflit social et la corruption causent toujours des inquiétudes.

Nous avons abaissé de 3,7 % à 3,2 % nos prévisions de croissance du PIB pour le premier trimestre de 2019. Le PIB a enregistré une croissance famélique de 1,6 % sur un an en janvier, et ce sera à peine mieux en février. La croissance sera principalement concentrée en mars, mais ce sera en grande partie parce que le mois sera plus long cette année puisque Pâques tombe en avril.

Deux facteurs expliquent la léthargie observée au premier trimestre : la croissance négative du secteur des ressources et la chute marquée de l'investissement public. Ces facteurs avaient été pris en compte, mais l'ampleur de leur effet avait été sous-estimée. La baisse de la production du secteur de la pêche (nous prévoyons une croissance négative de -18 % au premier trimestre) est temporaire et est imputable au faible El Niño et au décalage des saisons de pêche. La composante des mines devrait générer une croissance conforme à nos prévisions cette année, c'est-à-dire 2,3 %, pourvu que la production de la mine de cuivre de Las Bambas ne soit pas trop perturbée par le conflit en cours depuis février.

C'est toutefois l'investissement public qui a causé la plus grande déception au premier trimestre, reculant de 6 % en janvier et de 29 % en février en raison des nombreux changements survenus au sein du gouvernement depuis le 1^{er} janvier, dans la foulée des élections locales et régionales de l'an dernier. Notons toutefois que les données préliminaires indiquent une hausse assez forte en mars, ce qui laisse place à l'espoir. De manière générale, l'investissement public demeure l'élément qui déterminera l'ampleur de la hausse du PIB en 2019. S'il demeure aux niveaux observés en janvier et en mars, il sera alors plus difficile d'atteindre une croissance du PIB global de 4,0 % sur l'année. Il est toutefois trop tôt pour tirer des conclusions puisque chaque année, l'investissement public a tendance à être plus volatil au premier trimestre.

Le secteur privé demeure donc le moteur de l'économie. La consommation est suffisamment forte pour nous inciter à relever de 3,3 % à 3,6 % nos prévisions pour 2019. L'investissement privé montre cependant des signes d'essoufflement, comme l'atteste la diminution de la croissance des prêts aux entreprises, qui est passée de 7,6 % à 5,3 % entre la fin de 2018 et le mois de février. Le secteur minier fait exception puisque les investissements y ont augmenté de 48 % sur un an en janvier et que cette embellie devrait se poursuivre malgré le conflit social en cours. Nous avons revu nos prévisions de croissance à la hausse pour ce secteur (14 % à 23 % pour 2019), ce qui représenterait une

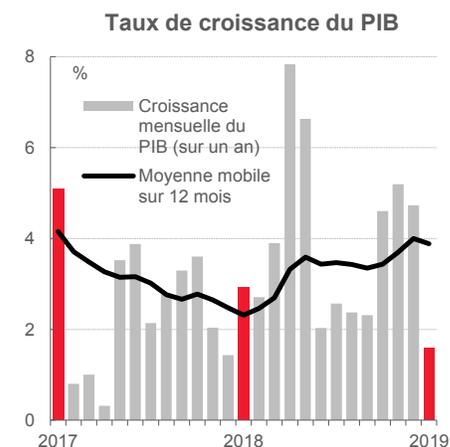
RENSEIGNEMENTS

Guillermo Arbe, chef, Études économiques
 511.211.6052 (Pérou)
 Scotiabank Peru
guillermo.arbe@scotiabank.com.pe

Pérou	2017	2018	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	2,5	4,0	4,0	4,0
IPC (% sur un an, fp)	1,4	2,2	2,4	2,5
Taux directeur banque centrale (% fp)	3,25	2,75	2,75	2,75
Sol péruvien (USDPEN, fp)	3,24	3,37	3,30	3,25

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



Sources : INEI; prévisions : service de recherche de Scotiabank Peru.

augmentation de l'investissement de 4,95 G \$ US à 6 G \$ US entre 2018 et 2019, soit le montant le plus élevé en quatre ans.

La situation est donc fort différente entre le secteur des ressources et les autres secteurs. Parallèlement, c'est la demande intérieure qui soutient le plus la croissance, mais elle pourrait avoir perdu un peu de sa vigueur en raison de la faiblesse de l'investissement public. La croissance du PIB global au premier trimestre exagère toutefois l'ampleur du ralentissement, et n'est pas le reflet d'un déclin généralisé.

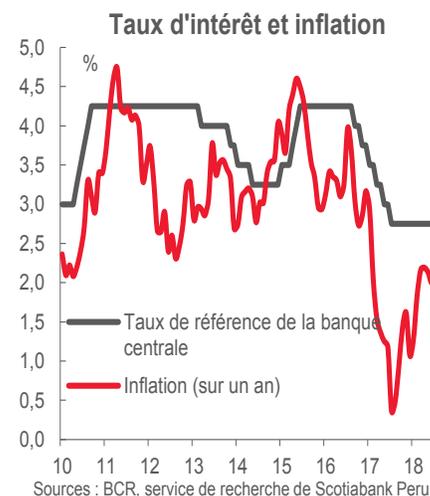
L'inflation, qui s'établissait à 2,2 % en mars, demeure dans la zone de confort de la banque centrale. Comme les risques de hausse (faiblesse de la demande extérieure et volatilité des marchés mondiaux) sont compensés par des risques de baisse (fléchissement de la demande intérieure), elle estime que le risque global est neutre. De nombreux facteurs l'ont d'ailleurs incitée à exprimer clairement son intention de maintenir plus longtemps le taux de référence à 2,75 % : l'inflation est à un niveau raisonnable, l'économie progresse, mais ne surchauffe pas, le marché des changes se comporte bien et les prix des métaux ne sont ni trop élevés ni trop bas. Seule réserve, le taux réel se situe à 0,35 %, ce qui signifie que la politique monétaire est nettement expansionniste pour une économie qui croît à un taux de 4,0 %. Toutefois, comme la banque centrale semble apprécier sa zone de confort et que les indicateurs économiques sont très stables, ce faible taux n'influencera pas ses décisions pour l'instant. C'est du moins ce que les signaux qu'elle émet laissent entendre. C'est pourquoi nous ramenons d'une à zéro nos prévisions concernant le nombre de hausses de taux pour 2019.

La banque centrale a cependant modifié sa position dans un domaine. En effet, après s'être abstenue d'intervenir sur le marché des changes au comptant pendant près de 14 mois, elle y est retournée en mars. Cette décision est probablement liée aux investissements étrangers de 3 G \$ US dans les obligations souveraines au premier trimestre. La banque centrale a tendance à se montrer plus active lorsqu'elle observe d'importants mouvements de capitaux à court terme. Les investissements étrangers dans les obligations souveraines ont augmenté de 51 % en mars, par rapport à 46 % en décembre.

Le déficit budgétaire du Pérou a diminué à 2,1 % durant la période de 12 mois précédant le mois de février, après avoir terminé l'année 2018 à 2,5 %. Cette donnée est conforme à notre prévision de 2,0 % pour l'ensemble de 2019.

La politique demeure désordonnée, mais pose dans l'ensemble un risque moindre qu'en 2018. La gouvernabilité s'est améliorée, notamment grâce à la mise en place d'un nouveau cabinet, à une présidence plus solide et à une opposition moins forte au Congrès. Le nouveau cabinet qui a été nommé en mars devrait privilégier des positions centristes et favorables au marché. Le chef du cabinet, Salvador del Solar, a la réputation d'être un homme raisonnable et incorruptible, en plus d'être un bon communicateur, mais il a relativement peu d'expérience politique, ce qui constitue un risque. L'un des premiers défis auxquels est confronté M. Del Solar est le mouvement de protestation entourant la mine de cuivre de MMG située à Las Bambas. La route d'accès est bloquée par la communauté locale depuis le début de février, ce qui a amené Las Bambas à invoquer la clause de force majeure prévue au contrat. La mine de Las Bambas représente 16 % de la production nationale de cuivre, soit environ 1 % du PIB total, ce qui ne compromettra nos prévisions de PIB global que si la production est perturbée pour une période prolongée.

Comme le ministre des Finances, Carlos Oliva, a été confirmé dans ses fonctions, nous ne nous attendons à aucune surprise du côté de la politique économique. Les changements au sein du cabinet devraient toucher certaines politiques sectorielles, mais n'entraîneront pas nécessairement une refonte en profondeur des lignes directrices et des méthodes de gestion de la politique économique. M. Del Solar devra prouver qu'il peut établir de bonnes relations avec les gouvernements régionaux et trouver des moyens pour stimuler l'investissement public, et qu'il est capable de gérer l'épineux et persistant problème de la corruption au pays.

Graphique 2

Graphique 3


Chili

LA CROISSANCE SE FAIT TOUJOURS ATTENDRE

- Nous prévoyons toujours une croissance d'environ 3,2 % pour 2019 et 2020 et nous croyons que la demande intérieure sera principalement soutenue par les investissements qui, comme à l'habitude, se concrétiseront plus rapidement si les réformes politiques sont approuvées et si les termes de l'échange sont favorables. La croissance devrait s'accélérer à mesure que l'année progresse.
- Le chômage se résorbera lentement, ce qui réduira les pressions salariales et contribuera à juguler l'inflation, qui devrait s'établir à 2,8 % en 2019. La banque centrale devrait donc relever les taux très graduellement et n'opérer qu'une seule hausse en 2019 (25 pb au quatrième trimestre), et deux autres au cours du premier semestre de 2020.
- Les perspectives dépendent largement de l'évolution du contexte politique, car l'amélioration du contexte d'affaires passera principalement par l'adoption des réformes proposées par le gouvernement.

LE POINT SUR LA CONJONCTURE MACROÉCONOMIQUE

La croissance de l'économie chilienne a été conforme aux attentes en 2018 (4 %), mais elle s'était considérablement étiolée au fil des mois. L'écart entre le très vigoureux premier semestre (5 %) et le décevant deuxième (3,1 %) a été prononcé, et a été constaté dans la plupart des secteurs. Même si la croissance s'est quelque peu accélérée au dernier trimestre de 2018, elle s'est avérée plutôt faible au début de 2019. D'autre part, la demande intérieure a grimpé de 4,7 % l'an dernier, soutenue par l'investissement (surtout dans la machinerie), mais la consommation a également progressé de 4 % et la consommation publique a ralenti à 2,2 %, un creux de plusieurs décennies. La plupart des problèmes qui ont fait baisser les attentes au deuxième semestre de 2018, notamment la chute des cours du cuivre et la lenteur à laquelle progressent les réformes gouvernementales, pourraient encore entraver la croissance. Nous prévoyons toujours une croissance d'environ 3,2 % pour 2019 et 2020 et nous croyons que la demande intérieure sera principalement soutenue par les investissements qui, comme à l'habitude, se concrétiseront plus rapidement si les réformes politiques sont approuvées et si les termes de l'échange sont favorables. Bien que la croissance reprenne manifestement une certaine vigueur – récemment attestée par des données fiables sur les investissements planifiés – nous nous attendons à ce que la croissance soit plus vigoureuse au deuxième trimestre qu'au premier.

La consommation pourrait ralentir la reprise puisque l'on ne s'attend pas à ce que le marché de l'emploi rebondisse de manière notable en 2019. Notons d'abord que même si cette situation est due à des anomalies statistiques, la croissance de l'emploi est demeurée faible pour des raisons tant cycliques que ponctuelles. En 2018, la moyenne du taux de chômage s'est établie à 6,9 % et les statistiques des deux premiers mois de 2019 indiquent que les choses ne se sont pas beaucoup améliorées. Le taux de chômage demeurera donc élevé, ce qui aura pour effet de contenir les hausses salariales et, par conséquent, les coûts et l'inflation. Rappelons que l'inflation de base (qui exclut les aliments et l'énergie) et l'inflation sur 12 mois sont plus près de 2 % que de 3 % (la cible d'inflation de la banque centrale pour les deux prochaines années). Quoi qu'il en soit, nous prévoyons que l'inflation s'établira à 2,8 % en 2019, alors que d'autres sont d'avis qu'elle sera plus élevée. Cette différence d'opinions s'explique principalement par la faiblesse de l'inflation dans le secteur des services, l'incidence de certains prix réglementés et de l'augmentation prévue du salaire minimum au cours des prochains mois et la légère pression à la hausse que devrait exercer le taux de change.

RENSEIGNEMENTS

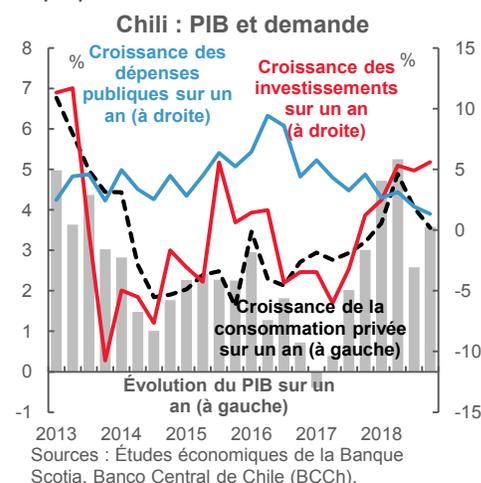
Carlos Muñoz Cárcamo, économiste
 56.2.2939.1026 (Chili)
 Scotiabank Chile
carlos.munoz@scotiabank.cl

Benjamin Sierra, économiste des marchés financiers
 56.2.2619.4974 (Chili)
 Scotiabank Chile
benjamin.sierra@scotiabank.cl

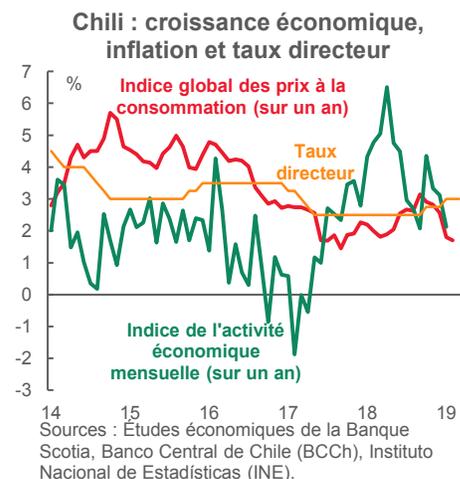
Chili	2017	2018	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	1,5	4,0	3,2	3,2
IPC (% sur un an, fp)	2,3	2,6	2,8	3,0
Taux directeur banque centrale (% fp)	2,50	2,75	3,25	3,75
Peso chilien (USDCLP, fp)	615	694	650	640

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



Graphique 2



Par conséquent, la politique monétaire devrait devenir plus conciliante. Le marché, qui prévoyait en décembre dernier que la banque centrale relèverait trois fois le taux directeur de 25 pb pour l'établir à 3,5 % ou même à 3,75 % à la fin de cette année, ne s'attend maintenant plus qu'à une seule hausse. C'est aussi notre avis et nous croyons que ce tour de vis surviendra au quatrième trimestre. Le ralentissement du processus de normalisation s'explique par la faiblesse de l'inflation, les capacités excédentaires accrues et un environnement externe plus difficile, mais nous prévoyons tout de même deux hausses au premier semestre de 2020. Dans son dernier rapport sur la politique monétaire, la banque centrale a revu ses prévisions de croissance et d'inflation à la baisse pour cette année, et dans son rapport de juin, elle devrait revoir l'estimation du taux directeur neutre et, selon la plupart des analystes, elle en abaissera la fourchette entre 3,75 % et 4,25 %.

PANORAMA POLITIQUE : IL NE RESTE QU'UNE ANNÉE AVANT LES ÉLECTIONS POUR TROUVER DES SOLUTIONS

Le panorama politique a maintenant une incidence critique, car l'amélioration du contexte d'affaires semble dépendre largement du résultat final des réformes proposées par le gouvernement, dont la coalition n'est majoritaire dans aucune des chambres du Congrès. La priorité est la réforme du système fiscal, qui vise notamment à rétablir un lien entre revenu de société et revenu personnel, ce qui devrait stimuler et faciliter les investissements privés. L'opposition demande certains compromis (le retrait d'autres exonérations fiscales, par exemple). Les investisseurs veulent obtenir un portrait clair, et le style de l'entente qui sera finalement conclue, et la rapidité avec laquelle elle le sera, pourraient compter davantage que les sommes qui seront nécessaires pour opérer les changements. Nous croyons que la solution ne sera vraisemblablement pas optimale, mais une entente soulevant peu d'opposition pourrait être signée d'ici trois à six mois pour résoudre l'impasse et assouplir certains aspects du système fiscal. La réforme du système de pensions, qui devrait comporter une hausse du taux de cotisation pour bonifier les pensions futures, sera probablement la plus simple à mettre en œuvre et se fera de manière graduelle. En revanche, la réforme de l'emploi est celle qui s'annonce la plus ardue, mais comme le gouvernement a déjà l'intention de conclure des accords partiels à cet égard, il est donc fort peu probable que des changements profonds soient apportés. Aucune élection n'est prévue cette année, ce qui donne à l'administration l'occasion de se concentrer sur ces réformes clés sans avoir à se préoccuper d'une campagne électorale.

PRINCIPAUX RISQUES : LE STATU QUO

Les principaux risques sont les mêmes depuis un bon moment. Le contexte international est difficile et les problèmes sont surtout liés aux termes de l'échange. Les prix du cuivre ont légèrement progressé au cours des trois derniers mois, mais le risque d'une correction découlant de la faiblesse persistante en Chine, par exemple, est la principale source de préoccupations. Au pays, le risque est principalement politique et concerne la capacité du gouvernement à faire approuver les grandes réformes qui permettront d'améliorer les perspectives de croissance.

Royaume-Uni

- **La croissance devrait rester anémique cette année et l'année prochaine en raison de l'incertitude entourant le Brexit et du ralentissement prévu de la croissance économique mondiale. Comme, en outre, l'inflation est inférieure à la cible, nous prévoyons que la Banque d'Angleterre restera sur la touche jusqu'au 3^e trimestre de 2020.**

Les perspectives économiques du Royaume-Uni sont clairement binaires. D'un côté, on retrouve notre prévision de référence : une sortie ordonnée de l'Union européenne (UE), marquée par quelques épisodes de remous politiques au cours de la période de transition formelle et une croissance relativement faible à court terme, le temps que l'économie britannique s'ajuste à la nouvelle réalité. De l'autre côté, on trouve une prévision plus pessimiste : une sortie ardue de l'Union européenne, caractérisée par une rupture non planifiée des liens politico-économiques avec l'Europe continentale, qui précipitera le Royaume-Uni dans une récession vers la fin de 2019.

Après avoir failli décréter une rupture sans accord préalable le 12 avril, l'UE a accordé au Royaume-Uni un sursis jusqu'au 31 octobre, assorti d'une vérification de conformité prévue pour la fin juin. Cette décision fait suite aux nombreux rejets par le Parlement britannique de l'entente avec l'UE – et de nombreuses autres propositions – présentée par la première ministre May. Compte tenu du coût économique considérable d'un « Brexit dur », nous croyons toujours que le bon sens prévaudra au Royaume-Uni et que les législateurs parviendront à un accord de séparation négocié. Toutefois, l'incertitude politique devrait rester élevée, en raison de la possibilité qu'un nouveau dirigeant soit appelé à négocier avec l'Union européenne. En effet, les jours de Madame May à la tête du gouvernement britannique pourraient bien être comptés, car elle n'a pas du tout réussi à obtenir les appuis nécessaires à l'approbation de son accord avec l'UE.

Même si la confiance des ménages envers l'économie s'est encore détériorée, l'augmentation rapide des salaires et le recul de l'inflation ont donné lieu à une croissance soutenue des dépenses de consommation depuis l'été 2018 (graphique 1). En glissement annuel, le volume des ventes au détail hors carburant a crû en moyenne de 3,6 % depuis mai 2018, alors que les salaires ont augmenté de 3,2 % au cours de la même période, soutenus par le plus bas taux de chômage enregistré en plus de quarante ans. Cela dit, nous prévoyons tout de même que l'incertitude économique, combinée au ralentissement de la création d'emplois, freinera les dépenses de consommation en 2019, car les ménages se tourneront davantage vers l'épargne.

Selon nos prévisions, la croissance du PIB du Royaume-Uni atteindra un creux cyclique de 1,1 % en 2019, avant d'accélérer légèrement pour s'établir à 1,2 % en 2020. Après avoir progressé à un rythme de 1,4 % l'année dernière, l'activité économique ralentira en 2019, plombée par l'investissement des entreprises, qui a reculé au cours de chacun des trimestres de 2018. On prévoit que ce repli se poursuivra pour une deuxième année consécutive, en raison de l'incertitude qui plane sur le Brexit et de l'assombrissement des perspectives de croissance mondiale. L'augmentation des dépenses de l'État, principalement dans le secteur de la santé, devrait toutefois stimuler la croissance à court terme, malgré le refroidissement des dépenses en immobilisations et de la consommation des ménages.

Conformément à notre prévision de référence – un Brexit ordonné caractérisé par une croissance anémique pour l'ensemble de l'horizon prévisionnel –, nous prévoyons que la Banque d'Angleterre rehaussera son taux directeur à seulement une occasion durant le deuxième trimestre de 2020, le faisant passer de 0,75 % à 1 %. De plus, nous sommes d'avis que l'inflation britannique ne reviendra pas au niveau cible de la Banque d'Angleterre avant 2020. En effet, la chute des prix de l'énergie, les pressions à la baisse sur les prix intérieurs induites par la dépréciation de la livre sterling ainsi que le fait que l'économie britannique demeure un tantinet inférieure à son potentiel devraient contrebalancer les pressions à la hausse exercées par l'augmentation des salaires sur les prix à la consommation.

RENSEIGNEMENTS

Juan Manuel Herrera, économiste

416.866.6781

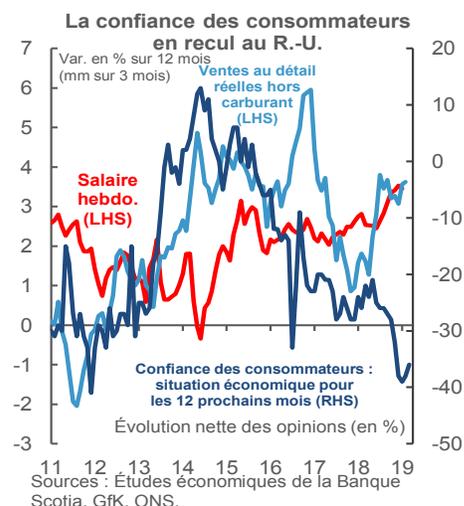
Études économiques de la Banque Scotia

juanmanuel.herrera@scotiabank.com

Royaume-Uni	2017	2018	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	1,8	1,4	1,1	1,2
IPC (% sur un an, fp)	3,0	2,1	1,9	2,0
Taux directeur banque centrale (% fp)	0,50	0,75	0,75	1,00
Livre sterling (GBPUSD, fp)	1,35	1,28	1,40	1,45

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



Zone euro

- Nous prévoyons qu'en 2019, la croissance du PIB réel de la zone euro sera ralentie par l'incertitude commerciale et géopolitique, ainsi que par l'effet nuisible de certains facteurs temporaires sur le secteur européen des produits industriels.
- Selon nous, la Banque centrale européenne (BCE) maintiendra une politique monétaire accommodante : elle n'annoncera aucune hausse de son taux directeur à l'intérieur de l'horizon prévisionnel, la croissance étant anémique et l'inflation, contrôlée.

Les perspectives de croissance de la zone euro se sont assombries dernièrement, les problèmes rencontrés par certains pays et secteurs en particulier ayant freiné l'expansion économique du bloc européen au cours du deuxième semestre de 2018. En outre, les risques posés par l'imposition éventuelle par les États-Unis de tarifs douaniers sur les automobiles et d'un « Brexit dur » contribuent à miner la confiance des entreprises de la région. Qui plus est, les perspectives pour l'économie chinoise se sont quelque peu dégradées, ce qui contribuera également au refroidissement de l'économie du bloc, même si nous estimons que les politiques adoptées par le gouvernement chinois auront un effet favorable sur l'économie de ce pays tout au long de 2019. Nous prévoyons que le taux de croissance du PIB réel de la zone euro ralentira pour s'établir à 1,1 % en 2019, contre 1,8 % en 2018, avant de reprendre du galon pour atteindre 1,5 % en 2020.

Même si des facteurs externes défavorables jouent contre le secteur manufacturier européen, la demande intérieure demeure résiliente, soutenue par une hausse marquée de l'emploi et une augmentation accélérée des salaires, le taux de chômage se situant à son niveau le plus bas depuis la dernière crise financière. Les mesures de l'activité du secteur des services, qui compte pour environ les trois quarts de la production économique du bloc, font état d'une hausse récente, à l'inverse de la production manufacturière (graphique 1). Malgré un étiolement de la confiance à l'égard de l'économie, l'investissement des entreprises devrait rester solide en 2019, l'exploitation industrielle dans le bloc européen maintenant un rythme substantiellement plus élevé que sa récente moyenne à long terme (graphique 2).

Des mesures budgétaires plus généreuses devraient stimuler la croissance en 2019 et contrer le ralentissement de l'activité économique (graphique 3). En France, une augmentation de 100 euros par mois des primes attribuées aux travailleurs gagnant le salaire minimum est entrée en vigueur le 1^{er} janvier. C'est l'une des mesures prises pour atténuer le mécontentement populaire qui agite le pays. En Italie, le gouvernement envisage de réduire les impôts et d'augmenter les sommes attribuées à l'aide sociale dans son prochain budget. En Allemagne, le gouvernement fédéral a également revu à la hausse ses dépenses en investissements pour 2019, tout en signalant son intention de présenter un projet de loi visant à encourager, au moyen d'incitatifs fiscaux, la recherche et le développement. Cela dit, il demeure farouchement opposé à un éventuel déficit budgétaire.

L'Allemagne, première économie du bloc européen, a connu un recul marqué de ses exportations, ce qui s'explique partiellement par des problèmes ponctuels de production dans le secteur automobile, mais aussi par les difficultés économiques rencontrées par certains de ses principaux partenaires commerciaux. Les nouvelles normes d'émission des véhicules entrées en vigueur en septembre 2018 dans la zone euro ont pris de court les constructeurs automobiles allemands, qui ont été contraints de suspendre l'assemblage des véhicules non conformes (graphique 4). Même si nous pensons que la production automobile allemande – dont les perturbations ont aussi eu un effet négatif sur le secteur manufacturier en amont – reviendra à la normale dans les prochains mois, la réduction de la demande de véhicules dans un contexte de ralentissement économique à l'échelle européenne devrait maintenir les activités d'assemblage à des niveaux inférieurs à la moyenne. La France et l'Italie devraient aussi être frappées par le relâchement de l'économie mondiale. Cette conjoncture sera probablement aggravée par des problèmes intérieurs, comme la crise des Gilets jaunes en France et, en Italie, par les effets persistants de la bataille que se sont livrée pendant plusieurs mois Rome et Bruxelles au sujet du budget du gouvernement italien.

RENSEIGNEMENTS

Juan Manuel Herrera, économiste

416.866.6781

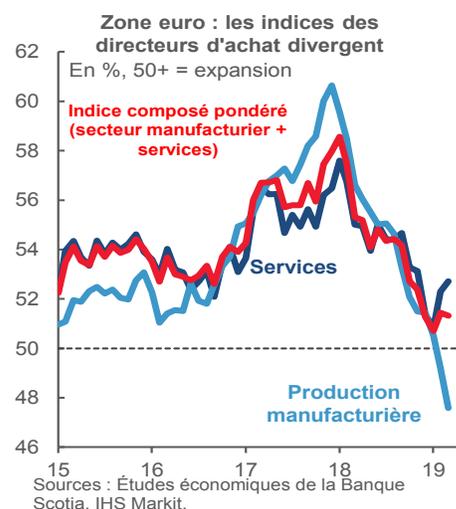
Études économiques de la Banque Scotia

juanmanuel.herrera@scotiabank.com

Zone euro	2017	2018	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	2,4	1,8	1,1	1,5
IPC (% sur un an, fp)	1,3	1,5	1,2	1,6
Taux directeur banque centrale (% fp)	0,00	0,00	0,00	0,00
Euro (EURUSD, fp)	1,20	1,15	1,20	1,24

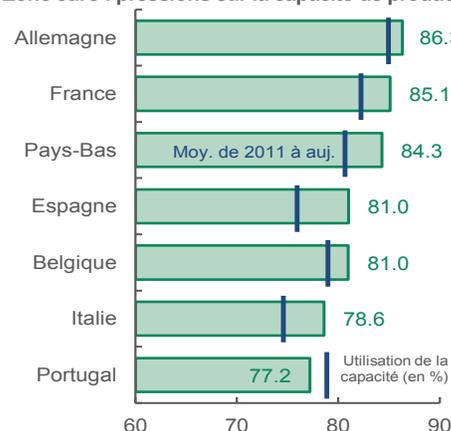
Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



Graphique 2

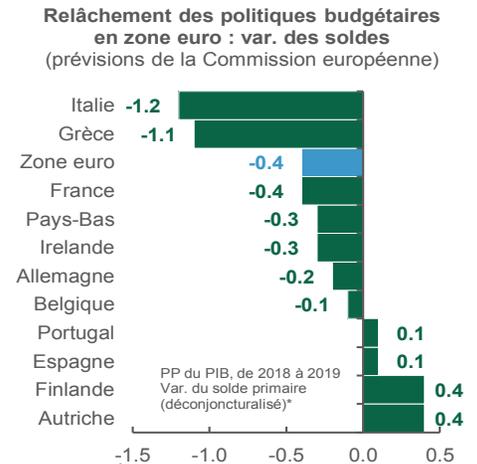
Zone euro : pressions sur la capacité de production



Dans la zone euro, nous prévoyons que l'inflation mesurée par l'IHPC passera de 1,8 % en 2018 à 1,2 % en 2019, bien en deçà de la cible de la Banque centrale européenne, qui est légèrement inférieure à 2 %. Après avoir progressé en moyenne de 2,1 % en glissement annuel de mai à octobre 2018, l'inflation a considérablement ralenti depuis novembre 2018, ce qui s'explique par la chute des prix de l'énergie (graphique 5). Même si les cours du pétrole ont commencé à remonter à la fin décembre, nous estimons que ces gains n'auront qu'un effet à court terme sur les prix à la consommation : notre plus récente prévision fait état d'un prix moyen de 67 \$ le baril de Brent en 2019, contre 72 \$ en 2018. Le niveau des prix hors énergie et produits alimentaires a augmenté de seulement 0,8 % sur 12 mois en mars, et on ne prévoit pas que l'inflation globale progressera rapidement cette année. Néanmoins, l'inflation « superfondamentale » est en hausse constante depuis 2015, et elle pourrait accélérer à la suite de l'augmentation de la rémunération des travailleurs (graphique 6).

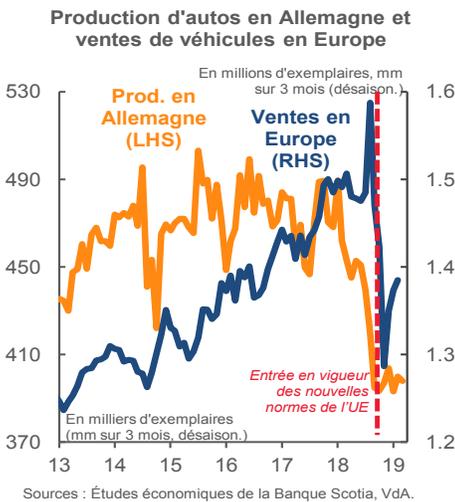
Étant donné la conjoncture – une croissance faiblissante et une inflation contenue –, nous croyons que la politique monétaire demeurera très accommodante pour l'ensemble de l'horizon prévisionnel. La BCE devrait garder son principal taux de refinancement à 0 % et son taux de rémunération des dépôts à -0,40 % tout au long de 2019 et de 2020. En outre, elle devrait lancer, en septembre 2019, la troisième phase de son programme de prêts à long terme aux institutions bancaires, qui vise à maintenir des conditions de crédit favorables dans la zone euro, en plus de continuer à réinjecter les fonds provenant des titres échus qu'elle a acquis dans le cadre de son programme d'achats d'actifs entre mars 2015 et décembre 2018.

Graphique 3

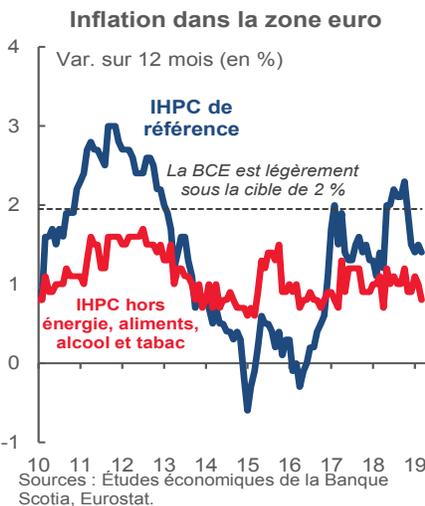


Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Commission européenne.
*Solde budgétaire selon les politiques actuelles dans une économie tournant à plein potentiel (revenus et dépenses cycliques exclus).

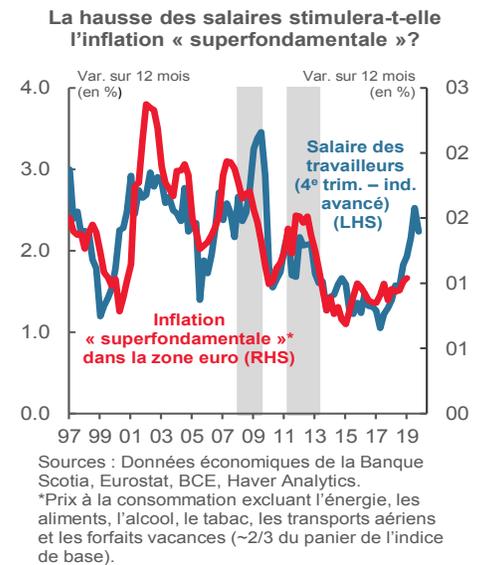
Graphique 4



Graphique 5



Graphique 6



Chine

- La croissance du PIB réel continuera de se ralentir graduellement, alors que les politiques budgétaires et monétaires de relance devraient faire contrepoids.
- Le gouvernement chinois reste fidèle à la libéralisation économique sur fond de négociations commerciales continues avec les États-Unis.
- On s'attend à ce que la Chine et les États-Unis s'entendent sur un pacte plutôt satisfaisant dans les prochains mois, ce qui apaisera les craintes sur la croissance mondiale.

PERSPECTIVES DE LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE

L'économie chinoise poursuit son évolution structurelle à long terme sur une trajectoire de croissance amoindrie, alors que l'activité est de plus en plus portée par les ménages et le secteur des services, plutôt que par l'investissement en immobilisations et le secteur industriel (graphique 1). Dans le même temps, nous relevons à moyen terme deux dynamiques qui amplifient la tendance à long terme de l'économie. Premièrement, l'effort de désendettement du gouvernement — priorité absolue des politiques en 2018 — a réduit l'accès au crédit puisque les décideurs ont tâché de diminuer les déséquilibres financiers de l'économie en raison de l'endettement rapide depuis la crise financière mondiale. À notre avis, la compression du financement dans la dernière année est un facteur essentiel qui explique l'actuel ralentissement de la croissance du PIB réel. Toujours est-il que les décideurs paraissent moins attentifs au désendettement, ce qui devrait limiter la pression baissière qui pèsera sur l'économie dans les prochains trimestres. Deuxièmement, le conflit commercial sino-américain se répercute sur l'activité du commerce extérieur et sur les industries exportatrices chinoises, puisque les livraisons aux États-Unis se sont contractées par rapport aux niveaux d'il y a un an (graphique 2). Ce conflit a nuï à l'humeur des marchés, surtout dans le secteur manufacturier; or, on constate les premiers signes de la stabilisation de la confiance des entreprises, grâce aux récents progrès accomplis dans les négociations commerciales.

Les indicateurs de haute fréquence révèlent la décélération de la croissance économique. Dans le secteur industriel, l'activité se ralentit et les profits des entreprises plongent (graphique 3). La léthargie du commerce de détail et la contraction des ventes de voitures montrent que les ménages souhaitent moins dépenser dans la conjoncture actuelle d'incertitude exacerbée et de hausse du chômage. À l'heure actuelle, les décideurs chinois adoptent des mesures résolues pour contrebalancer la pression baissière sur l'économie. La Banque populaire de Chine (BPC) a annoncé des mesures de relance monétaire, alors que le gouvernement a adopté un discours plus accommodant dans sa politique budgétaire (cf. le commentaire ci-après). Nous nous attendons à ce que d'autres mesures officielles soient adoptées dans un proche avenir. Bien que nous soyons conscients du fait que l'administration chinoise a une moins grande marge de manœuvre, dans ses politiques, pour relancer l'économie par rapport aux mesures de relance prises après 2008, nous croyons que la panoplie d'outils est assez vaste pour permettre de stabiliser l'économie chinoise dans les prochains trimestres. Nous nous attendons à ce que la croissance du PIB réel de la Chine s'établisse à une moyenne de 6,2 % sur un an en 2019, après une progression de 6,6 % en 2018. En 2020, l'économie croîtra probablement de 6,0 % sur un an.

PERSPECTIVES DES POLITIQUES

Le treizième Congrès national du peuple chinois a fait la synthèse, à la mi-mars, de sa séance parlementaire annuelle et défini les principaux objectifs macroéconomiques pour

RENSEIGNEMENTS

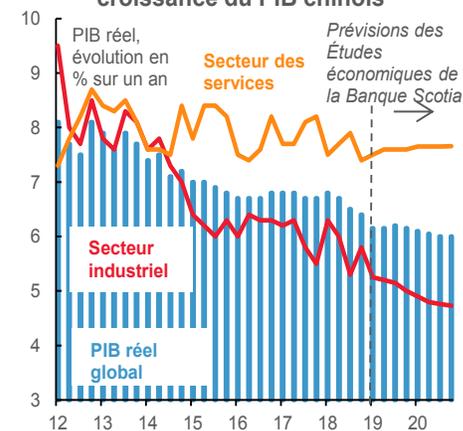
Tuuli McCully, premier directeur et chef, Études économiques – Asie-Pacifique
 65.6305.8313 (Singapour)
 Études économiques de la Banque Scotia
tuuli.mccully@scotiabank.com

Chine	2017	2018	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	6,8	6,6	6,2	6,0
IPC (% sur un an, fp)	1,8	1,8	2,2	2,3
Taux directeur banque centrale (% fp)	4,35	4,35	4,35	4,35
Yuan chinois (USDCNY, fp)	6,51	6,88	6,70	6,50

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

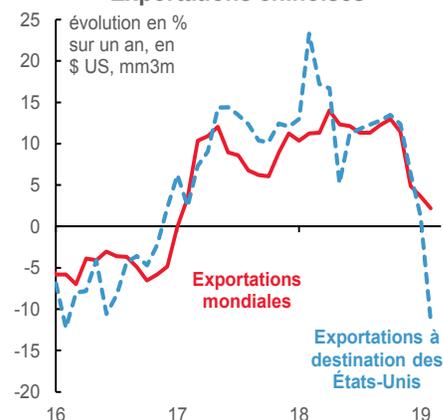
Graphique 1

Évolution de la composition de la croissance du PIB chinois



Graphique 2

Exportations chinoises



2019 et les politiques à adopter pour atteindre ces objectifs. Conscient des incertitudes exacerbées qui pèsent sur les perspectives économiques et de la pression à la baisse qui s'exerce sur l'économie, le gouvernement a abaissé à 6,0 %-6,5 % cette année l'objectif de croissance du PIB réel, par rapport à « environ 6,5 % » en 2018 (tableau 1). En mars, l'administration a annoncé des baisses d'impôts de grande envergure et différentes réductions de frais, qui représentent près de 2 000 milliards de CNY (soit l'équivalent de 2 % du PIB). Le gouvernement a annoncé des mesures de relance qui représentent un supplément de 300 milliards de CNY au début d'avril. Par exemple, la taxe à valeur ajoutée pour les entreprises manufacturières a été réduite considérablement (en date du 1^{er} avril), pour passer de 16 % à 13 %, alors que la taxe dans les secteurs de la construction et du transport a été abaissée de 10 % à 9 %. Les dépenses des entreprises et des ménages seront également étayées par la réduction des cotisations de sécurité sociale, la baisse des frais d'électricité et d'Internet et la diminution des droits dans les processus de délivrance des permis de l'État, par exemple l'enregistrement des immeubles et l'établissement des passeports. De plus, l'État a annoncé une hausse de près de 60 % sur un an (à 2 150 milliards de CNY) des émissions des obligations des administrations locales à vocation particulière — qui ne faisaient pas partie des chiffres sur la dette de l'État, et les dépenses seront consacrées au développement rural, aux infrastructures, aux programmes visant à dynamiser l'activité manufacturière de grande qualité, ainsi qu'à la lutte contre la pollution. Effectivement, la récente reprise de l'investissement dans les infrastructures, constatée à la fin de 2018 (graphique 4), est probablement appelée à prendre de la vitesse dans les prochains mois.

Pour ce qui est des réformes économiques, les décideurs chinois ont fait savoir que l'économie sera libéralisée davantage en 2019. L'une des pierres angulaires du récent effort de réforme de la Chine est la loi qu'on vient d'adopter sur l'investissement étranger et qui viendra résoudre les problèmes d'accès aux marchés, protéger les droits de propriété intellectuelle, interdire les transferts forcés de technologie et permettre de s'assurer que les entreprises étrangères et nationales sont traitées sur un pied d'égalité. Cette loi — qui entrera en vigueur le 1^{er} janvier 2020 — donne suite à plusieurs plaintes de l'administration américaine; or, il reste encore d'autres modifications à y apporter afin d'en réduire l'ambiguïté. Un autre aspect vital de l'ouverture de l'économie chinoise a trait aux réformes du secteur financier. La Chine prévoit d'autoriser les entreprises financières étrangères à exercer une plus forte présence sur son territoire; une meilleure ouverture ferait probablement rejaillir d'importants avantages sur l'économie, dont l'amélioration de la gestion des risques, de la transparence et de la compétitivité et une répartition plus efficace du capital. Effectivement, nous constatons que le raffermissement du système financier est une condition préalable pour continuer de libéraliser l'économie et le compte de capital.

Les discussions commerciales se poursuivent entre les États-Unis et la Chine. Selon les deux parties, les négociations vont bon train et ont atteint les dernières étapes, qui portent sur les questions plus pratiques, par exemple la mise en œuvre et l'application des mesures adoptées. Dans les quatre derniers mois et demi, les discussions ont porté sur des enjeux qui débordent le cadre du commerce, par exemple la protection de la propriété industrielle, la technologie et la cybersécurité, l'accès aux marchés et la gestion des taux de change. Nous croyons que ces deux pays ont économiquement tout intérêt à s'entendre le plus tôt possible; c'est pourquoi nous pensons qu'un accord satisfaisant pour les deux parties sera probablement conclu dans les deux prochains mois. S'il s'agit d'une bonne nouvelle pour l'économie mondiale, nous précisons qu'il faudra prendre des mesures concrètes pour que l'économie réelle tire parti de l'apaisement du conflit commercial.

Mais qu'un accord commercial intervienne ou non entre les États-Unis et la Chine, les divergences fondamentales de point de vue de ces pays à propos de l'économie et de la société dans leur ensemble perdureront pendant encore des années. La rivalité technologique, en particulier, continuera probablement de créer des tensions entre ces deux superpuissances. Du point de vue du développement économique, il est essentiel que la Chine se transforme pour devenir une économie portée par la productivité et les progrès technologiques afin d'éviter le

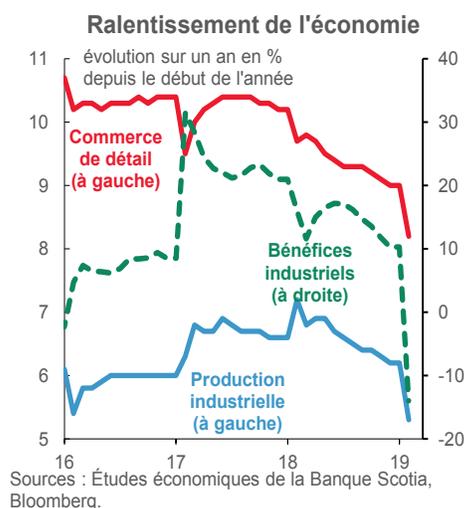
Graphique 3

Graphique 4

Tableau 1

Cibles économiques clés de la Chine			
	2019	2018	2018
	Cible	Réel	Cible
Croissance du PIB réel, évolution en % sur un an	6,0-6,5 %	6,6 %	~6,5 %
Inflation selon l'IPC, évolution en % sur un an	~3 %	2,1 %	~3 %
Déficit budgétaire, en % du PIB	2,8 %	2,6 %	2,6 %
Taux de chômage urbain	~4,5 %	3,8 %	<4,5 %

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg, CPC.

piège du revenu moyen. C'est pourquoi la Chine continuera probablement de donner la priorité à sa stratégie industrielle actuelle, qui vise à faire du pays une puissance technologique mondiale, ce qu'elle fera probablement avec moins d'éclat.

PERSPECTIVES DE L'INFLATION ET DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

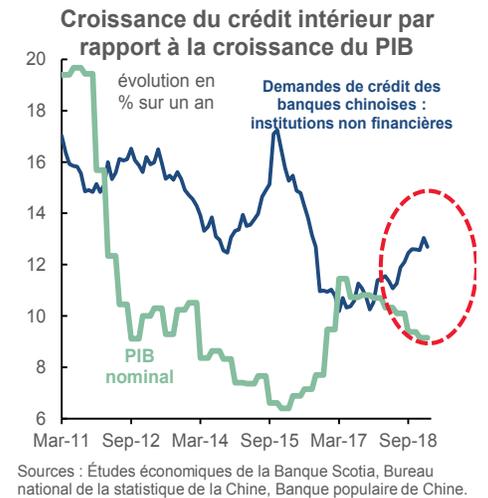
Les pressions inflationnistes chinoises resteront endiguées dans l'avenir prévisible. L'inflation de synthèse oscillera probablement aux alentours de 2 % dans les prochains trimestres, ce qui est inférieur à la cible de l'État, soit environ 3 % sur un an. Les pressions sur les prix dans la chaîne de distribution sont encore moindres que les gains annuels des prix des producteurs, qui sont proches du territoire déflationniste. Grâce à une inflation discrète, la politique monétaire peut devenir plus accommodante. Effectivement, les autorités monétaires chinoises ont vite réagi à la pression baissière qui s'exerce sur l'économie. La BPC continuera de doter le système financier des liquidités nécessaires grâce à des opérations sur le marché libre, aux réserves obligatoires et aux mécanismes de crédit permanent et à moyen terme. La banque centrale abaissera probablement les ratios des réserves obligatoires (RRO) des banques en 2019; la prochaine réduction interviendra probablement dans le trimestre en cours. La baisse la plus récente de 100 points de base a été apportée en janvier, ce qui a porté ce ratio à 13,5 % pour les grandes banques et à 11,5 % pour les petites banques (graphique 5). Dans le même temps, nous ne nous attendons pas à ce que la BPC réduise le taux de refinancement inverse à sept jours — qui se maintient à 2,55 % depuis mars 2018 — ni les taux repères de dépôt et de crédit à un an — qui font du surplace, à 1,50 % et 4,35 % respectivement, depuis octobre 2015 — dans les prochains trimestres, puisque la baisse des taux pourrait accroître les risques de l'instabilité financière.

Les efforts de désendettement du gouvernement ont en quelque sorte manqué de souffle, ce qui a eu pour effet de relancer la croissance du crédit (graphique 6). Toujours est-il que le secteur des services bancaires parallèles ne jouera pas de rôle prépondérant dans l'actuel effort de relance; c'est plutôt le crédit bancaire traditionnel qui dominera. En mars, l'administration chinoise a annoncé que sa cible de croissance de 2019 pour le financement social total — qui tient également compte de l'activité des services bancaires parallèles — cadre avec la croissance du PIB nominal de la Chine. C'est pourquoi nos estimations laissent entrevoir une croissance globale du financement de l'ordre de 8,5 % sur un an cette année, ce qui nettement plus lent que la croissance moyenne de 13,25 % sur un an dans les trois dernières années. Dans le même temps, les petites et microentreprises et les entreprises privées sont appelées à profiter d'un meilleur accès au financement dans la foulée d'une autre déclaration du gouvernement selon laquelle les banques appartenant à l'État rehausseraient de 30 % le crédit consenti à ces entreprises. Auparavant, les petites entreprises avaient de la difficulté à obtenir du crédit, puisque les banques donnaient la priorité aux entreprises de l'État dans l'affectation du crédit. Dans l'ensemble, nous croyons que la conjoncture monétaire en Chine restera favorable à la croissance dans un avenir prévisible; or, les autorités monétaires du pays sont plus conscientes des risques liés aux liquidités excessives qui inonderaient le système financier, ce qui s'était produit dans la foulée de la crise financière mondiale.

Graphique 5
Ratios des réserves obligatoires de la PBOC



Graphique 6



Japon

- Les incertitudes sur la croissance mondiale sont des défis pour les décideurs au Japon.

PERSPECTIVES DE LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE

Les perspectives de la croissance économique du Japon à court terme sont assez fermes, puisque les ménages et les entreprises décaleront probablement leurs dépenses en prévision du relèvement de la taxe à la consommation, qui devrait passer de 8 % à 10 % en octobre 2019. Le relèvement de cette taxe devrait faire plonger temporairement la production (en glissement trimestriel) au quatrième trimestre de 2019; toujours est-il que l'impact défavorable devrait être inférieur à celui de 2014 — lorsque cette taxe a été haussée pour passer de 5 % à 8 % — en raison des mesures compensatoires planifiées, par exemple les rabais et l'aide offerte aux ménages à faible revenu. Les gains du PIB réel du Japon en 2019-2020 devraient cadrer avec la croissance potentielle du pays, soit 0,75 % sur un an, ce qui correspond à la progression de 2018.

L'économie japonaise a crû de 0,5 % en glissement trimestriel (et en chiffres non annualisés) au dernier trimestre de 2018, après une contraction de 0,6 % en glissement trimestriel au troisième trimestre (en raison des catastrophes naturelles). Récemment, les exportations nettes ont pesé sur la croissance, puisque les livraisons sont fragilisées par la léthargie de la demande mondiale et chinoise. L'activité exportatrice moindre continuera de se transposer dans la léthargie de la production industrielle et du secteur manufacturier (graphique 1). Les dépenses des ménages et de l'État ainsi que l'investissement ont récemment inscrit une assez bonne croissance, et cette tendance devrait se poursuivre à moyen terme grâce aux politiques budgétaires et monétaires expansionnistes, à l'assainissement des bilans des entreprises et au quasi-plein-emploi sur le marché du travail.

PERSPECTIVES DE L'INFLATION ET DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

La Banque du Japon (BoJ) restera probablement fidèle à sa politique monétaire ultraconciliente jusqu'en 2020, dans le cadre de l'« assouplissement monétaire quantitatif et qualitatif avec contrôle de la courbe des rendements ». Nous nous attendons à ce que la BoJ maintienne le taux directeur à court terme et la cible des rendements obligataires à 10 ans à -0,1 % et à 0 % environ, respectivement, dans les prochains trimestres. Sur fond de multiplication des incertitudes mondiales et de la dynamique de fin de cycle, nous notons que la BoJ dispose d'une marge assez limitée dans l'application de sa politique monétaire. Si l'économie avait besoin d'autres mesures de relance dans un avenir prévisible, l'État pourrait s'en remettre essentiellement à sa politique budgétaire — malgré des finances publiques déjà mal en point.

L'inflation reste faible et la cible inflationniste annuelle de 2 % de la BoJ paraît inaccessible : après des années de déflation, l'inflation cumulative du Japon dans les deux dernières décennies est d'à peine 2 % (graphique 2). Outre des raisons intérieures, par exemple la croissance atonique des salaires, il pourrait éventuellement être encore plus difficile d'atteindre la cible inflationniste, puisque les perspectives du ralentissement de la croissance mondiale pourraient provoquer un freinage intérieur plus brusque et un regain de déflation, en plus d'exacerber les incertitudes mondiales, ce qui pourrait se traduire par une ruée sur les valeurs refuges et par l'appréciation du yen japonais. Selon les données de synthèse, les prix augmentent aujourd'hui de 0,2 % à peine chaque année, alors que l'IPC à l'exclusion des aliments frais — le baromètre de l'inflation que préfère la BoJ — reste également faible, à 0,7 % sur un an. Nous estimons qu'à court terme, l'inflation de synthèse restera inférieure à 1 % sur un an, jusqu'à ce que le relèvement de la taxe à la consommation vienne relancer temporairement l'économie dans les derniers mois de 2019. Lorsque les répercussions du relèvement de cette taxe se dissiperont à la fin de 2020, l'inflation devrait se rétablir en deçà du seuil de 1 %.

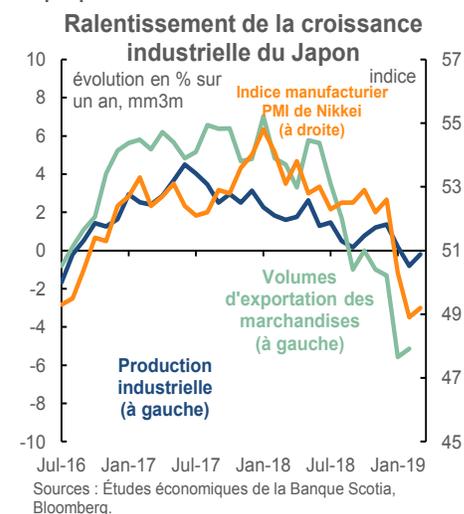
RENSEIGNEMENTS

Tuuli McCully, premier directeur et chef, Études économiques – Asie-Pacifique
 65.6305.8313 (Singapour)
 Études économiques de la Banque Scotia
tuuli.mccully@scotiabank.com

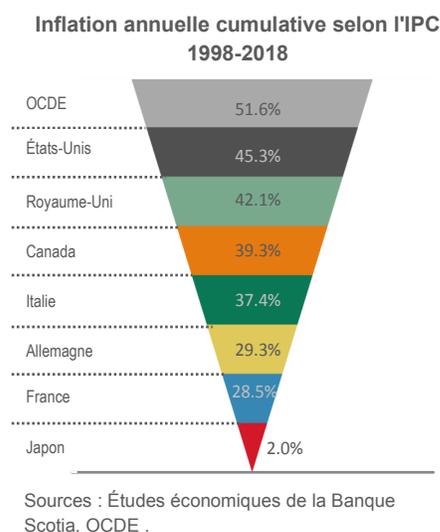
Japon	2017	2018	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	1,9	0,8	0,8	0,7
IPC (% sur un an, fp)	1,0	0,3	2,3	1,0
Taux directeur banque centrale (% fp)	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Yen japonais (USDJPY, fp)	113	110	108	105

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



Graphique 2



Inde

- L'Inde continuera de s'illustrer par sa croissance parmi les grandes puissances économiques mondiales jusqu'en 2020, grâce à une vigoureuse demande intérieure.
- Les politiques budgétaires et monétaires sous-tendent l'élan de l'économie.
- La hausse de l'inflation limite la capacité de la banque centrale à assouplir vigoureusement sa politique monétaire.
- L'incertitude politique reste exacerbée en prévision des élections générales d'avril et de mai.

PERSPECTIVES DE LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE

La croissance économique de l'Inde s'établira probablement à une moyenne de 7,1 % sur un an dans les deux prochaines années (graphique 1). Nous avons dégradé légèrement notre prévision (par rapport au chiffre antérieur de 7,4 % sur un an en 2019-2020), pour tenir compte de l'humeur modérée des marchés et de la léthargie de la conjoncture de la demande mondialement. Puisque les gains du PIB réel cadrent avec la croissance potentielle du pays estimée à 7 %-7,5 %, l'Inde continuera d'être le meneur de la croissance parmi les grandes puissances économiques mondiales. Nous croyons que l'Inde pourrait réaliser une croissance potentielle encore supérieure dans les prochaines années, grâce à l'évolution démographique favorable du pays et à la rationalisation soutenue de la structure de la fiscalité des biens et des services. La mise en œuvre des réformes de la main-d'œuvre et du territoire viendrait rehausser les perspectives de croissance à plus long terme de l'Inde.

La demande intérieure sera le principal moteur de l'économie indienne dans l'avenir prévisible. Ce pays exporte moins que ses pairs régionaux, ce qui donne à l'économie une certaine protection contre les vents contraires qui soufflent sur la conjoncture mondiale. Les investissements en immobilisations ont continué de surclasser le taux de croissance de l'économie, soit 7,3 % sur un an en 2018, en progressant de 11,1 % sur un an. Les dépenses permanentes consacrées aux infrastructures publiques et la vigueur de la confiance des entreprises et de la croissance du crédit bancaire (graphiques 2 et 3) laissent entrevoir une activité soutenue; la politique monétaire plus conciliante de la Reserve Bank of India's (RBI) devrait étayer encore les perspectives d'investissement des entreprises. Toujours est-il que la progression de huit industries essentielles — l'électricité, l'aciérie, les produits de raffinerie, le pétrole brut, le charbon, le ciment, le gaz naturel et les engrais — s'est ralentie dans les derniers mois (graphique 3), ce qui justifie une surveillance étroite, puisque la léthargie de l'activité industrielle et l'augmentation de la capacité libre pourraient avoir une incidence défavorable sur l'investissement. Les dépenses de consommation continueront d'être étayées par la hausse des revenus et par les mesures budgétaires de l'État, par exemple les remboursements de taxes et l'aide offerte aux petites exploitations agricoles. Effectivement, le Budget provisoire de l'Union de l'Inde en date du 1^{er} février pour l'exercice financier 2019-2020 (d'avril à mars) est expansionniste, sans doute en raison des prochaines élections générales. Le gouvernement s'attend à ce que le déficit budgétaire de l'EF 2019-2020 s'établisse à 3,4 % du PIB, par rapport à l'objectif d'origine de 3,1 % du PIB. Nous croyons que ce déficit sera probablement plus élevé.

PERSPECTIVES DE L'INFLATION ET DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

La RBI prend des mesures pour relancer l'économie. Dans la foulée de la réunion bimensuelle du Comité de la politique monétaire (CPM), du 2 au 4 avril 2019, le taux de refinancement directeur a été réduit de 25 points de base à 6,0 %; il s'agit de la deuxième réduction consécutive des taux d'intérêt. Nous croyons que le sentiment d'urgence du CPM de réduire les taux s'explique par la hausse graduelle de l'inflation à laquelle il s'attend et par les élections générales. Les communiqués de la RBI révèlent des divergences au sein

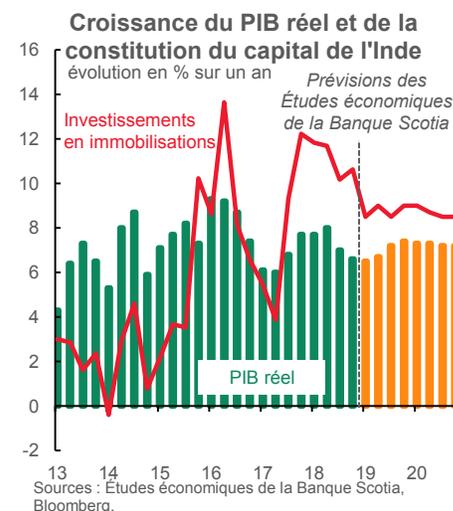
RENSEIGNEMENTS

Tuuli McCully, premier directeur et chef,
Études économiques – Asie-Pacifique
 65.6305.8313 (Singapour)
 Études économiques de la Banque Scotia
tuuli.mccully@scotiabank.com

Inde	2017	2018	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	6,7	7,3	7,0	7,3
IPC (% sur un an, fp)	5,2	2,1	5,1	5,0
Taux directeur banque centrale (% fp)	6,00	6,50	6,00	6,00
Roupie indienne (USDINR, fp)	63,9	69,8	68,0	66,0

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



Graphique 2



du CPM de six membres à propos des perspectives et des risques inflationnistes de l'Inde. C'est pourquoi nous ne prévoyons pas d'autres baisses de taux d'intérêt dans les prochains trimestres, sauf si l'inflation cause d'énormes surprises à la baisse.

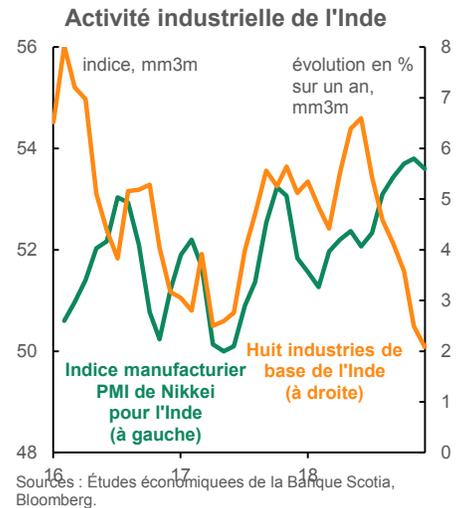
Les signes inflationnistes de l'Inde sont contrastés. L'inflation fondamentale, qui s'est ralentie graduellement ces derniers mois, reste toutefois très élevée à 5,33 % sur un an, par rapport à un peu plus de 6 % en octobre (graphique 4). Il n'empêche que nous notons que la désinflation récente n'est pas généralisée dans tous les composants de l'indice. Dans le même temps, l'inflation de synthèse est léthargique depuis quelques mois à cause de la diminution des prix des aliments et de l'énergie. Or, la tendance est en train de s'inverser. Après avoir atteint le point creux de 2 % sur un an en janvier, l'inflation a rebondi au niveau actuel de 2,66 %. L'effet d'il y a un an continuera probablement de hausser le taux d'inflation de synthèse dans les prochains mois. Nous nous attendons à ce que les gains de prix s'établissent à 5 % sur un an d'ici la fin de 2019; toujours est-il que l'inflation de synthèse devrait continuer de s'inscrire dans la fourchette cible de 4 % ±2 % de la RBI jusqu'en 2020. Nous continuons de surveiller attentivement l'évolution des risques suivants pour l'inflation : 1) la volatilité des marchés financiers et la pression potentielle sur la dépréciation de la roupie indienne; 2) la volatilité des prix des aliments; 3) l'évolution des cours du pétrole brut dans le monde entier; 4) les tensions continues qui pèsent sur le commerce mondial et qui pourraient causer le ralentissement de la croissance et la léthargie des cours des produits de base; 5) la prochaine mousson dans le Sud-Ouest (de juin à septembre), qui se répercutera sur les prix des aliments et sur les revenus dans les zones rurales; 6) les mesures budgétaires annoncées dans le Budget provisoire de l'Union, qui pourraient avoir des incidences inflationnistes.

PERSPECTIVES POLITIQUES

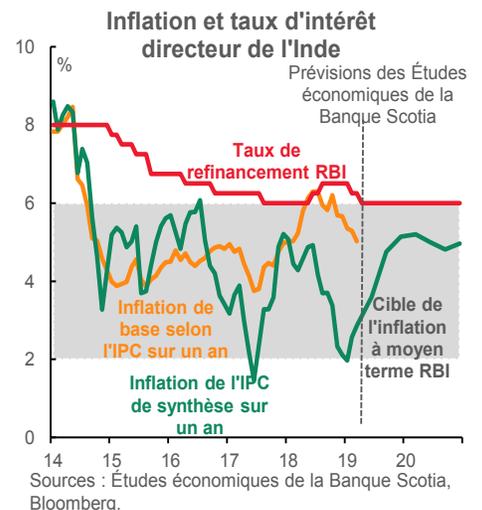
L'incertitude politique restera exacerbée à court terme. Les élections pour l'assemblée du peuple Lok Sabha — la chambre basse du Parlement — devraient se dérouler en sept étapes dans la période comprise entre le 11 avril et le 19 mai 2019. Puisque l'Inde réunit 900 millions d'électeurs admissibles, ce scrutin est le plus important dans le monde. Les votes seront dénombrés le 23 mai 2019. Un résultat électoral qui déboucherait sur une impasse politique aurait une incidence défavorable considérable sur les perspectives de la réforme structurelle de l'Inde et sur son potentiel de croissance à long terme.

L'Alliance démocratique nationale — qui est au pouvoir et qui est menée par le parti Bharatiya Janata (PBJ) du premier ministre Modi — aurait besoin d'au moins 272 des 543 sièges de députés pour pouvoir former un gouvernement; elle en détient actuellement 341. Nous croyons que la coalition a d'assez bonnes chances de rester au pouvoir, même si le PBJ a récemment perdu de la popularité, alors que les cotes d'approbation du principal parti de l'opposition, le Congrès national indien, ont remonté. Effectivement, le PBJ pourrait ne pas être en mesure de connaître le même succès électoral qu'en 2014, à l'époque où il avait décroché une majorité unipartite. Toujours est-il que les mesures budgétaires populistes annoncées le 1^{er} février 2019 dans le Budget provisoire de l'Union et l'assouplissement de la politique monétaire — dans la foulée de la nomination du gouverneur de la RBI Shaktikanta Das, favorable au premier ministre Modi, à la fin de 2018 — donnera probablement un coup de pouce aux ambitions électorales du PBJ.

Graphique 3



Graphique 4



Corée du Sud

- Les incertitudes qui pèsent sur le commerce mondial assombrissent les perspectives de croissance économique de la Corée du Sud.
- Les politiques budgétaires et monétaires sont appelées à rester favorables à la croissance.

PERSPECTIVES DE CROISSANCE ÉCONOMIQUE

La performance économique de la Corée du Sud devrait continuer essentiellement de cadrer avec la croissance potentielle de ce pays jusqu'en 2020 : le PIB réel devrait progresser de 2,5 % sur un an. Le commerce extérieur continuera de représenter un important moteur de croissance dans les années à venir; or, les perspectives sont assombries par les incertitudes mondiales qui pèsent sur le commerce. Le ralentissement de la demande chinoise fait fléchir les exportations sud-coréennes en Chine — le plus grand marché exportateur du pays. Bien que les livraisons aux États-Unis — deuxième destination exportatrice de la Corée du Sud — inscrivent une progression dans les deux chiffres depuis quelques mois, la décision imminente des États-Unis d'imposer des sanctions tarifaires sur les importations automobiles représente un important risque de baisse pour les perspectives de la Corée du Sud, d'autant plus que 30 % des exportations du pays à destination des États-Unis sont constituées de véhicules et de pièces détachées.

L'économie intérieure sera étayée par les dépenses des ménages et de l'État. Les politiques budgétaires de relance de l'État — le budget déjà expansionniste de 2019 sera probablement suivi d'un programme de dépenses supplémentaires — sont consacrées à la croissance « portée par les revenus ». Effectivement, les mesures de création d'emplois, la hausse des salaires minimums et les dépenses liées au filet de sécurité sociale favoriseront les ménages. Nous croyons que la politique budgétaire active jouera un rôle prépondérant en permettant à l'économie de continuer de suivre un parcours de croissance satisfaisant en 2019-2020 lorsque les vents contraires qui soufflent sur l'économie mondiale se répercuteront sur l'économie extérieure. Bien que les perspectives de l'investissement en immobilisations restent incertaines en raison du ralentissement de la croissance mondiale et de la baisse de confiance qui en découle (graphique 1), le discours permanent sur la politique monétaire conciliante de la Banque de Corée (BoK) apportera l'aide nécessaire à l'investissement du secteur privé.

PERSPECTIVES INFLATIONNISTES ET MONÉTAIRES

En Corée du Sud, l'inflation devrait rester endiguée dans un avenir prévisible. Les pressions qui s'exercent sur les prix dans les données de synthèse ont étonné à la baisse; l'inflation gravite actuellement à moins de 0,5 % sur un an, après avoir cadré avec la cible inflationniste de 2 % de la BoK encore en novembre 2018 (graphique 2). La léthargie des pressions sur les prix s'explique par la baisse des coûts de l'énergie et la stagnation des prix administrés par l'État (par exemple dans les transports en commun et les communications). Nous nous attendons à ce que l'inflation de synthèse rebondisse assez fortement dans le deuxième semestre de 2019, pour terminer l'année à un niveau toujours faible de 1,3 % sur un an.

Alors que les pressions inflationnistes portées par la demande resteront probablement essentiellement absentes dans les deux prochaines années, la BoK sera en mesure de continuer de tenir un discours conciliant dans sa politique monétaire jusqu'en 2020. La banque centrale a relevé de 25 points de base, à 1,75 % en novembre 2018, son taux directeur; nous ne nous attendons pas à ce que le taux directeur évolue dans un avenir prévisible. La BoK continuera de surveiller tous les risques liés à la stabilité financière et aux déséquilibres provoqués par la hausse chronique de l'endettement des ménages, tout en restant attentive aux risques de baisse exacerbés pour l'économie.

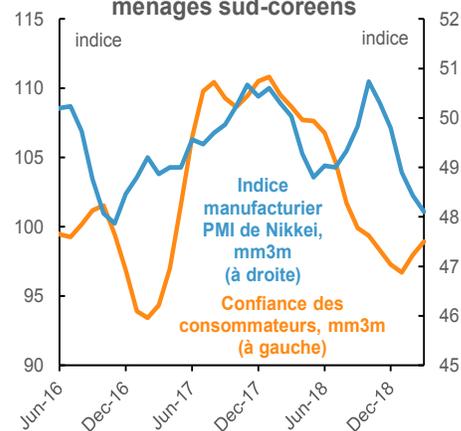
RENSEIGNEMENTS

Tuuli McCully, premier directeur et chef, Études économiques – Asie-Pacifique
 65.6305.8313 (Singapour)
 Études économiques de la Banque Scotia
tuuli.mccully@scotiabank.com

Corée du Sud	2017	2018	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	3,1	2,7	2,5	2,5
IPC (% sur un an, fp)	1,4	1,3	1,3	1,6
Taux directeur banque centrale (% fp)	1,50	1,75	1,75	1,75
Won sud-coréen (USDKRW, fp)	1 067	1 116	1 120	1 080

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1
Confiance des entreprises et des ménages sud-coréens



Graphique 2
Inflation et taux d'intérêt directeur de la Corée du Sud



Australie

- L'économie australienne continue de prolonger son record sans récession grâce à une croissance de la production selon le potentiel.
- Le ralentissement du marché immobilier résidentiel et la vigueur du marché du travail envoient des signaux contradictoires à propos des perspectives dans les dépenses des ménages.
- La politique monétaire est appelée à rester conciliante en raison de l'inflation endiguée et de la multiplication des incertitudes sur la croissance mondiale.

PERSPECTIVES DE LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE

La croissance économique de l'Australie semble vouloir se modérer. Le PIB réel a crû de 2,3 % sur un an au dernier trimestre de 2018, dans la foulée d'un gain moyen de 3,0 % sur un an dans les neuf premiers mois de l'année écoulée. Nous nous attendons à ce que la croissance de la production du pays s'établisse à une moyenne de 2,5 % sur un an en 2019-2020, ce qui cadre essentiellement avec le potentiel de l'économie. C'est pourquoi l'économie australienne devrait prolonger son record déjà enviable de 27 années sans récession.

L'activité économique australienne continuera d'être portée par les dépenses des ménages; or, l'endettement des ménages et le ralentissement du marché immobilier résidentiel pèseront sur ces dépenses. Il n'empêche que la vigueur du marché du travail et la hausse graduelle des salaires devraient faire assez bien contrepoids. L'apaisement des incertitudes mondiales serait constructif pour les perspectives de l'investissement australien, alors que la solidité des finances de l'État lui permettra de continuer de consacrer des dépenses aux infrastructures.

Le commerce extérieur continuera de se ressentir de l'impact du ralentissement de la demande en Chine, qui est la principale destination exportatrice de l'Australie. À court terme cependant, les exportateurs australiens de produits de base tireront parti de deux bonnes nouvelles : 1) le gouvernement chinois est en train de déployer des mesures de relance budgétaire, notamment en relevant les dépenses infrastructurelles; et 2) les cours du minerai de fer ont monté dans la foulée de la catastrophe provoquée par le barrage au Brésil; le minerai de fer représente le cinquième du total des exportations mondiales de l'Australie et près de la moitié de ses exportations à destination de la Chine (graphique 1). Nous nous attendons à ce que le commerce extérieur australien apporte une légère contribution positive à la croissance du PIB réel dans les prochains trimestres, grâce à l'amélioration des échanges commerciaux (graphique 2) et à l'accroissement des volumes dans l'exportation des ressources.

ÉVOLUTION DES MARCHÉS DU LOGEMENT ET DU TRAVAIL

Le marché immobilier résidentiel de l'Australie continue de se ralentir. Selon le Bureau de la statistique de l'Australie, après avoir augmenté de plus de 50 % entre le début de 2012 et la fin de 2017, les prix dans l'ensemble du pays ont baissé de 5,1 % à la fin de 2018 (graphique 3). Les estimations du secteur privé laissent entrevoir des baisses de prix soutenues au premier trimestre de 2019. L'évolution est contrastée dans l'ensemble du pays : Sydney et Melbourne mènent les perdants; les prix du logement ont plongé dans ces deux villes, de 9,1 % et de 6,4 % respectivement, par rapport à leurs pics de 2017. Dans le même temps, ailleurs dans ce pays, par exemple à Adélaïde, les prix des logements ont été plus stables. Selon notre évaluation, cette correction s'explique essentiellement par le durcissement des normes réglementaires du crédit et par l'augmentation de l'offre de logements, qui s'inscrit dans une réaction décalée à l'explosion antérieure des prix. Compte tenu des faibles taux d'intérêt de l'Australie, de la vigueur du marché du travail, de la forte

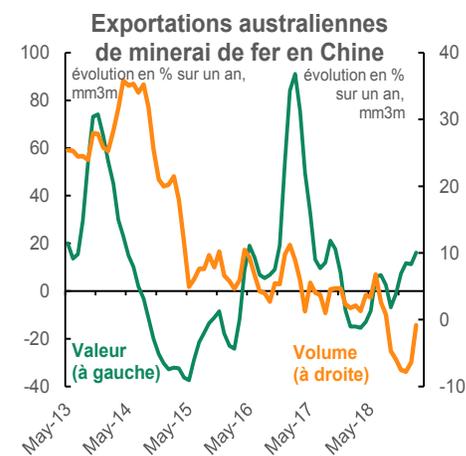
RENSEIGNEMENTS

Tuuli McCully, premier directeur et chef,
Études économiques – Asie-Pacifique
 65.6305.8313 (Singapour)
 Études économiques de la Banque Scotia
tuuli.mccully@scotiabank.com

Australie	2017	2018	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	2,4	2,8	2,5	2,5
IPC (% sur un an, fp)	1,9	1,8	2,0	2,2
Taux directeur banque centrale (% fp)	1,50	1,50	1,50	1,50
Dollar australien (AUDUSD, fp)	0,78	0,70	0,75	0,78

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

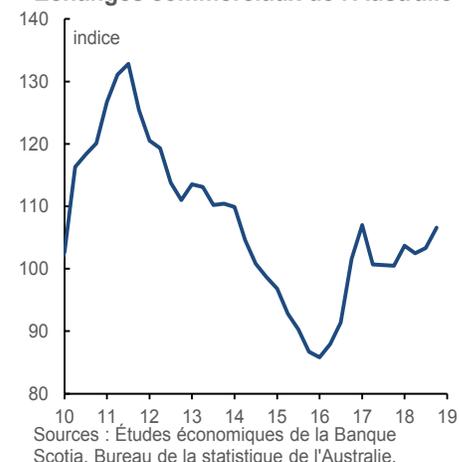
Graphique 1



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bureau de la statistique de l'Australie.

Graphique 2

Échanges commerciaux de l'Australie



qualité du crédit et de l'immigration nette toujours aussi solide, nous croyons que l'évolution du marché du logement n'est pas un grand motif de préoccupation pour l'instant. Bien que nous nous attendions à ce que le marché se stabilise en 2019, nous continuons de surveiller attentivement la situation, en particulier l'impact du redressement des prix sur la confiance des consommateurs et l'évolution défavorable potentielle sur le marché du travail, ce qui pourrait nuire à la capacité des ménages de rembourser leurs dettes.

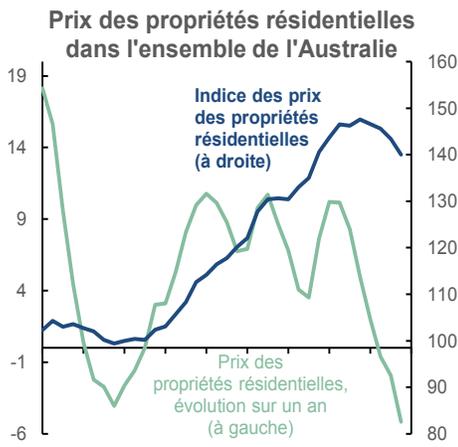
La conjoncture du marché du travail australien reste vigoureuse (graphique 4); dans les 12 mois qui ont précédé février 2019, la création mensuelle d'emplois s'est établie à une moyenne de 24 000 postes, ce qui est considérable d'après les normes statistiques. Surtout, les trois quarts de ces nouveaux emplois appartiennent à la catégorie des postes à temps plein. Les enquêtes sur les intentions d'embauche révèlent d'autres gains de l'emploi. À 4,9 % en février, le chômage cadre avec l'estimation d'« environ 5 % » de la Reserve Bank of Australia (RBA) pour le taux de chômage à inflation stationnaire (TCIS) de l'économie, ce qui laisse entendre que la léthargie du marché du travail a quasiment disparu. Cette évolution devrait hausser les revenus dans les prochains trimestres.

PERSPECTIVES DE L'INFLATION ET DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Les pressions inflationnistes resteront probablement endiguées dans un avenir prévisible. Au niveau des données de synthèse, les prix ont augmenté de 1,8 % sur un an à la fin de 2018. Dans le même temps, les attentes inflationnistes des ménages sont élevées, à plus de 4 % sur un an, ce qui est supérieur à la cible inflationniste de 2 %-3 % de la RBA. Toujours est-il que nous pensons que les perspectives de dépenses des ménages assez ternes tiendront probablement en échec l'inflation portée par la demande. Bien que nous nous attendions à un léger relèvement des gains des salaires et des prix (graphique 5), l'inflation de synthèse devrait continuer de s'inscrire dans la fourchette cible de la RBA jusqu'en 2020.

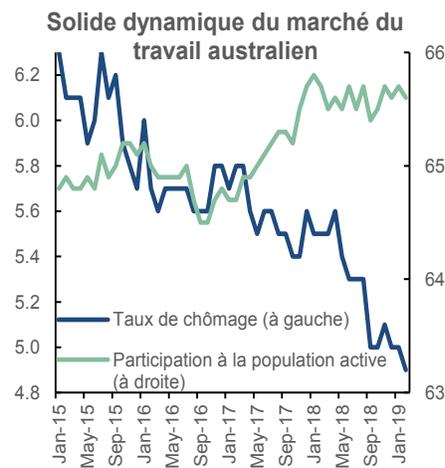
En raison de l'inflation endiguée et des perspectives difficiles pour la croissance mondiale, la RBA gardera probablement en veilleuse sa politique monétaire dans les prochains trimestres. La banque centrale croit aujourd'hui que le scénario dans lequel elle devrait assouplir sa politique monétaire est aussi vraisemblable qu'un scénario dans lequel cette politique devrait être durcie. Auparavant, la RBA avait estimé que la hausse des taux représentait la prochaine intervention la plus probable. Puisque la RBA change de discours, et en raison des difficultés des perspectives de croissance mondiale et de l'inflation endiguée dans ce pays, nous nous attendons désormais à ce que la banque centrale s'abstienne de relever ses taux directeurs jusqu'en 2020.

Graphique 3



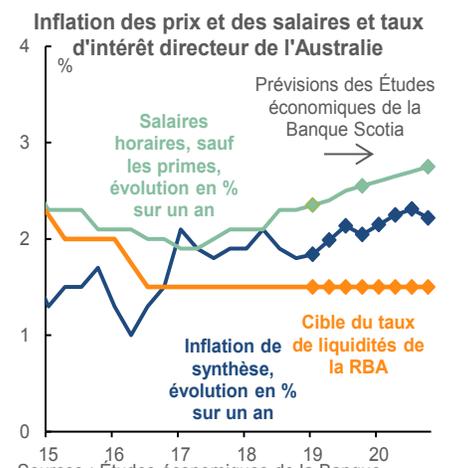
Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bureau de la statistique de l'Australie, Bloomberg.

Graphique 4



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bureau de la statistique de l'Australie.

Graphique 5



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Produits de base

- La vigoureuse croissance de l'économie mondiale constitue une solide toile de fond pour la demande de produits de base jusqu'en 2020, ce qui permet aux fondamentaux de reconforter l'évolution des cours des produits de base dans les prochaines années (graphique 1).
- Après le retournement du parcours baissier de la fin de 2018 dans l'évolution des actifs à risque au premier trimestre de 2019, la plupart des cours des principaux produits de base — le pétrole, le cuivre et l'or — devraient s'établir aux alentours des niveaux actuels jusqu'à la fin de l'année.
- L'évolution des politiques et des événements a légèrement fait basculer les perspectives du brut WCS (Western Canadian Select), en raison des difficultés du plan de contingentement de la production du gouvernement de l'Alberta, et du minerai de fer dans la foulée de l'effondrement des barrages de retenue des résidus au Brésil.

LES FONDAMENTAUX SONT APPELÉS À PORTER DE NOUVEAU LES PRODUITS DE BASE ALORS QUE LA MACROCONJONCTURE NÉGATIVE SE NORMALISE

Les cours des produits de base industriels ont remonté au premier trimestre de 2019 lorsque les marchés ont inversé l'humeur spéculative baissière qui a conduit à l'affaissement des cours boursiers et des produits de base dans les derniers mois de 2018. Les contrats de pétrole et de cuivre ont gagné respectivement 37 % et 11 %, après avoir plongé à des creux à la fin de décembre, tandis que le S&P 500 — qui s'est lui aussi effondré en décembre lorsque les investisseurs ont été moins d'humeur à prendre des positions sur les actifs à risque — a progressé de 22 %. Cette remontée s'est produite malgré la relative léthargie des données industrielles (soit les trois mois de contraction de l'activité manufacturière chinoise) et la baisse des courants commerciaux en raison de la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine (le volume des échanges mondiaux a perdu 1,7 % sur un an en décembre; graphique 2), ce qui laisse entrevoir pour les produits de base — en particulier les métaux comme le cuivre — d'autres gains en 2019 puisque ces tendances se normalisent. Le rebond soutenu de l'économie mondiale progresse essentiellement selon notre parcours prévisionnel antérieur, et par conséquent, nos principales prévisions sur les cours des produits de base sont essentiellement inchangées dans le trimestre au-delà des révisions apportées en raison des politiques aux perspectives du WCS et du minerai de fer. Les cours du WTI devraient s'établir à une moyenne de 59 \$ le baril en 2019 (+1 \$ le baril par rapport à nos dernières prévisions trimestrielles) et de 61 \$ le baril en 2020 (-1 \$ le baril), le cuivre devrait atteindre une moyenne de 3,00 \$/3,20 \$ la livre en 2019-2020 (sans variation), et nous continuons de nous attendre à ce que l'or reste circonscrit dans les environs de 1 300 \$ l'once (sans variation).

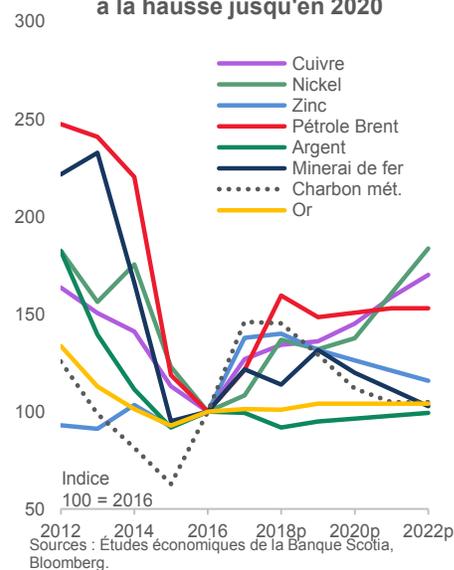
La croissance mondiale n'est pas éteinte, mais est essentiellement bien orientée. Les indicateurs de l'activité industrielle sont nuancés parmi les grands marchés : les États-Unis affichent une vigueur soutenue, tandis que l'Europe paraît léthargique et que les enquêtes statistiques chinoises laissent finalement apparaître un rebond après trois mois consécutifs de contraction. Malgré ce panorama contrasté, nous restons d'avis que la croissance mondiale continue de reposer sur de solides assises et que le ralentissement actuel représente une décélération naturelle par rapport à une base artificiellement élevée, alimentée par des mesures de relance; les dépenses budgétaires considérables des autorités américaines et chinoises à la fin de 2016 ont apporté l'impulsion qui a relevé toute l'économie pendant l'accélération mondiale synchronisée de 2017 et du premier semestre de 2018. L'incertitude liée à la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine, la politique monétaire américaine et le repli des marchés boursiers mondiaux à la fin de 2018 ont tous contribué à l'anémie de la performance industrielle au premier trimestre de 2019; or, nous croyons que l'activité rebondira dans les prochains mois et qu'elle constituera une toile de fond pour la stabilité de la demande sur les marchés des produits de base à terme.

RENSEIGNEMENTS

Rory Johnston, économiste, Produits de base
 416.862.3908
 Études économiques de la Banque Scotia
rory.johnston@scotiabank.com

Graphique 1

Cours des produits de base orientés à la hausse jusqu'en 2020



Graphique 2

Commerce et production industrielle en hausse partout dans le monde après un début piteux



LES COURS DU PÉTROLE MONTENT BRUSQUEMENT : L'OPEP RÉDUIT SA PRODUCTION ET LE RYTHME DE L'INDUSTRIE DU PÉTROLE DE SCHISTE AMÉRICAIN SE MODÈRE

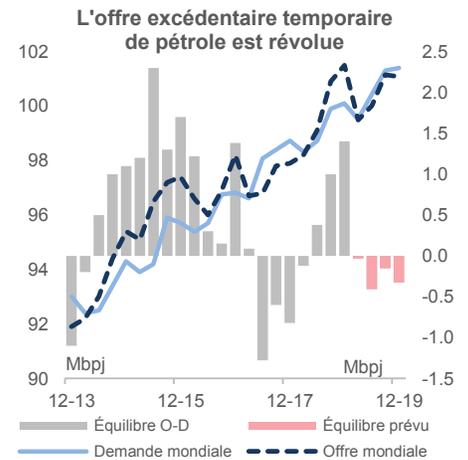
Les cours mondiaux du brut ont rebondi et les contrats de WTI ont monté de plus du tiers depuis la fin de 2018. La croissance de la demande reste vigoureuse, pendant que l'offre se durcit en raison d'une réduction notable de la production de l'OPEP — à la fois volontaire et involontaire — et du ralentissement du secteur du pétrole de schiste américain. Nous nous attendons à ce que les marchés pétroliers continuent d'accuser un léger déficit en 2019 (graphique 3), ce qui devrait, selon les prévisions, maintenir les cours du WTI aux alentours de 59 \$ le baril en 2019 et de 61 \$ le baril en 2020, alors que le Brent s'échangera à une prime de 7-8 \$ le baril par rapport au WTI sur l'horizon prévisionnel à cause des goulets d'étranglement chroniques dans l'acheminement du pétrole à destination de la côte américaine du golfe du Mexique.

Mondialement, la croissance de la demande de pétrole reste vigoureuse et devrait ressortir aux alentours de 1,4 Mbpj sur un an en 2019 : il n'y a donc pas de quoi pavoiser; pourtant, la croissance est assez stable pour que le marché reste plus ou moins en équilibre jusqu'en 2020. L'Asie émergente continue de porter cette croissance : la Chine et l'Inde devraient apporter un peu plus de la moitié du total. Au-delà de la demande globale de brut dans les raffineries du monde entier, les prochaines années apporteront des changements beaucoup plus vastes à la demande relative de produits finis lorsque les nouvelles normes d'émission de carburant de l'Organisation maritime internationale (la Règle OMI 2020) entreront en vigueur. L'application de la Règle OMI 2020 réduira la concentration admissible de soufre consommé par la flotte navale mondiale de 80 000 navires, ce qui viendra réduire la demande de mazout à forte teneur en soufre (HSFO) et relancer la demande de distillats intermédiaires — soit les produits comme le diésel ou le gazoil marin (MGO), qui sont soit consommés directement, soit mélangés avec des carburants traditionnels pour réduire la teneur en soufre des combustibles de soude. Cette évolution a pour effet d'accroître paradoxalement la demande de bruts lourds comme le WCS, qui peut être mélangé avec des bruts plus légers comme ceux qui proviennent du secteur du pétrole de schiste américain pour accroître les rendements des distillats intermédiaires dans les raffineries qui longent la côte américaine du golfe du Mexique. De concert avec la baisse de l'offre de bruts lourds provenant du Venezuela et du Mexique, ce marché tendu pour les bruts lourds est une bénédiction pour le cours du WCS, principal indice repère de l'exportation pour le Canada.

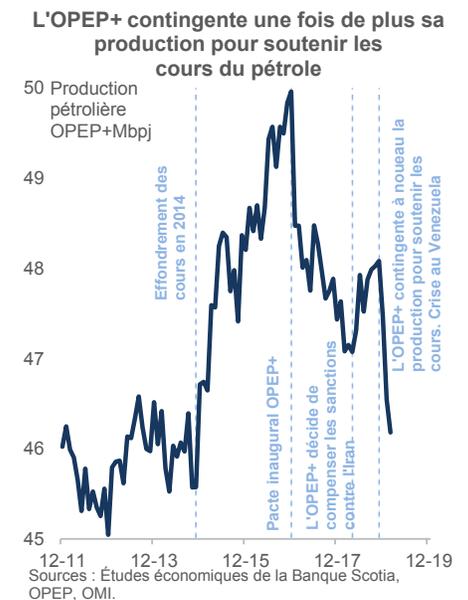
La croissance mondiale de l'offre pétrolière se ralentit depuis les gains remarquablement vigoureux observés à la fin de 2018 puisque l'OPEP+ contingente sa production et que le rythme de croissance du secteur du pétrole de schiste américain se modère. La production de l'OPEP+ a chuté dans les premiers mois de 2019, en raison des contingents organisés adoptés pour soutenir les cours et des pertes involontaires brusques dans l'offre vénézuélienne (graphique 4). Les difficultés de la production vénézuélienne se sont considérablement multipliées en mars après des semaines de pannes d'électricité intermittentes qui ont duré plusieurs jours dans les réseaux de production et d'exportation pétrolière du pays, en plus de priver d'électricité la grande majorité des citoyens du Venezuela. Les problèmes du réseau d'électricité continueront de parasiter la production, le mélange et l'exportation du brut vénézuélien, et l'État n'a pas les capitaux ni les compétences pour apporter au réseau des réparations significatives. Dans le secteur du pétrole de schiste américain, la croissance de l'offre continue de mener le monde (graphique 5); or, le rythme des gains se ralentit alors que les producteurs continuent de délaissier les points névralgiques et que le nombre d'appareils de forage sur les chantiers fait du surplace.

Chez nous, les cours du pétrole de l'Ouest canadien continuent de s'inscrire à des rabais anormalement faibles par rapport au WTI américain, soit moins de 10 \$ le baril, comparativement à l'explosion de l'automne dernier, qui a porté les cours à plus de 50 \$ le baril, et aux seuils de rentabilité du transport ferroviaire du pétrole, qui sont de l'ordre de 15 \$ le baril. Bien que normalement, la hausse des cours du brut canadien soit un motif de se réjouir, nous croyons malheureusement que les différentiels actuels sont artificiellement étroits et constituent un signe concret qu'une trop grande production de brut reste endiguée par rapport au rythme auquel les stocks peuvent effectivement s'épuiser. Les barils qui pourraient entrer dans le calcul de la capacité d'emport disponible sont trop peu nombreux, ce qui a fait monter les cours des barils locaux (et ce qui vient réduire le rabais par rapport au WTI) et sortir du marché, en raison des cours, l'essentiel de la capacité de transport ferroviaire du pétrole nouvellement constituée. Les

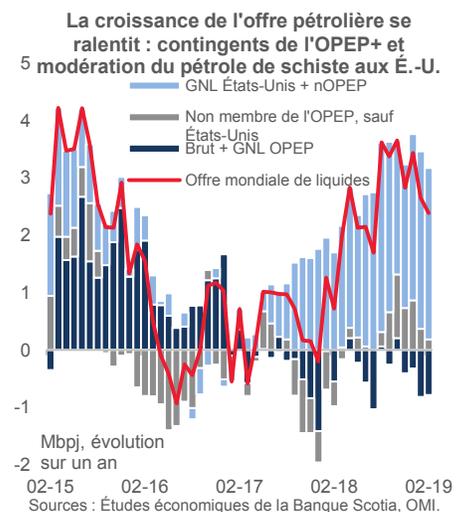
Graphique 3



Graphique 4



Graphique 5



livraisons ferroviaires de pétrole ont glissé d'environ 30 kbpj en janvier par rapport à des sommets sans précédent en décembre, et les données de plus grande fréquence du CN et du CP indiquent que les volumes ont plongé brutalement en février avant de finir par se stabiliser (graphique 6).

Malheureusement, nous aurons besoin de tous les wagons-citernes en service que nous pourrions réserver jusqu'à la fin de 2020, d'autant plus que maintenant, le lancement de la Ligne 3 a été décalé au dernier semestre de la prochaine année. Bien que les différentiels actuels entre le pétrole léger et le brut lourd dans les environs de la côte américaine du golfe du Mexique laissent entendre que le transport ferroviaire du pétrole pourrait techniquement atteindre le seuil de rentabilité à moins de 15 \$ le baril par rapport au WTI, les rabais inférieurs à 10 \$ le baril paraissent certainement non viables et les différentiels devront probablement se hisser au-delà des niveaux de rentabilité élémentaires et dans la plage des 15 \$-20 \$ le baril afin d'être assez intéressants pour permettre de financer l'achat de wagons-citernes supplémentaires (graphique 7). Compte tenu du rythme de la croissance attendue dans la production des sables bitumineux, nous pensons que le pronostic sur les services de transport ferroviaire du pétrole atteindra 500-600 kbpj à la fin de 2020 avant le lancement de la Ligne 3, ce qui est nettement supérieur au record de 355 kbpj établi en décembre. (Veuillez consulter notre [rapport complet](#) sur le décalage du lancement de la Ligne 3.) En réaction aux différentiels plus rapprochés qu'escompté, le gouvernement de l'Alberta a annoncé une augmentation de la production admissible dans le cadre du contingentement tous les mois depuis le lancement du programme — soit 75 kbpj en février-mars et 25 kbpj en avril, en mai et en juin, ce qui représente un allègement total de 150 kbpj jusqu'à la fin du premier semestre de 2019 par rapport à un contingent initial de 325 kbpj. Nous nous attendons à ce que la hausse de la capacité de production et l'assouplissement du contingentement de la production viennent faciliter le retour du rabais sur le WCS au point névralgique du transport ferroviaire du pétrole, soit 15 \$-20 \$ le baril; or, nous avons révisé nos prévisions de 2019 pour tenir compte du rapprochement anormal des différentiels dans le premier semestre de l'année. **Nous nous attendons aujourd'hui à ce que les rabais sur le WCS s'établissent à une moyenne de 15 \$ le baril en 2019 et de 21 \$ le baril en 2020.**

MÉTAUX : LA LÉTHARGIE DE LA CHINE EST ESSENTIELLEMENT RÉVOLUE; LES FONDAMENTAUX SONT DÉSORMAIS AUX COMMANDES

Les métaux industriels ont essentiellement dénoué l'humeur négative qui pesait sur les cours dans le dernier semestre de 2018 et les cours des métaux individuels devraient reprendre un parcours davantage porté par les fondamentaux dans les prochaines années. Le complexe des métaux de base a dérapé à partir de l'été dernier jusqu'à la fin de 2018, essentiellement en raison de la macroconjoncture négative, enflammée par la première grande vague de sanctions tarifaires généralisées des États-Unis dans son conflit commercial avec la Chine. Le dénouement de cette conjoncture permettra aux cours des métaux de suivre les considérations de l'offre et de la demande propres aux métaux et facilitera la dissociation entre les métaux qui sont abondamment soutenus à long terme (soit le cuivre) et les métaux dont le rapprochement plus aigu des cours est maintenant révolu pour l'heure (soit le zinc). La plupart des prévisions sur les métaux restent inchangées dans le trimestre, puisque nous continuons de nous attendre à ce que l'activité économique mondiale reste stable, alors que les perspectives pour le minerai de fer ont été révisées afin de tenir compte de la baisse prévue de la production brésilienne dans la foulée de l'effondrement des barrages de résidus dans ce pays.

En raison de son rôle surdimensionné dans le commerce mondial des produits de base, en particulier sa part de plus de 50 % dans la demande de la plupart des métaux industriels, tous les yeux sont rivés sur la Chine, où la question des efforts de relance de Beijing est prioritaire dans les esprits. L'activité manufacturière chinoise a paru se contracter de décembre jusqu'en février; or, les plus récentes publications de l'indice PMI montrent que l'activité a repris le chemin de la croissance en mars (graphique 8). On peut attribuer une partie de ce rebond à des facteurs saisonniers au sortir des fêtes du Nouvel An lunaire en février; toutefois, le bond des résultats de l'indice PMI vient à peu près doubler le retracement saisonnier typique.

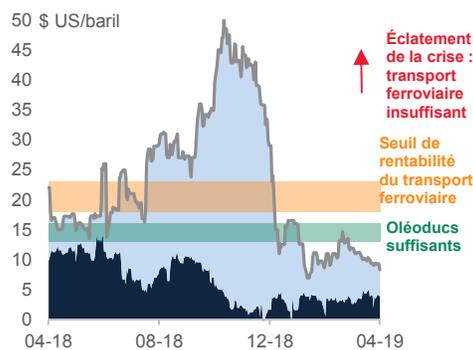
Les modestes efforts de relance de Beijing ont commencé à porter fruit; toutefois, les décideurs continuent d'insister pour dire que ces efforts n'ont rien à voir avec ceux de 2008 ou de 2016 — deux époques au cours desquelles la Chine s'en est remise massivement à des injections de crédit pour relancer l'économie intérieure, puis l'économie mondiale — et que la

Graphique 6
Plongeon des livraisons ferroviaires du pétrole en janvier; le plongeon pourrait se poursuivre en février



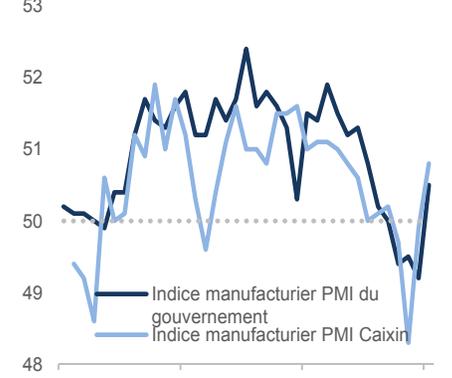
*Les livraisons CN/CP sont inférieures à 300 kbpj pour tenir compte du volume structurel/intrabassin estimé. Sources : Études économiques de la Banque Scotia, ONÉ, EIA, CP, CN.

Graphique 7
Les différentiels du brut canadien sont toujours probablement trop faibles pour relever la capacité de transport ferroviaire nécessaire



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 8
Les efforts de relance de la Chine commencent à paraître dans les relevés du PMI



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Chine ne retombe pas dans ses bonnes vieilles habitudes de relance des secteurs traditionnels prépondérants en travaux de construction. Il n'empêche que la tension entre l'objectif de désendettement auparavant promu par Beijing et l'impératif politique de stabilité de la croissance économique est évidente dans le parcours qui amène l'État à prendre ce train particulier de mesures de relance; à la fin de 2018, un groupe de travail de l'État chinois estimait que les mesures de relance représenteraient environ 1 200 milliards de RMB, chiffre qui a ensuite été révisé à la hausse, à près de 2 000 milliards de RMB, ce qui donne au moins une certaine crédibilité à la notion voulant que l'intervention de Beijing — l'idée que la Chine intervienne dans toute léthargie de la demande industrielle mondiale grâce à des injections de mesures de relance — reste toujours d'actualité. Les décideurs chinois s'abstiendront probablement de prendre d'autres mesures de relance avant de prendre connaissance de nouvelles données macroéconomiques au deuxième trimestre, pour savoir dans quelle mesure les premiers efforts de relance ont porté l'économie.

Hormis les considérations portées par la demande et qui se dénouent sur les marchés des métaux de base, le minerai de fer a basculé : un marché anémique, défini par l'offre excédentaire et la baisse des cours, a cédé la place à un feu roulant d'incertitudes dans la production, dans la foulée de l'effondrement fatal du barrage de Brumadinho au Brésil en janvier. Les prix des contrats pour le minerai à teneur de fer de 62 % livré dans le nord de la Chine restent très élevés, à plus de 90 \$ la tonne, par rapport à moins de 70 \$ la tonne à la fin de 2018, ce qui est nettement supérieur à nos prévisions antérieures de 65 \$ la tonne pour 2019-2020 (graphique 9). Les arrêts de travail décrétés par les organismes de réglementation et les tribunaux brésiliens devraient normalement réduire la production de minerai de fer de Vale de 75 Mt par rapport aux prévisions précédentes de 400 Mt et à un volume total de transport maritime du minerai de fer de l'ordre de 1 600 Mt. Bien que nous nous attendions à ce que les déficits de l'offre soient compensés par le relèvement de la production dans d'autres mines brésiliennes — la capacité technique de Vale est plus proche de 450 Mt, ce qui laisse ~50 Mt de marge théorique —, **l'interruption et les coûts du rajustement nous amènent à relever nos prévisions sur les cours du minerai de fer à 77 \$/t en 2019 et à 70 \$/t en 2020.**

Graphique 9
Forte remontée des cours du minerai de fer en raison des pertes de production au Brésil

Tableau 1

Produits de base	2000-2017			moyenne annuelle			
	Minimum	Moyenne	Maximum	2017	2018	2019p	2019p
Pétrole WTI (\$ US/baril)	17	62	145	51	65	59	61
Pétrole Brent (\$ US/baril)	18	65	146	55	72	67	68
WCS - WTI Discount* (USD/bbl)	-43	-16	-6	-13	-26	-15	-21
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	1,64	4,83	15,38	3,02	3,07	2,90	2,80
Cuivre (\$ US/lb)	0,60	2,38	4,60	2,80	2,96	3,00	3,20
Zinc (\$ US/lb)	0,33	0,84	2,10	1,31	1,33	1,25	1,20
Nickel (\$ US/lb)	2,00	7,12	24,58	4,72	5,95	5,75	6,00
Aluminium (\$US/livre)	0,56	0,87	1,49	0,89	0,96	0,90	0,90
Minerai de fer (\$US/tonne)	17	67	187	72	70	77	70
Charbon métallurgique (\$US/tonne)	39	131	330	187	206	185	160
Or, à Londres en après-midi (\$ US/ononce)	256	890	1895	1 257	1 268	1 300	1 300
Argent, à Londres en après-midi (\$ US/ononce)	4,07	14,80	48,70	17,05	15,71	16,00	17,00

* 2008-16 moyenne.

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Marché des changes

- **Le dollar US est résilient; or, il pourrait affronter cette année des vents contraires fondamentaux plus violents.**
- **Nous avons abaissé nos prévisions sur l'euro après que la BCE ait décalé le processus de normalisation de sa politique monétaire.**

Le dollar US (USD), qui reste assez bien étayé, n'a guère affiché de progression, dans un sens ou dans l'autre, dans les trois derniers mois et a manifestement peine à dégager des gains pour sortir des limites de la fourchette qui prime depuis les deux derniers trimestres par rapport aux autres grandes devises comparables. La volatilité du marché des changes a plongé à des creux pluriannuels sans précédent, ce qui révèle que les marchés sont circonscrits dans des fourchettes et qu'il n'y a absolument pas de conviction, parmi les acteurs du marché, sur la question de savoir si les grandes devises évolueront décisivement dans un sens ou dans l'autre dans un proche avenir.

Nous continuons de croire qu'à plus long terme, la tendance de l'évolution du dollar US est appelée à basculer à la baisse dans les prochains trimestres, en raison de la valorisation astronomique de cette monnaie par rapport aux autres grandes devises. Les risques politiques qu'affronte le dollar US paraissent avoir en quelque sorte diminué, dans la foulée de la conclusion de l'enquête de l'Office of Special Counsel; or, le fardeau des importants déficits du budget et du compte courant des États-Unis et le ralentissement du rythme de sa croissance (qui s'approche du potentiel, soit 2 % de la croissance du PIB environ) en prévision de 2020 continuent de peser lourdement, à notre avis, sur les perspectives du dollar US.

En outre, la Fed a fait savoir que sa politique de relèvement des taux est appelée à rester en suspens jusqu'à la fin de 2019 et qu'une autre hausse suivra en 2020. Les marchés pensent plutôt qu'après une pause prolongée, la perspective d'un autre relèvement des taux en 2020 — année des élections — est très lointaine. Les investisseurs ont parfaitement pris en compte, dans les cours, le risque d'une baisse des taux de la Fed dans les 12 prochains mois, ce qui aplanit la courbe des rendements américains et fait souffler des vents contraires plus violents sur le dollar US.

Nous nous attendons à ce que le dollar canadien (CAD) se raffermisse modérément par rapport au dollar US. La croissance de l'économie intérieure s'est ralentie à la fin de 2018; pourtant, elle semble vouloir reprendre du mieux, jusqu'à maintenant, au T1. La Banque du Canada (BdC) a fait savoir qu'elle s'attend toujours à ce que les taux d'intérêt augmentent dans les prochains mois, sans toutefois être pressée de durcir sa politique. La transformation des messages de la Fed a amené les marchés à tabler sur la forte probabilité d'une baisse des taux de la BdC dans les 12 prochains mois; toutefois, puisque les paramètres de la politique canadienne sont toujours nettement inférieurs au neutre, les taux à court terme au Canada ont moins de marge pour plonger. Par conséquent, les différentiels de rendements États-Unis-Canada à l'extrémité la plus courte de la courbe semblent avoir culminé et devraient s'amoinrir, ce qui viendra sous-tendre le dollar CA.

En outre, l'offre mondiale raréfiée a relancé les cours du pétrole brut. L'indice des produits de base de la BdC a gagné un peu plus de 16 % depuis le début de l'année, en raison essentiellement de la hausse des cours de l'énergie, même si les cours des produits distincts de l'énergie ont aussi augmenté (d'un peu plus de 5,5 % sur la même période). L'augmentation des cours des produits de base a musclé la balance commerciale du Canada, et cette amélioration devrait encore mieux étayer le dollar CA.

Dans l'ensemble, l'humeur des marchés vis-à-vis du dollar CA paraît toutefois moins constructive, et l'attention de certains investisseurs étrangers est toujours monopolisée par des enjeux comme le

RENSEIGNEMENTS

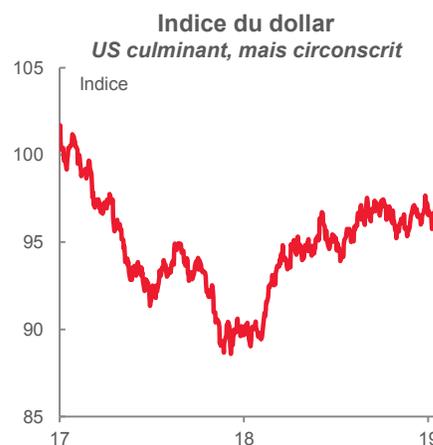
Shaun Osborne, stratège cambiste en chef
416.945.4538
Stratégie des marchés des changes
shaun.osborne@scotiabank.com

Eduardo Suárez, VP, Études économiques, Amérique latine
52.55.9179.5174 (Mexique)
Études économiques de la Banque Scotia
eduardo.suarez@scotiabank.com

Qi Gao, stratège cambiste – Marchés émergents, Asie
65.6305.8396 (Singapour)
Stratégie des marchés des changes
qi.gao@scotiabank.com

Eric Theoret, stratège cambiste, directeur
416.863.7030
Stratégie des marchés des changes
eric.theoret@scotiabank.com

Graphique 1



Sources : Scotiabank FICC Strategy, Bloomberg.

secteur du logement intérieur et les niveaux élevés d'endettement des ménages, qui sont des motifs de pessimisme quant aux perspectives du dollar CA. Nous reconnaissons qu'il s'agit de menaces *potentielles* pour le dollar CA; pourtant, ces facteurs ne sont pas au centre de nos perspectives de base.

Nous croyons plutôt que les tendances fondamentales étayent notre argument voulant que le dollar US soit appelé à plonger à moyen terme. Nous avons fait appel aux prévisions de la Banque Scotia pour les écarts des rendements à long terme États-Unis–Canada corrigés de l'inflation, pour les soldes des comptes courants et des budgets relatifs États-Unis–Canada ainsi que pour les estimations de l'OCDE sur la croissance de la productivité jusqu'en 2020 dans un modèle de régression avec la paire USD/CAD. Nous avons constaté que ces variables laissent entendre que la paire USD/CAD pourrait plonger à 1,16 dans les deux prochaines années. La modélisation quantitative fondée sur nos prévisions pour les écarts nominaux à court terme et les cours du brut laissent également entendre que le dollar US est appelé à fléchir. Nous restons toutefois fidèles à une prévision formelle sur la baisse de la paire USD/CAD à 1,23 d'ici la fin de 2020.

Nous voyons toujours essentiellement d'un bon œil les perspectives pour l'euro (EUR), la livre (GBP) et le yen (JPY); cependant, le ciel a été assombri, pour la GBP comme pour l'EUR, par l'évolution des discussions sur le Brexit au Royaume-Uni. L'économie de la zone euro s'est ralenti l'an dernier, et bien que certaines statistiques économiques indiquent que la croissance pourrait se stabiliser, les dernières projections de la Banque centrale européenne (BCE) laissent entendre que les tendances dans l'évolution de la croissance économique et de l'inflation sont appelées à rester anémiques. Effectivement, dans sa réunion de mars, la BCE a reporté le lancement de la normalisation de sa politique jusqu'à l'an prochain et a annoncé un autre cycle de crédits bancaires à long terme. Nous nous attendons à ce que l'EUR reprenne plus d'élan au S2 cette année à l'approche de la normalisation de la politique monétaire; or, nous nous attendons désormais à un décalage dans le raffermissement de l'EUR — et à un point terminal plus creux pour l'EUR sur notre horizon prévisionnel.

En faisant appel à des techniques et à des intrants comparables (à savoir, les soldes relatifs des budgets et des comptes courants, les rendements réels à long terme et les prévisions sur la productivité) dans le modèle de régression de la paire USD/CAD évoqué ci-dessus, la paire EUR/USD pourrait monter à 1,30 au S2 de 2020 sur la foi de nos prévisions économiques actuelles. Nous nous attendons désormais à ce que la paire EUR/USD se hisse à 1,24 dans cette période.

Le dénouement de l'impasse dans le Brexit au Royaume-Uni — nous continuons de prévoir essentiellement un « divorce » à l'amiable — musclera l'investissement des entreprises, portera le marché du logement et pourrait, sur fond de hausse des salaires, recentrer l'attention sur la volonté de la Banque d'Angleterre de durcir la politique monétaire intérieure, ne serait-ce que timidement, dans les prochains mois. Nous croyons plutôt que le *statu quo* de la politique monétaire sera probablement préservé. Ce décalage de six mois devrait déclencher une remontée fort attendue de la GBP et porter la paire GBP/USD dans la zone de 1,38/1,40 dans les prochains mois.

Nous nous attendons à ce que le JPY progresse par rapport au dollar US sur l'horizon prévisionnel. Nous prévoyons que le périmètre de la valorisation du JPY par rapport au dollar US léthargique soit circonscrit par le discours monétaire toujours très conciliant de la Banque du Japon (BoJ) (sur fond d'inflation obstinément faible). Toutefois, la perspective de la valorisation du JPY a été rehaussée par le basculement, dans un discours plus conciliant dans les communiqués sur la politique de la banque centrale, qui s'est fait jour dans la foulée des déclarations de la Fed et de la BCE, surtout dans les dernières semaines. La perspective de la stabilisation — ou même d'un léger rapprochement — des différentiels de taux à long terme entre les États-Unis et le Japon sur notre horizon prévisionnel devrait porter le JPY. Selon notre analyse de la juste valeur quantitative à plus long terme, les fondamentaux relatifs attendus laissent entendre que la paire USD/JPY fléchira à un peu moins de JPY100 dans les deux prochaines années. Nous continuons d'avancer une prévision formelle de JPY105 pour la fin de 2020.

Depuis le début de l'année, dans l'ensemble, les devises des pays de l'Alliance du Pacifique se sont timidement valorisées avec le ralentissement de la conjoncture financière mondiale. Toutefois, nous continuons d'être prudents dans les perspectives du peso mexicain (MXN), qui devrait se dévaloriser légèrement par rapport au dollar US sur notre horizon prévisionnel. Le MXN a résisté aux récentes craintes sur la dette locale et souveraine, grâce à la détente de la conjoncture financière américaine (reprise des marchés boursiers américains et baisse des taux à court terme) et aux gains du pétrole brut. Or, ces inquiétudes perdurent et pourraient être exacerbées par les risques externes (tensions commerciales et frontalières) et internes (restructuration du gouvernement fédéral), ce qui laisse entrevoir une autre décélération de l'activité économique intérieure. Nous nous attendons à ce que le peso colombien se négocie dans une fourchette de l'ordre de 3 000 par rapport au dollar US à moyen terme. Les gains à court terme (portés par le rapatriement saisonnier et le raffermissement des cours du pétrole brut) pourraient être assombri par la monopolisation de l'attention, à plus long terme, sur l'inflation léthargique et sur la probabilité que la banque centrale reste sur la touche jusqu'à la fin de l'année au moins avant de penser à durcir sa politique monétaire. Au Pérou, les solides fondamentaux sous-jacents étayent le sol (PEN) et se traduisent par un gain proche de 2 % du PEN depuis le début de l'année. Nous affichons un optimisme prudent sur les perspectives du PEN. Même si l'inflation augmente, rien ne permet de croire que la banque centrale pense à durcir sa politique monétaire, ce qui pourrait vouloir dire que le taux de change subit une partie de la tension des prix. Les tendances de l'évolution du peso chilien (CLP) sont toujours

fortement influencées par la volatilité du cuivre, du moins à court terme. La conjoncture de l'économie intérieure est de bon augure pour le CLP; toutefois, la banque centrale a récemment abaissé (légèrement) ses prévisions sur la croissance et l'inflation pour cette année, et nous croyons que les décideurs peuvent prendre le temps d'évaluer la nécessité de relever les taux d'intérêt. Nous nous attendons à de modestes gains pour le CLP cette année.

Les politiques mondiales de reflation étayent aussi les monnaies asiatiques des marchés émergents en général, et en particulier les monnaies très rentables comme la roupie indienne (INR) et la roupie indonésienne (IDR), en raison de l'accroissement de la dette à rendement négatif. À court terme cependant, l'INR et l'IDR sont appelées à s'échanger dans une fourchette à l'approche des élections générales prévues pour avril et mai en Inde et pour le 17 avril en Indonésie.

Le yuan chinois (CNY et CNH) s'échangera probablement aux alentours de 6,60-6,70 puisqu'on s'attend à ce que les États-Unis et la Chine s'entendent sur un pacte commercial d'ici la fin de mai et mettent fin à ce coûteux différend commercial. En outre, la reprise de l'économie chinoise est appelée à prendre de l'élan dans les prochains mois puisque l'indice manufacturier officiel PMI de ce pays a fortement rebondi pour s'inscrire à 50,5 en mars après un creux en trois ans de 49,2 en février.

Bien que l'apaisement des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine puisse dynamiser encore les monnaies asiatiques des marchés émergents, le won sud-coréen (KRW) et le dollar taiwanais (TWD) pourraient rester relativement circonscrits en raison, respectivement, de la multiplication des craintes sur la situation géopolitique dans la péninsule coréenne et sur les relations entre les deux rives. Dans le même temps, le baht thaïlandais (THB), porté par les exportations, est appelé à progresser puisque la Banque de Thaïlande (BoT) tient un discours relativement durci par rapport à d'autres banques centrales de la région.

Le dollar de Hong Kong (HKD) est appelé à remonter en raison de l'avantage du dollar US dans le rapprochement des rendements. Dans le même temps, la vigueur potentielle de l'EUR rehaussera probablement le dollar de Singapour du fait de l'étroite corrélation qui les unit. Comme nous l'avons déjà prévu, l'autorité monétaire n'a pas modifié la plage, la pente, ni le centre de sa fourchette directrice actuelle pour le taux de change effectif nominal de son dollar (S\$NEER). D'après notre estimation, cette fourchette s'étend sur une plage de +/- 2,0 % et a une pente annuelle de 1,0 %. Le ringgit malaisien (MYR) et le peso philippin (PHP) sont probablement appelés à baisser légèrement en raison de l'assouplissement monétaire potentiel de la Bank Negara Malaysia et de la Bangko Sentral ng Pilipinas.

ANNEXE 1

International	2000-17	2017	2018	2019p	2020p	2000-17	2017	2018	2019p	2020p
	PIB réel (variation annuelle, en %)					Prix à la consommation (variation sur 12 mois, fin de l'année, en %)				
Monde (en parité de pouvoir d'achat)	3,9	3,8	3,7	3,2	3,3					
Canada	2,1	3,0	1,8	1,6	2,1	1,9	1,8	2,0	1,5	2,0
États-Unis	2,0	2,2	2,9	2,4	1,9	2,2	2,1	2,2	1,9	2,2
Mexique	2,2	2,1	2,0	1,4	1,3	4,4	6,8	4,8	4,0	3,8
Royaume-Uni	1,9	1,8	1,4	1,1	1,2	2,1	3,0	2,1	1,9	2,0
Zone euro	1,4	2,4	1,8	1,1	1,5	1,8	1,3	1,5	1,2	1,6
Allemagne	1,4	2,2	1,4	0,9	1,4	1,4	1,4	1,6	1,6	1,7
France	1,4	2,2	1,5	1,3	1,4	1,4	1,2	1,6	1,3	1,6
Chine	9,3	6,8	6,6	6,2	6,0	2,3	1,8	1,8	2,2	2,3
Inde	7,1	6,7	7,3	7,0	7,3	6,8	5,2	2,1	5,1	5,0
Japon	0,9	1,9	0,8	0,8	0,7	0,1	1,0	0,3	2,3	1,0
Corée du sud	4,1	3,1	2,7	2,5	2,5	2,5	1,4	1,3	1,3	1,6
Australie	2,9	2,4	2,8	2,5	2,5	2,7	1,9	1,8	2,0	2,2
Thaïlande	4,1	4,0	4,1	3,8	3,5	1,9	0,8	0,4	1,5	1,6
Brésil	2,5	1,1	1,1	1,9	2,2	6,5	3,0	3,8	3,9	4,9
Colombie	3,9	1,8	2,6	3,4	3,8	5,1	4,1	3,2	3,2	3,1
Pérou	5,0	2,5	4,0	4,0	4,0	2,7	1,4	2,2	2,4	2,5
Chili	3,9	1,5	4,0	3,2	3,2	3,3	2,3	2,6	2,8	3,0
Produits de base										
	(moyenne annuelle)									
Pétrole WTI (\$ US/baril)	62	51	65	59	61					
Pétrole Brent (\$ US/baril)	65	55	72	67	68					
Escompte* du WCS par rapport au WTI (USD/baril)	-16	-13	-26	-15	-21					
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	4,83	3,02	3,07	2,90	2,80					
Cuivre (\$ US/lb)	2,38	2,80	2,96	3,00	3,20					
Zinc (\$ US/lb)	0,84	1,31	1,33	1,25	1,20					
Nickel (\$ US/lb)	7,12	4,72	5,95	5,75	6,00					
Aluminium (\$US/livre)	0,87	0,89	0,96	0,90	0,90					
Minerai de fer (\$US/tonne)	67	72	70	77	70					
Charbon métallurgique (\$US/tonne)	131	187	206	185	160					
Or, à Londres en après-midi (\$ US/once)	890	1 257	1 268	1 300	1 300					
Argent, à Londres en après-midi (\$ US/once)	14,80	17,05	15,71	16,00	17,00					
* Moyenne 2008-16.										
Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Statistique Canada, BEA, BLS, FMI, Bloomberg.										

ANNEXE 2

Amérique du Nord	2000–17	2017	2018	2019p	2020p	2000–17	2017	2018	2019p	2020p
	Canada (var. annuelle en %, sauf indication contraire) □					États-Unis (var. annuelle en %, sauf indication contraire)				
PIB réel	2,1	3,0	1,8	1,6	2,1	2,0	2,2	2,9	2,4	1,9
Dépenses de consommation	2,9	3,5	2,1	1,5	1,9	2,4	2,5	2,6	2,4	2,1
Investissement dans le secteur résidentiel	3,6	2,4	-2,3	-2,9	2,1	-0,3	3,3	-0,3	-1,2	1,2
Investissements des entreprises*	2,2	2,2	2,0	0,5	6,8	3,0	5,3	6,9	3,6	2,4
Gouvernement	2,2	2,7	2,7	1,2	1,7	1,0	-0,1	1,5	1,8	1,7
Exportations	1,3	1,1	3,3	2,4	2,3	3,7	3,0	4,0	1,9	2,0
Importations	3,0	4,2	2,9	0,3	3,1	3,7	4,6	4,5	3,2	2,8
PIB nominal	4,3	5,6	3,6	2,6	4,6	4,0	4,2	5,2	4,3	3,9
Indice implicite du PIB	2,1	2,6	1,7	0,9	2,4	1,9	1,9	2,3	1,9	1,9
Indice des prix à la consommation	1,9	1,6	2,3	1,4	2,0	2,2	2,1	2,4	1,7	2,2
IPC hors aliments et énergie	1,6	1,6	1,9	1,8	2,0	2,0	1,8	2,1	2,1	2,1
Bénéfices des sociétés avant impôts	0,0	20,1	0,5	-4,7	2,1	5,3	3,2	7,8	3,4	1,9
Emploi	1,4	1,9	1,3	1,6	0,7	0,7	1,6	1,7	1,4	1,0
Taux de chômage (en %)	7,1	6,3	5,8	5,8	5,9	6,1	4,4	3,9	3,9	4,0
Solde des paiements courants (en G\$ CA, US)	-18,7	-59,4	-58,7	-60,9	-62,8	-501	-449	-488	-542	-603
Balance commerciale (en G\$ CA, US)	22,9	-23,9	-21,5	-30,1	-35,5	-680	-807	-891	-949	-1 026
Solde budgétaire fédéral (EF, en G\$ CA, US)	-3,6	-17,8	-19,0	-18,1	-19,6	-540	-665	-779	-1 091	-1 101
pourcentage du PIB	-0,2	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8	-3,7	-3,4	-3,8	-5,1	-5,0
Mises en chantier (en milliers)	200	220	213	202	200	1,26	1,20	1,25	1,25	1,26
Ventes de véhicules motorisés (en milliers)	1 678	2 034	1 984	1 930	1 900	15,6	17,1	17,2	16,8	16,7
Production industrielle	0,0	4,9	2,6	0,6	2,2	0,7	2,3	4,0	2,8	1,8
	Mexique (variation annuelle, en %)									
PIB réel	2,2	2,1	2,0	1,4	1,3					
Indice des prix à la consommation (fin d'année)	4,4	6,8	4,8	4,0	3,8					
Solde des paiements courants (en G\$ US)	-15,0	-19,4	-22,2	-27,4	-26,1					
Balance commerciale (en G\$ US)	-7,2	-11,0	-13,7	-17,5	-19,3					

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Statistique Canada, SCHL, BEA, BLS, Bloomberg. *Pour le Canada, il s'agit notamment des dépenses en immobilisations des entreprises et des institutions à but non lucratif.

Prévisions trimestrielles	2018		2019				2020			
	T3	T4	T1e	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Canada										
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	2,0	0,4	1,1	2,2	2,4	2,4	2,4	1,9	1,5	1,2
PIB réel (variation annuelle en %)	1,9	1,6	1,5	1,5	1,5	2,0	2,3	2,3	2,0	1,7
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	2,7	2,0	1,4	1,4	1,4	1,5	1,8	2,0	2,1	2,0
Moyenne des nouveaux indices de référence (évolution sur un an, en %)	2,0	1,9	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0
États-Unis										
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	3,4	2,2	1,7	2,5	2,1	2,1	1,7	1,7	1,7	1,7
PIB réel (variation annuelle en %)	3,0	3,0	2,8	2,4	2,1	2,1	2,1	1,9	1,8	1,7
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	2,6	2,2	1,7	1,6	1,7	1,9	2,1	2,2	2,2	2,2
IPC hors aliments et énergie (évolution sur un an, en %)	2,2	2,2	2,1	2,1	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Déflateur des DCM de base (évolution en % sur un an)	2,0	1,9	1,8	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Statistique Canada, BEA, BLS, Bloomberg.

ANNEXE 3

Taux des banques centrales	2018		2019				2020			
	T4	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	
Amérique	(en %, à la fin de la période)									
Banque du Canada	1,75	1,75	1,75	1,75	2,00	2,00	2,25	2,25	2,25	
Réserve fédérale américaine (limite supérieure)	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,75	2,75	2,75	2,75	
Banque du Mexique	8,25	8,25	8,25	8,25	8,25	8,25	8,00	7,75	7,50	
Banque centrale du Brésil	6,50	6,50	6,50	6,75	7,25	7,75	8,25	8,50	8,50	
Banque de la République de Colombie	4,25	4,25	4,25	4,50	4,50	4,75	4,75	4,75	4,75	
Banque centrale de réserve du Pérou	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	
Banque centrale du Chili	2,75	3,00	3,00	3,25	3,25	3,50	3,75	3,75	3,75	
Europe										
Banque centrale européenne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Banque d'Angleterre	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	1,00	1,00	1,00	
Asie/Océanie										
Banque centrale d'Australie	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	
Banque de Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	
Banque populaire de Chine	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	
Banque de réserve de l'Inde	6,50	6,25	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	
Banque de Corée	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	
Banque de Thaïlande	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	.	1,75	1,75	
Devises et taux d'intérêt										
Amérique	(à la fin de la période)									
Dollar canadien (USD/CAD)	1,36	1,33	1,32	1,30	1,28	1,25	1,25	1,23	1,23	
Dollar canadien (CAD/USD)	0,73	0,75	0,76	0,77	0,78	0,80	0,80	0,81	0,81	
Peso mexicain (USD/MXN)	19,65	19,43	19,90	20,48	21,26	21,40	21,26	21,36	21,71	
Real brésilien (USD/BRL)	3,88	3,92	3,91	3,97	4,18	4,08	4,11	4,07	4,18	
Peso colombien (USD/COP)	3 254	3 189	3 105	3 150	3 120	3 050	3 100	3 182	3 167	
Sol - Pérou (USD/PEN)	3,37	3,32	3,31	3,32	3,30	3,31	3,27	3,28	3,25	
Peso chilien (USD/CLP)	694	680	650	650	650	640	640	640	640	
Europe										
Euro (EUR/USD)	1,15	1,12	1,17	1,19	1,20	1,22	1,22	1,24	1,24	
Livre sterling (GBP/USD)	1,28	1,30	1,35	1,37	1,40	1,42	1,42	1,45	1,45	
Asie/Océanie										
Yen - Japon (USD/JPY)	110	111	110	108	108	107	107	105	105	
Dollar australien (AUD/USD)	0,70	0,71	0,73	0,75	0,75	0,77	0,77	0,78	0,78	
Yuan - Chine (USD/CNY)	6,88	6,71	6,60	6,70	6,70	6,60	6,60	6,50	6,50	
Roupie - Inde (USD/INR)	69,8	69,1	67,0	68,0	68,0	67,0	67,0	66,0	66,0	
Won - Corée du sud (USD/KRW)	1 116	1 135	1 100	1 120	1 120	1 100	1 100	1 080	1 080	
Baht - Thaïlande (USD/THB)	32,5	31,7	31,6	31,8	31,8	31,6	31,6	31,4	31,4	
Canada (rendements, %)										
Bon du Trésor à 3 mois	1,65	1,67	1,75	1,80	2,00	2,05	2,25	2,25	2,25	
Obligation du Canada à 2 ans	1,86	1,55	1,70	1,80	2,05	2,10	2,30	2,30	2,30	
Obligation du Canada à 5 ans	1,89	1,52	1,75	1,90	2,10	2,20	2,35	2,35	2,35	
Obligation du Canada à 10 ans	1,97	1,62	1,80	2,00	2,20	2,35	2,45	2,45	2,45	
Obligation du Canada à 30 ans	2,18	1,89	2,10	2,20	2,40	2,50	2,75	2,75	2,75	
États-Unis (rendements, %)										
Bon du Trésor à 3 mois	2,36	2,39	2,40	2,40	2,40	2,65	2,65	2,65	2,65	
Obligation du Trésor à 2 ans	2,49	2,26	2,45	2,50	2,60	2,80	2,80	2,80	2,80	
Obligation du Trésor à 5 ans	2,51	2,23	2,50	2,60	2,70	2,85	2,85	2,85	2,85	
Obligation du Trésor à 10 ans	2,68	2,41	2,65	2,75	2,85	2,95	2,95	2,95	2,95	
Obligation du Trésor à 30 ans	3,01	2,82	3,00	3,10	3,20	3,25	3,25	3,25	3,25	

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Le présent rapport a été préparé par Études économiques Scotia à l'intention des clients de la Banque Scotia. Les opinions, estimations et prévisions qui y sont reproduites sont les nôtres en date des présentes et peuvent être modifiées sans préavis. Les renseignements et opinions que renferme ce rapport sont compilés ou établis à partir de sources jugées fiables; toutefois, nous ne déclarons ni ne garantissons pas, explicitement ou implicitement, qu'ils sont exacts ou complets. La Banque Scotia ainsi que ses dirigeants, administrateurs, partenaires, employés ou sociétés affiliées n'assument aucune responsabilité, de quelque nature que ce soit, en cas de perte directe ou consécutive découlant de la consultation de ce rapport ou de son contenu.

Ces rapports vous sont adressés à titre d'information exclusivement. Le présent rapport ne constitue pas et ne se veut pas une offre de vente ni une invitation à offrir d'acheter des instruments financiers; il ne doit pas non plus être réputé constituer une opinion quant à savoir si vous devriez effectuer un swap ou participer à une stratégie de négociation comportant un swap ou toute autre transaction. L'information reproduite dans ce rapport n'est pas destinée à constituer et ne constitue pas une recommandation de swap ou de stratégie de négociation comportant un swap au sens du Règlement 23.434 de la Commodity Futures Trading Commission des États-Unis et de l'Appendice A de ce règlement. Ce document n'est pas destiné à être adapté à vos besoins individuels ou à votre profil personnel et ne doit pas être considéré comme un « appel à agir » ou une suggestion vous incitant à conclure un swap ou une stratégie de négociation comportant un swap ou toute autre transaction. La Banque Scotia peut participer à des transactions selon des modalités qui ne concordent pas avec les avis exprimés dans ce rapport et peut détenir ou être en train de prendre ou de céder des positions visées dans ce rapport.

La Banque Scotia et ses sociétés affiliées ainsi que tous leurs dirigeants, administrateurs et employés peuvent périodiquement prendre des positions sur des monnaies, intervenir à titre de chefs de file, de cochefs de file ou de preneurs fermes d'un appel public à l'épargne ou agir à titre de mandants ou de placeurs pour des valeurs mobilières ou des produits dérivés, négocier ces valeurs et produits dérivés, en faire l'acquisition, ou agir à titre de teneurs de marché ou de conseillers, de courtiers, de banques d'affaires et/ou de maisons de courtage pour ces valeurs et produits dérivés. La Banque Scotia peut toucher une rémunération dans le cadre de ces interventions. Tous les produits et services de la Banque Scotia sont soumis aux conditions des ententes applicables et des règlements locaux. Les dirigeants, administrateurs et employés de la Banque Scotia et de ses sociétés affiliées peuvent siéger au conseil d'administration de sociétés.

Il se peut que les valeurs mobilières visées dans ce rapport ne conviennent pas à tous les investisseurs. La Banque Scotia recommande aux investisseurs d'évaluer indépendamment les émetteurs et les valeurs mobilières visés dans ce rapport et de faire appel à tous les conseillers qu'ils jugent nécessaire de consulter avant de faire des placements.

Le présent rapport et l'ensemble des renseignements, des opinions et des conclusions qu'il renferme sont protégés par des droits d'auteur. Il est interdit de les reproduire sans que la Banque Scotia donne d'abord expressément son accord par écrit.

^{MD} Marque déposée de La Banque de Nouvelle-Écosse.

La Banque Scotia, de pair avec l'appellation « Services bancaires et marchés mondiaux », est une dénomination commerciale désignant les activités mondiales exercées dans le secteur des services bancaires aux sociétés, des services bancaires de placement et des marchés financiers par La Banque de Nouvelle-Écosse et certaines de ses sociétés affiliées dans les pays où elles sont présentes, dont Scotiabanc Inc., Citadel Hill Advisors L.L.C., The Bank of Nova Scotia Trust Company of New York, Scotiabank Europe plc, Scotiabank (Ireland) Limited, Scotiabank Inverlat S.A., Institución de Banca Múltiple, Scotia Inverlat Casa de Bolsa S.A. de C.V., Scotia Inverlat Derivados S.A. de C.V., lesquelles sont toutes des membres du groupe de la Banque Scotia et des usagers autorisés de la marque Banque Scotia. La Banque de Nouvelle-Écosse est constituée au Canada sous le régime de la responsabilité limitée et ses activités sont autorisées et réglementées par le Bureau du surintendant des institutions financières du Canada. Au Royaume-Uni, les activités de La Banque de Nouvelle-Écosse sont autorisées par la Prudential Regulation Authority et assujetties à la réglementation de la Financial Conduct Authority et à la réglementation limitée de la Prudential Regulation Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails du périmètre de l'application, à La Banque de Nouvelle-Écosse, de la réglementation de la Prudential Regulation Authority du Royaume-Uni. Les activités de Scotiabank Europe plc sont autorisées par la Prudential Regulation Authority et réglementées par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority du Royaume-Uni.

Les activités de Scotiabank Inverlat, S.A., de Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V. et de Scotia Derivados, S.A. de C.V. sont toutes autorisées et réglementées par les autorités financières du Mexique.

Les produits et les services ne sont pas tous offerts dans toutes les administrations. Les services décrits sont offerts dans les administrations dont les lois le permettent.

Stratégie des marchés des changes

La présente publication a été préparée par La Banque de Nouvelle-Écosse (la Banque Scotia) à titre d'information et de promotion. Les opinions, estimations et prévisions qui y sont reproduites sont les nôtres en date des présentes et peuvent être modifiées sans préavis. Les renseignements et opinions que renferme cette publication sont compilés ou établis à partir de sources jugées fiables; toutefois, nous ne déclarons ni ne garantissons pas, explicitement ou implicitement, qu'ils sont exacts ou complets, et ni ces renseignements, ni ces prévisions ne doivent être considérés comme une déclaration engageant la responsabilité de la Banque Scotia, de ses sociétés affiliées ou de l'un quelconque de ses employés. Ni la Banque Scotia, ni ses sociétés affiliées n'assument de responsabilité, quelle qu'elle soit, au titre des pertes découlant de la consultation de ces renseignements. Cette publication ne constitue pas et ne se veut pas non plus une offre visant à vendre ni une invitation à offrir d'acheter l'une quelconque des monnaies visées dans la présente et ne doit pas constituer non plus une opinion quant à savoir si vous devriez effectuer un swap ou participer à une stratégie de négociation comportant un swap ou toute autre transaction. L'information générale reproduite dans cette publication sur les questions transactionnelles, financières, éducatives et boursières ne se veut pas et ne constitue pas non plus une recommandation de swap ou de stratégie de négociation comportant un swap au sens du Règlement 23.434 de la Commodity Futures Trading Commission des États-Unis et de l'Appendice A de ce règlement. Ce document n'est pas destiné à être adapté à vos besoins individuels ou à votre profil personnel et ne doit pas être considéré comme un « appel à agir » ou une suggestion vous incitant à conclure un swap ou une stratégie de négociation comportant un swap ou toute autre transaction. Vous devez noter que la manière dont vous appliquez l'une quelconque des stratégies évoquées dans cette publication peut vous exposer à un risque significatif et que vous devez réfléchir attentivement à votre capacité de supporter ce risque en vous adressant à vos conseillers professionnels financiers, juridiques, comptables, fiscaux et autres conseillers indépendants. La Banque Scotia, ses sociétés affiliées et/ou leurs dirigeants, administrateurs ou employés peuvent éventuellement prendre des positions dans les monnaies mentionnées dans les présentes à titre de mandants ou de placeurs et peuvent toucher une rémunération à titre de conseillers financiers et/ou de preneurs fermes pour certaines des sociétés mentionnées dans cette publication. Les administrateurs, dirigeants ou employés de la Banque Scotia et de ses sociétés affiliées peuvent siéger au conseil d'administration des sociétés visées dans la présente. Tous les produits et services de la Banque Scotia sont soumis aux modalités des conventions applicables et de la réglementation locale. Cette publication et l'ensemble des renseignements, des opinions et des conclusions qu'elle renferme sont protégés par des droits d'auteur. Il est interdit de les reproduire, en totalité ou en partie, de les citer de quelque manière que ce soit, ou de citer les renseignements, opinions et conclusions qui y sont reproduits sans que la Banque Scotia donne d'abord expressément son accord par écrit.

^{Mc} Marque de commerce de La Banque de Nouvelle-Écosse. Marque utilisée sous licence, le cas échéant. La Banque Scotia, de pair avec l'appellation « Services bancaires et marchés mondiaux », est une dénomination commerciale désignant les activités mondiales exercées dans le secteur des services bancaires aux sociétés, des services bancaires de placement et des opérations sur les marchés financiers par La Banque de Nouvelle-Écosse et certaines de ses sociétés affiliées dans les pays où elles sont présentes, lesquelles sont toutes des membres du groupe de la Banque Scotia et des usagers autorisés de la marque Banque Scotia. Constituée au Canada sous le régime de la responsabilité limitée, les activités de La Banque de Nouvelle-Écosse sont autorisées et réglementées par le Bureau du surintendant des institutions financières du Canada. Au Royaume-Uni, les activités de La Banque de Nouvelle-Écosse et de Scotiabank Europe plc sont autorisées par la Prudential Regulation Authority. Au Royaume-Uni, les activités de La Banque de Nouvelle-Écosse sont soumises à la réglementation de la Financial Conduct Authority et à la réglementation limitée de la Prudential Regulation Authority. Au Royaume-Uni, les activités de Scotiabank Europe plc sont autorisées par la Prudential Regulation Authority et réglementées par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails du périmètre de l'application, à La Banque de Nouvelle-Écosse, de la réglementation de la Prudential Regulation Authority du Royaume-Uni. Toutes les activités de Scotiabank Inverlat, S.A., de Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V. et de Scotia Inverlat Derivados, S.A. de C.V. sont autorisées et réglementées par les autorités financières mexicaines. Les produits et les services ne sont pas tous offerts dans toutes les administrations. Les services décrits sont offerts dans les administrations dont les lois le permettent.