

Un monde d'incertitude

- Le ralentissement de la croissance mondiale découle largement de l'incertitude entourant les échanges commerciaux. La croissance est plombée par la guerre commerciale que se livrent les États-Unis et la Chine.
- La récession devrait être évitée si l'incertitude demeure aux niveaux actuels, mais une brusque intensification des tensions pourrait assombrir considérablement les perspectives.
- Les banques centrales interviennent et continueront de le faire. Des mesures budgétaires prudentes sont attendues en Europe, mais les décideurs des pays pouvant exercer une politique budgétaire discrétionnaire se tiennent prêts à réagir à une éventuelle détérioration des perspectives.

L'incertitude nuit à l'économie mondiale. Des signes indiquent maintenant clairement que les politiques commerciales du président Trump ainsi que les diverses tribulations de sa présidence ont un effet négatif sur les dépenses des entreprises partout dans le monde. De plus, la possibilité que la Grande-Bretagne quitte l'Union européenne sans accord refroidit également les ardeurs. Les effets se font particulièrement ressentir dans le secteur manufacturier, où les divers indices mondiaux de l'activité manufacturière se contractent sous l'effet du ralentissement des échanges et de la production industrielle à l'échelle mondiale. De nombreux pays, dont les États-Unis, semblent jusqu'à présent en mesure de gérer le ralentissement de la croissance, alors que d'autres, notamment l'Allemagne, sont aux portes d'une récession technique.

Nous présumons dans nos perspectives que l'incertitude en matière de politique demeurera élevée tout au long de 2020, avant de diminuer graduellement en 2021. Ce scénario suppose que le président Trump cherchera à maintenir une certaine stabilité à l'approche des élections présidentielles de 2020. Nous avons formellement inclus des mesures d'incertitude dans nos modèles macroéconomiques pour les États-Unis et le Canada, ce qui nous a permis de conclure de manière irréfutable qu'en 2019, la montée de l'incertitude sous la présidence de M. Trump avait réduit la production américaine et canadienne de 0,75 et 0,5 point de pourcentage, respectivement, et qu'elle devrait avoir un effet encore plus important en 2020. Le président Trump a beau blâmer publiquement la Réserve fédérale pour le ralentissement de l'activité économique aux États-Unis, nous croyons que lui-même et ses conseillers sont conscients des dommages que ses gestes provoquent, et qu'ils s'efforceront de limiter les dégâts dans l'avenir.

Par conséquent, **nous ne croyons pas que les États-Unis ou le Canada tomberont en récession.** La croissance va ralentir dans les deux pays sous le poids accumulé des incertitudes, comme l'indiquent les indices de l'activité manufacturière, mais aucune des deux économies n'affichent un déséquilibre assez important pour causer une récession. Les taux de croissance devraient atteindre leur plus bas niveau à la fin de cette année et au début de 2020. Le degré de risque d'un ralentissement plus sérieux, voire d'une récession, dépend presque entièrement des actions futures du président Trump. Toute nouvelle flambée d'incertitude pourrait entraîner une contraction de l'activité économique et déclencher une récession, surtout si elle découle de gestes ou de menaces en lien avec le commerce. Les récentes mesures et affirmations du président nous rappellent clairement que l'incertitude actuelle pourrait bien s'intensifier.

Des mesures de relance monétaire devront manifestement être adoptées partout dans le monde pour contrer le ralentissement en cours et éviter qu'il ne s'aggrave. Jusqu'à présent, les banques centrales ont été les seules à intervenir. À notre avis, si nos hypothèses se vérifient et que l'incertitude n'augmente pas davantage, des mesures de

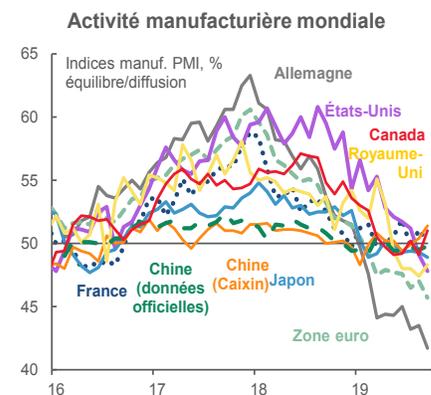
RENSEIGNEMENTS

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	3–5
États-Unis	6–9
La politique monétaire et les marchés financiers aux États-Unis et au Canada	10–14
Mexique	15–16
Amérique latine	17–24
Royaume-Uni	25–26
Zone euro	27–28
Asie-Pacifique	29–36
Produits de base	37–39
Marché des changes	40–42
Tableaux des prévisions sommaires	A1–A4

Graphique 1



relance modestes seront suffisantes au Canada et aux États-Unis. Chez nos voisins du Sud, une autre baisse de 50 points de base (pdb) des taux d'intérêt serait requise en plus de celle qui a déjà été apportée, alors qu'au Canada, nous croyons que la banque centrale abaissera les taux de 50 pdb pour prémunir l'économie contre les risques futurs, même si la situation au pays ne commande nullement pareille intervention. Ailleurs dans le monde, certaines banques centrales ont pris des mesures en réaction aux signes de faiblesse, alors que d'autres l'ont fait pour contrer les risques clairs et évidents qui pourraient plomber les perspectives. Nous croyons que la Banque du Canada se rangera dans le deuxième groupe.

En Europe, il serait plus que temps que les politiciens cessent de se fier principalement à la Banque centrale européenne (BCE) et qu'ils songent à recourir à des politiques budgétaires volontaristes pour gérer le ralentissement. Des mesures de relance devront de toute évidence être adoptées pour stimuler la croissance et l'inflation. Certains remettent déjà en question – avec raison – l'efficacité des taux d'intérêt négatifs, et l'Europe devra cesser pour un temps de poursuivre ses objectifs budgétaires de manière rigide pour s'attaquer sérieusement à la gestion de l'économie. Cette nécessité se fait particulièrement sentir en Allemagne, la grande économie européenne où la faiblesse est sans doute la plus marquée et où les décideurs refusent de mettre en place des politiques budgétaires expansionnistes tout en récriminant contre la politique de la BCE à l'égard des taux d'intérêt.

Si nos hypothèses s'avèrent erronées et que l'incertitude s'accroît l'an prochain, d'autres mesures budgétaires pourraient être nécessaires. Une exacerbation marquée de l'incertitude pourrait plomber considérablement les perspectives mondiales et ultimement faire basculer les États-Unis, le Canada et d'autres pays en récession technique. En pareil cas, d'autres banques centrales pourraient être forcées d'envisager des coupes draconiennes dans les taux d'intérêt, et les ministres des Finances se verraient obligés d'adopter des mesures de relance budgétaire. Les taux d'intérêt pourraient passer sous la barre du zéro, mais nous croyons que des mesures de relance énergiques pourraient maintenir les taux d'intérêt à court terme à zéro ou en territoire positif.

La bonne nouvelle, c'est que nous croyons toujours que le président Trump pourrait relativement facilement réparer en partie les dommages qu'il a causés jusqu'à présent. Une entente avec la Chine et un ton plus conciliant en matière de commerce pourraient avoir un effet positif immédiat sur le niveau de confiance et sur les marchés, et pourraient même entraîner une révision à la hausse des prévisions pour 2020 et 2021. Nous nous croisons les doigts et espérons que M. Trump, dans sa « grande et incomparable sagesse », adoptera notre point de vue.

Tableau 1

PIB réel mondial	2000–18	2018	2019p	2020p	2021p
	(variation annuelle, en %)				
Monde (en PPA)	3.9	3.7	2.9	3.1	3.3
Canada	2.1	1.9	1.6	1.8	1.9
États-Unis	2.1	2.9	2.2	1.4	1.8
Mexique	2.2	2.0	0.2	1.0	2.0
Royaume-Uni	1.9	1.4	1.1	1.2	1.6
Zone euro	1.4	1.9	1.0	1.1	1.3
Allemagne	1.4	1.5	0.5	0.8	1.2
France	1.4	1.7	1.3	1.3	1.4
Chine	9.1	6.6	6.1	6.0	5.8
Inde	7.1	7.4	5.8	6.7	7.4
Japon	0.9	0.8	0.8	0.5	1.2
Corée du sud	3.9	2.7	1.9	2.3	2.5
Australie	2.9	2.7	1.8	2.4	2.5
Thaïlande	4.1	4.1	2.4	2.1	2.7
Brésil	2.4	1.1	1.0	1.8	2.1
Colombie	3.8	2.6	3.2	3.6	3.6
Pérou	4.9	4.0	2.3	3.0	3.5
Chili	3.9	4.0	2.7	3.2	3.0

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

Canada

LA CROISSANCE DE L'EMPLOI FAIT OUBLIER L'INCERTITUDE

- Le boom d'embauches se poursuit alors que les entreprises sont toujours confrontées à une pénurie de main-d'œuvre.
- La croissance devrait s'accélérer légèrement l'an prochain si rien ne vient alimenter davantage l'incertitude commerciale. Le risque de récession est présent, mais nous ne croyons pas que le Canada connaîtra une période de faiblesse prolongée. Notre opinion pourrait toutefois changer si l'incertitude venait à augmenter de façon radicale.
- La forte croissance de la population continuera d'agir comme moteur de relance au Canada, un avantage majeur par rapport à d'autres économies avancées dont la croissance démographique est en perte de vitesse.

La vigueur exceptionnelle du marché de l'emploi canadien constitue sans nul doute la plus grande surprise de 2019 sur le plan économique. Plus d'emplois ont été créés dans le seul mois d'août que pendant toute l'année 2018. Certains indicateurs des salaires sont en forte hausse, le taux de chômage est en voie d'atteindre son plus bas niveau en près de 45 ans, le pays compte près de 600 000 postes à pourvoir et les sociétés canadiennes sont toujours aux prises avec une pénurie de main-d'œuvre. Ces facteurs sont de loin ceux qui freinent le plus la croissance de la production et des ventes, dans une conjoncture mondiale marquée par une forte incertitude qui a entraîné une baisse de la production industrielle et du volume des échanges à l'échelle mondiale, en plus d'avoir d'importantes répercussions sur les marchés financiers.

Une des conséquences immédiates de la vigueur du marché de l'emploi a été de soutenir la confiance des consommateurs canadiens malgré l'abondance de nouvelles inquiétantes en provenance de l'étranger (graphique 1). Cette situation est importante à plusieurs égards. Notre modèle de calcul des probabilités de récession, fondé sur une analyse de la courbe des taux et du niveau de confiance des consommateurs (contrairement à la plupart des modèles qui tiennent compte uniquement de la courbe des taux), indique que le risque que le Canada tombe en récession au cours des 18 prochains mois n'est que d'environ 20 % (graphique 2). Le niveau élevé de confiance, qui témoigne du dynamisme sous-jacent du marché de l'emploi, tient le risque de récession à distance – pour l'instant. De plus, la résilience de la confiance des consommateurs, combinée à la baisse des taux hypothécaires et à la forte progression de l'emploi et des salaires, a contribué au revirement spectaculaire du marché immobilier canadien, où les ventes ont fortement rebondi durant les mois d'été.

L'incertitude exerce néanmoins une forte pression sur l'économie canadienne. Notre modèle macroéconomique pour le Canada et les États-Unis a été mis à jour pour prendre en compte l'incertitude. La hausse des préoccupations entourant les échanges commerciaux et son incidence sur les marchés financiers ont créé un écart entre le niveau d'activité actuellement observé et celui dont nous aurions pu profiter si l'incertitude ne s'était pas accrue autant. Aux États-Unis, source du problème, le niveau de l'activité économique à la fin de 2019 devrait être de 0,75 point de pourcentage inférieur à ce qu'il aurait été si l'incertitude avait été moins présente (veuillez consulter la [section sur les États-Unis](#) à la fin du présent rapport pour obtenir des renseignements sur la méthode que nous avons utilisée). Au Canada, on estime que l'écart atteindra 0,5 point de pourcentage (graphique 3) d'ici la fin de l'année. C'est donc dire que l'incertitude a des effets importants sur l'économie, et qu'ils devront bien sûr être contrés par des mesures monétaires. Au Canada, n'eût été cette incertitude, nous serions peut-être encore à nous demander si les taux d'intérêt devraient encore être augmentés, et non réduits de 50 pdb comme c'est le cas en ce moment.

RENSEIGNEMENTS

Jean-François Perrault, PVP et économiste en chef

416.866.4214

Études économiques de la Banque Scotia

jean-francois.perrault@scotiabank.com

René Lalonde, premier directeur, Recherche

416.862.3174

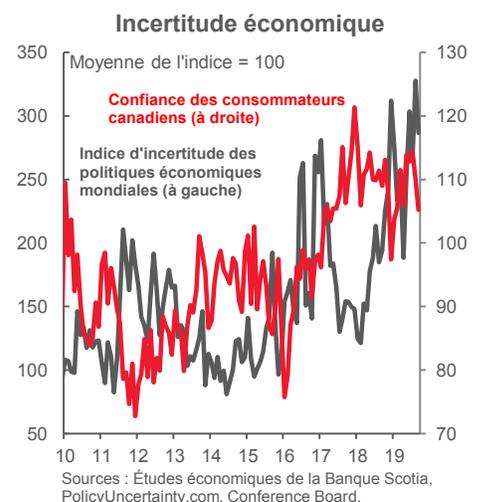
Études économiques de la Banque Scotia

rene.lalonde@scotiabank.com

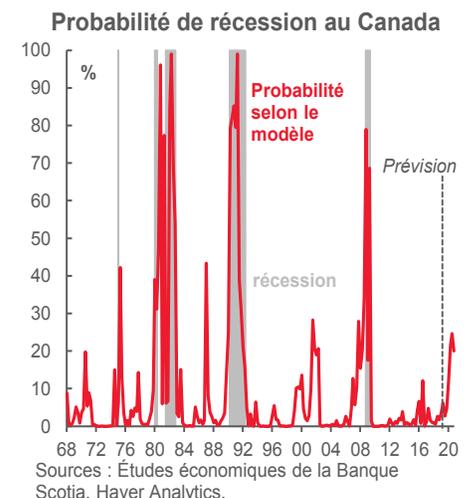
Canada	2018	2019p	2020p	2021p
PIB réel (évolution annuelle en %)	1.9	1.6	1.8	1.9
IPC (% sur un an, fp)	2.0	2.0	1.9	2.5
Taux directeur banque centrale (% , fp)	1.75	1.50	1.25	1.25
Dollar canadien (CAD-USD, fp)	0.73	0.77	0.80	0.80

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



Graphique 2

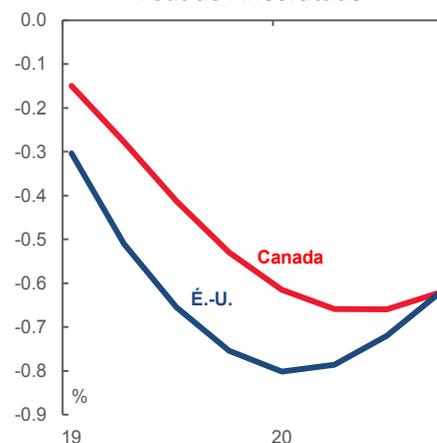


Malgré cette incertitude, nous croyons que l'économie canadienne enregistrera une croissance modeste de 1,6 % cette année, et de 1,8 % en 2020. Ce ne sera toutefois pas le cas aux États-Unis où les taux de croissance pourraient chuter fortement entre cette année et l'an prochain. Plusieurs facteurs expliquent cette situation :

- Grâce à l'immigration, le Canada connaît un boom démographique et voit sa population croître à son taux le plus élevé en 20 ans, ce qui n'est absolument pas le cas dans les autres économies avancées, notamment aux États-Unis où la croissance démographique a faibli. Par rapport à d'autres pays, le Canada profite donc d'une forme de relance démographique qui lui permet en plus de regarnir son bassin de main-d'œuvre pour les entreprises à la recherche de travailleurs. Les nouveaux arrivants canadiens se sont procuré divers biens et services et ont incontestablement participé à l'essor du marché immobilier.
- La politique budgétaire sera vraisemblablement un peu plus expansionniste l'an prochain. Les principaux partis ont à ce jour annoncé des politiques comprenant un mélange de réductions d'impôt, de transferts et de mesures de dépenses. Selon toutes probabilités, les mesures annoncées par les libéraux et les conservateurs ajouteront environ 0,1 point de pourcentage à la croissance l'an prochain. L'impact réel sera bien sûr déterminé par le parti gagnant, les mesures qu'il adoptera et le moment où il les mettra en œuvre. Le temps nous en dira plus, mais pour l'instant, nous prévoyons une hausse de 0,1 % l'an prochain, car quelle que soit l'issue de l'élection, le déficit devrait augmenter.
- La construction d'un terminal de gaz naturel liquéfié à Kitimat au coût de 40 milliards \$ CA battra son plein l'an prochain, ce qui nécessitera des investissements importants et améliorera considérablement les perspectives de croissance de la Colombie-Britannique et du reste du pays.

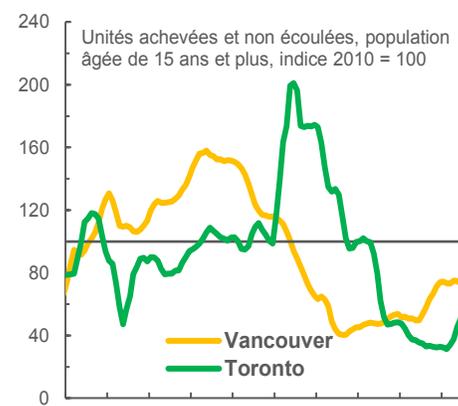
Le marché de l'habitation est l'un des éléments qui retiendront l'attention au cours des prochains mois. La hausse de l'emploi, la baisse des taux d'intérêt et la croissance démographique soutenue procurent un contexte avantageux aux marchés de l'habitation partout au pays. Les ventes ont fortement progressé au cours de l'été après une période de léthargie généralisée amorcée à la fin de l'an dernier. Cette faiblesse a selon nous été provoquée par diverses modifications réglementaires destinées à calmer les marchés et à améliorer la solidité financière des ménages. L'incidence de ces modifications – qui étaient nécessaires – s'est estompée et les lois de l'économie reprennent manifestement leurs droits.

Graphique 3

Coût de l'incertitude


Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 4

Unités achevées et non écoulées


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

Tableau 1

Prévisions canadiennes trimestrielles	2019		2020				2021			
	T3e	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Économique										
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	1.5	1.2	2.0	2.0	1.4	1.6	2.0	2.1	2.0	1.9
PIB réel (variation annuelle en %)	1.5	1.7	2.1	1.7	1.6	1.7	1.8	1.8	2.0	2.0
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	1.9	2.0	2.1	1.9	1.9	1.9	2.0	2.1	2.2	2.5
Moyenne des nouveaux indices de référence (évolution sur un an, en %)	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.1	2.1	2.1	2.2	2.2
Financier										
Dollar canadien (USD/CAD)	1.32	1.30	1.28	1.28	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25
Dollar canadien (CAD/USD)	0.76	0.77	0.78	0.78	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80
Taux à un jour de la Banque du Canada (%)	1.75	1.50	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25
Bon du Trésor à 3 mois (%)	1.65	1.40	1.20	1.20	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.30
Obligation du Canada à 2 ans (%)	1.58	1.30	1.20	1.25	1.30	1.30	1.35	1.40	1.45	1.50
Obligation du Canada à 5 ans (%)	1.40	1.25	1.25	1.30	1.35	1.40	1.45	1.50	1.55	1.60
Obligation du Canada à 10 ans (%)	1.36	1.30	1.40	1.50	1.55	1.60	1.65	1.70	1.75	1.80
Obligation du Canada à 30 ans (%)	1.53	1.45	1.55	1.65	1.75	1.80	1.85	1.90	1.95	2.00

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

Dans la plupart des marchés, la demande demeure plus élevée que l'offre et les inventaires sont généralement faibles (graphique 4). Ces observations indiquent que les marchés de l'habitation pourraient profiter d'un contexte favorable dans l'avenir et que l'accès à la propriété demeurera un enjeu pour les Canadiens de nombreuses régions. Elles suggèrent également que les dépenses des consommateurs augmenteront au cours des prochains trimestres puisque ces maisons nouvellement achetées devront être meublées et rénovées.

De plus, la hausse des activités de vente engendre une forte croissance du crédit, ce qui pourrait donner matière à réflexion à la Banque du Canada alors qu'elle songe selon nous à mettre des protections en place pour faire face à l'incertitude. Pendant la majeure partie des trois dernières années, le gouverneur Poloz nous a avertis des périls liés aux taux élevés d'endettement des ménages. Ces préoccupations devraient refaire surface même si, de manière générale, les finances des ménages semblent en bon ordre. Les plus récentes données sur les taux de délinquance sur les cartes de crédit indiquent une baisse par rapport à l'an dernier. Les taux de prêts hypothécaires en souffrance demeurent près de leur plus bas niveau en environ 25 ans (graphique 5), mais le portrait pourrait changer rapidement si le taux de chômage venait à augmenter. Il est toutefois peu probable que cela se produise puisque la demande de main-d'œuvre dans l'industrie canadienne est encore très élevée.

Il y a cependant des raisons de s'inquiéter. L'activité économique demeure vigoureuse, mais les niveaux de stocks ont atteint un sommet de dix ans (graphique 6). Compte tenu de la hausse des commandes en carnet observée au cours des deux dernières années, cette situation n'est pas anormale, mais elle constitue néanmoins une fragilité si les ventes devaient fortement ralentir.

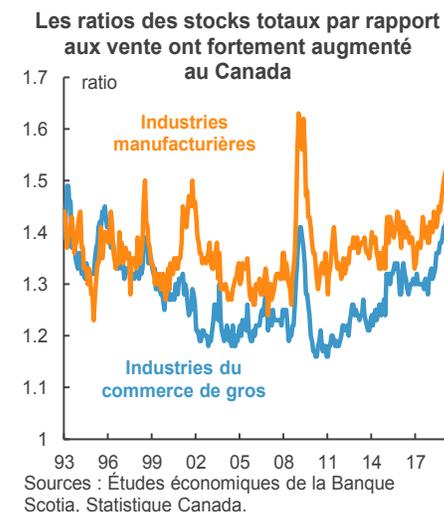
Le Canada n'est pas à l'abri des aléas de la politique commerciale des États-Unis. Certains facteurs typiquement canadiens nous permettent de mieux affronter l'incertitude élevée que d'autres pays, mais il n'en demeure pas moins qu'une exacerbation de la volatilité sur le plan des politiques pourrait bien entraîner le Canada dans le sillage des États-Unis. Si l'incertitude demeure contenue, et nous croyons que ce sera le cas, il est fort probable que l'économie canadienne enregistre une modeste croissance en 2020.

Tableau 2

Canada	2000-18	2018	2019p	2020p	2021p
(variation annuelle en %, sauf indication contraire)					
PIB réel	2.1	1.9	1.6	1.8	1.9
Dépenses de consommation	2.9	2.1	1.7	1.8	1.9
Investissement dans le secteur résidentiel	3.4	-1.5	-1.7	3.1	2.5
Investissements des entreprises	2.2	2.2	-2.3	3.0	2.3
Gouvernement	2.2	3.0	1.6	1.7	1.6
Exportations	1.4	3.2	2.7	2.4	2.3
Importations	3.0	2.9	0.9	2.4	2.4
PIB nominal	4.2	3.6	3.2	3.8	4.3
Indice implicite du PIB	2.1	1.7	1.6	1.9	2.4
Indice des prix à la consommation (IPC)	1.9	2.3	1.9	2.0	2.2
IPC de base (IPCX)	1.6	1.9	2.2	2.1	2.0
Bénéfices des sociétés avant impôts	0.0	0.5	1.7	3.4	2.0
Emploi	1.4	1.3	2.1	1.0	1.0
Taux de chômage (en %)	7.0	5.8	5.7	5.9	5.9
Solde des paiements courants (en G\$ CA)	-20.8	-58.5	-35.9	-28.6	-24.5
Balance commerciale (en G\$ CA)	20.6	-22.0	-10.6	-8.5	-8.2
Solde budgétaire fédéral (en G\$ CA)	-4.4	-19.0	-14.0	-19.8	-14.1
pourcentage du PIB	-0.3	-0.9	-0.6	-0.8	-0.6
Mises en chantier (en milliers)	201	213	210	206	202
Ventes de véhicules motorisés (en milliers)	1,694	1,983	1,940	1,915	1,915
Production industrielle	1.0	3.1	0.9	2.1	1.8
Pétrole WTI (\$ US/baril)	62	65	57	55	62
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	4.74	3.07	2.61	2.64	2.75

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

Graphique 5

Graphique 6


États-Unis

À LA CROISÉE DES CHEMINS

- La croissance de l'économie américaine se ralentit, plombée par les dommages de politiques erratiques et mal avisées; or, il n'y a ni stagnation séculaire, ni stagflation à l'horizon. Les perspectives à moyen terme de l'économie américaine sont largement tributaires du consommateur américain toujours aussi prodigue.
- L'évolution de l'incertitude sur la politique commerciale et la tourmente générale à Washington, le ralentissement de la croissance hors des États-Unis et le parcours inflationniste multiplient les incertitudes qui règnent sur les perspectives macroéconomiques et sur la politique de la Fed.

NI STAGNATION SÉCULAIRE, NI STAGFLATION

À la fin de 2017, nous avons prévu que la croissance de l'économie américaine serait portée par les mesures de relance budgétaire en 2018 et un ralentissement vers un potentiel sous-jacent légèrement inférieur à 2 % dans les années suivantes. Ces prévisions sont toujours en voie de se réaliser : nous ne projetons toujours pas de récession sur notre horizon prévisionnel; or, nos projections sont suspendues à certaines grandes incertitudes. De fait, en 2018, la croissance s'est plus accélérée que ce que nous avons prévu à l'origine, et le ralentissement qui a suivi a été plus graduel que ce que laissaient entendre nos modèles et un peu plus résilient qu'attendu aux guerres commerciales de Donald Trump.

Les politiques erratiques de l'administration Trump ont ébranlé les chaînes logistiques et préservé la vigueur du dollar américain, en faisant basculer les enquêtes prospectives sur le moral des entreprises dans un territoire qui évoque parfois une récession prochaine. Même si les indices américains des directeurs des achats dans l'activité manufacturière et les services (PMI) ont fléchi, ils n'ont été que partiellement des indicateurs fiables des récessions qui nous guettent. L'indice américain PMI de l'activité manufacturière a déjà ployé à moins de 50 (en territoire de contraction) deux fois depuis la crise financière mondiale (CFM) et a lancé cinq autres faux signaux de récession depuis 1980 (graphique 1). Il faut préciser que l'industrie n'intervient qu'à hauteur d'environ 9,4 % dans le S&P 500 et de 11,6 % dans la production économique américaine. Il se peut que le signal s'améliore quand on regroupe l'industrie manufacturière et les services — et à l'heure actuelle, ils ne laissent pas entrevoir, conjointement, de récession (graphique 1).

La conjoncture financière américaine reste conciliante, les indices-surprises évoluent tendanciellement à la hausse depuis quelques mois et les actualités de la Fed laissent toujours entrevoir une croissance honnête au T3 (graphique 2), ce qui cadre avec nos attentes. Par rapport aux annales, la conjoncture financière américaine connaît aujourd'hui une croissance soutenue; elle explique probablement une partie de la récente performance exceptionnelle par rapport, faut-il le reconnaître, à des attentes diminuées. Les bénéfices des sociétés américaines et les carnets de commandes d'infrastructure de base aux États-Unis culminent à des zéniths (graphique 3); or, l'incertitude pourrait peser, à terme, sur les décisions d'investissement. Et puisque les ratios des stocks par rapport aux ventes se rapprochent des sommets de la CFM, la réduction des stocks pourrait peser encore plus lourdement sur la croissance.

Les perspectives de croissance de l'économie américaine sont largement tributaires du consommateur américain toujours aussi prodigue — et il y a de bonnes raisons de penser que les Américains restent fidèles à un mode de dépenses. Les bilans des ménages sont

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

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

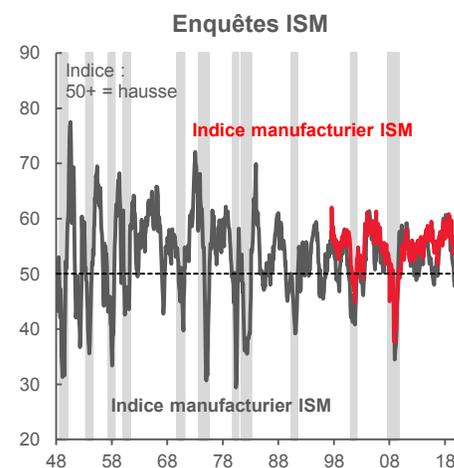
Nikita Perevalov, économiste principal
 416.866.4205
 Études économiques de la Banque Scotia
nikita.perevalov@scotiabank.com

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

États-Unis	2018	2019p	2020p	2021p
PIB réel (évolution annuelle en %)	2.9	2.2	1.4	1.8
IPC (% sur un an, fp)	2.2	1.9	2.2	2.2
Taux directeur banque centrale (% , fp)	2.50	1.75	1.50	1.50
Dollar canadien (USD-CAD, fp)	1.36	1.30	1.25	1.25

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



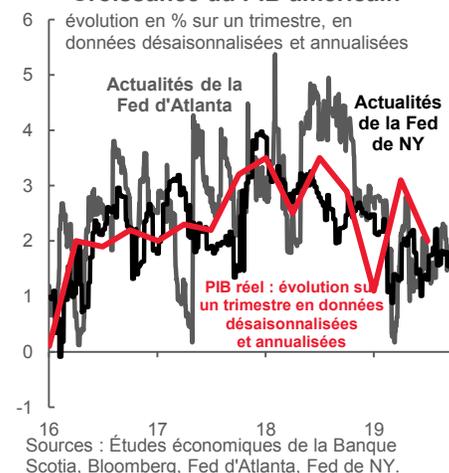
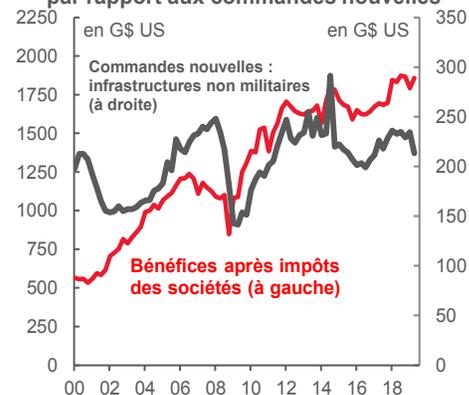
sains, et les ratios de la charge de la dette sont à leur plus creux depuis 40 ans, alors que le ratio de la valeur nette des ménages sur le PIB fracasse un record. Les mises en chantier de logements frôlent leur sommet d'après la CFM, grâce à la baisse des taux hypothécaires, ce qui devrait soutenir la croissance des ventes de biens de consommation durables (graphique 4). La croissance des salaires continue de suivre une tendance chronique à la hausse, même si elle s'est ralentie récemment.

Toujours est-il que les consommateurs et les marchés du travail sont souvent des indicateurs décalés des replis économiques qui s'amorcent, et en définitive, le moral des consommateurs est maintenant en berne, l'embauche se modère et le rythme de l'épargne s'accroît.

Il n'empêche que même après le récent tumulte au Moyen-Orient, nous pensons qu'il est peu probable que cette croissance modérée se mue en stagflation. À la différence des années 1970, l'inflation américaine sous-jacente reste léthargique et la hausse des cours du pétrole n'est pas appelée à se fortifier considérablement. L'inflation de synthèse est inférieure à la cible de 2 % de la Fed depuis la fin de 2018 et devrait augmenter et se rapprocher de la cible en 2020. De même, comme nous l'expliquons dans la [section Produits de base](#), les cours devraient rester ternes en raison du ralentissement de la croissance mondiale et de la remise en service de la capacité des infrastructures saoudiennes. Quoi qu'il en soit, l'économie américaine devient constamment moins prépondérante en pétrole à la longue, et le pétrole est désormais un facteur moins important de l'inflation américaine qu'il l'était dans les années 1970 (graphique 5).

C'est pourquoi nous nous attendons à ce que l'inflation des dépenses de consommation des particuliers ne rattrape la cible de 2 % de la Fed qu'en 2021, en raison de la hausse des frais de main-d'œuvre, de l'incidence décalée de la demande excédentaire induite par les mesures budgétaires et de la dévalorisation ultime du dollar américain. Cette dévalorisation, ainsi que le relèvement de la croissance du PIB à la fin de 2020 grâce à l'accélération de la demande intérieure explique que nous nous attendions à ce que l'incertitude qui pèse sur les politiques commerciales se dissipe dans la foulée de l'élection présidentielle américaine de 2020 et par l'incidence décalée des mesures de relance de la politique monétaire adoptées par la Fed en 2019.

Les perspectives américaines ont rarement été l'objet de l'incertitude qui constitue aujourd'hui la toile de fond chronique des marchés financiers et des décideurs. Trois motifs d'incertitude dominent les perspectives, selon la synthèse des communiqués de la Fed dans les derniers mois : la multiplication des incertitudes sur la politique commerciale, la montée des risques pour la croissance mondiale et la léthargie inattendue de l'inflation. Tous ces motifs d'incertitude pourraient peser plus ou moins fortement sur l'économie américaine et façonner le discours de la politique monétaire entre 2019 et 2021.

Graphique 2
Croissance du PIB américain

Graphique 3
Les bénéfices après impôts des sociétés par rapport aux commandes nouvelles

Tableau 1

Prévisions trimestrielles pour les États-Unis	2019		2020				2021			
	T3e	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Économique										
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	1.8	1.1	1.3	1.3	1.5	1.8	1.9	1.9	2.0	2.0
PIB réel (variation annuelle en %)	2.0	2.0	1.6	1.4	1.3	1.5	1.6	1.7	1.9	1.9
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	1.8	1.9	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
Indice de référence (variation annuelle en %)	2.1	2.1	2.1	2.2	2.2	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1
Déflateur des DCM de base (variation annuelle en %)	1.6	1.8	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	2.0	2.0
Financier										
Euro (EUR/USD)	1.09	1.10	1.12	1.15	1.19	1.20	1.20	1.20	1.22	1.22
Livre sterling (GBP/USD)	1.23	1.22	1.25	1.30	1.32	1.36	1.38	1.38	1.40	1.40
Yen - Japon (USD/JPY)	108	108	107	107	105	105	103	103	102	102
Fed Funds Rate (limite supérieure, %)	2.00	1.75	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
Bon du Trésor à 3 mois (%)	1.85	1.60	1.35	1.35	1.35	1.35	1.35	1.35	1.35	1.40
Obligation du Trésor à 2 ans (%)	1.62	1.40	1.45	1.50	1.50	1.60	1.65	1.70	1.70	1.75
Obligation du Trésor à 5 ans (%)	1.55	1.35	1.45	1.60	1.70	1.80	1.80	1.85	1.85	1.90
Obligation du Trésor à 10 ans (%)	1.67	1.50	1.60	1.70	1.85	2.00	2.05	2.10	2.10	2.15
Obligation du Trésor à 30 ans (%)	2.11	2.05	2.10	2.20	2.35	2.50	2.60	2.70	2.75	2.80

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

LES TROIS QUESTIONS DIFFICILES AUXQUELLES DOIT RÉPONDRE LA FED

- Les perspectives que nous exposons sont subordonnées à trois grandes hypothèses :
- l'apaisement de l'incertitude sur la politique commerciale en 2021, dans la foulée des présidentielles américaines de 2020;
- le ralentissement graduel de la croissance hors des États-Unis en 2019-2020;
- la léthargie chronique de l'inflation.

Où s'en va la guerre commerciale? (Graphiques 6, 7 et 8)
Selon notre hypothèse de base, l'incertitude commerciale reste forte en 2020, puisque les négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine se déroulent sporadiquement :

les sanctions tarifaires sont annoncées, puis reportées; parfois, les rumeurs de la multiplication des tensions ébranlent les marchés financiers (par exemple, récemment, une décote potentielle des sociétés qui ont leur siège en Chine), et parfois encore, l'optimisme exubérant règne en maître. Dans l'ensemble, on s'attend à ce que l'incertitude se dissipe en 2021, puisque l'élan donné à d'autres tumultes commerciaux est appelé à se réduire après les élections américaines, peu importe le gagnant (graphique 6).

Selon un scénario plus optimiste, l'absence de certitude dans l'orientation de la politique commerciale baisse en 2020, éventuellement parce que les États-Unis et la Chine s'entendent sur un pacte. Nos simulations d'après le Modèle macroéconomique mondial de la Banque Scotia (MMMBS), que nous venons de réestimer pour intégrer un baromètre explicite de l'incertitude des politiques commerciales, laissent entendre que le PIB américain pourrait gagner 0,2 point en 2020 (graphique 7) avec l'apaisement des tensions entre les États-Unis et la Chine. Dans ce modèle, la baisse de l'incertitude mènerait à une envolée des marchés boursiers et à une diminution du VIX, qui étaye la consommation et l'investissement, à un recul du taux de change en raison de l'inversion de la ruée sur la valeur refuge du dollar US, ce qui relancerait les exportations, et à un relèvement de la demande grâce à la hausse des dépenses d'investissement et à l'accélération de la croissance du commerce international. Tous ces effets permettent de croire que la Fed porterait à 1,75 % le taux cible des fonds fédéraux au T2 de 2020 (graphique 8) et le garderait à ce niveau jusqu'à la fin de l'horizon prévisionnel.

Par contre, nous pouvons aussi facilement envisager un scénario dans lequel l'incertitude reste forte jusqu'à la fin de 2021. Dans ce cas, les résultats de nos simulations indiquent que la croissance du PIB américain perd 0,2 point en 2020 et 0,1 point en 2021 par rapport à notre scénario de base, ce qui amène la Fed à abaisser de 25 points de base encore, au T2 de 2020, le taux cible des fonds fédéraux. Dans ce scénario, le taux directeur est appelé à s'inscrire à 1,25 % à la fin de 2021.

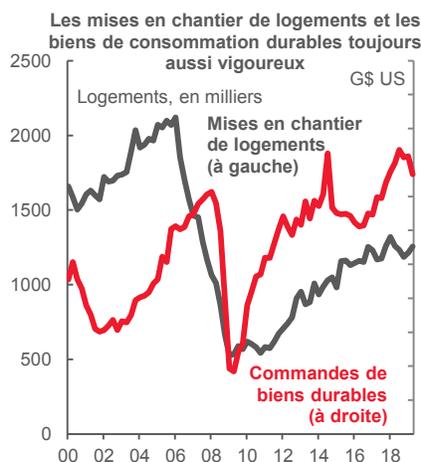
Qu'advient-il si la croissance mondiale fléchit? (Graphiques 9 et 10)

Outre les effets de la politique commerciale, il est permis de croire que le ralentissement de la croissance mondiale peut être lié ou non à cette

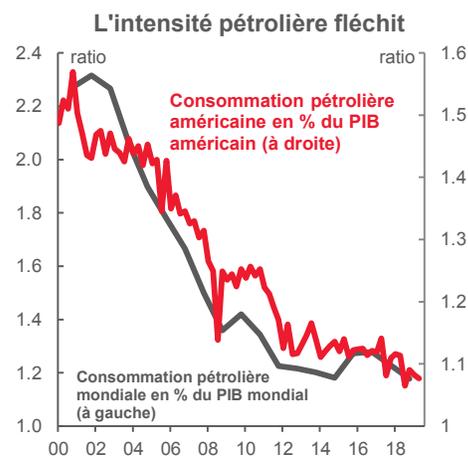
Tableau 2

États-Unis	2000-18	2018	2019p	2020p	2021p
(variation annuelle en %, sauf indication contraire)					
PIB réel	2.1	2.9	2.2	1.4	1.8
Dépenses de consommation	2.4	3.0	2.5	2.0	2.0
Investissement dans le secteur résidentiel	-0.3	-1.5	-2.6	0.1	1.6
Investissements des entreprises	3.2	6.4	2.6	1.1	2.3
Gouvernement	1.1	1.7	2.3	1.7	1.6
Exportations	3.7	3.0	0.0	1.2	2.1
Importations	3.8	4.4	2.0	2.9	2.8
PIB nominal	4.1	5.4	4.0	3.1	3.7
Indice implicite du PIB	2.0	2.4	1.7	1.6	1.9
Indice des prix à la consommation	2.2	2.4	1.8	2.2	2.2
IPC de base	2.0	2.1	2.1	2.2	2.1
Déflateur des DCM de base	1.7	1.9	1.6	1.9	1.9
Bénéfices des sociétés avant impôts	4.9	3.4	-0.2	2.7	1.8
Emploi	0.8	1.7	1.5	1.0	1.0
Taux de chômage (en %)	6.0	3.9	3.8	4.0	4.2
Solde des paiements courants (en G\$ US)	-500	-491	-582	-661	-723
Balance commerciale (en G\$ US)	-691	-887	-901	-987	-1064
Solde budgétaire fédéral (en G\$ US)	-552	-779	-1,008	-1,034	-1,097
pourcentage du PIB	-3.7	-3.8	-4.7	-4.7	-4.8
Mises en chantier (en millions)	1.26	1.25	1.24	1.26	1.26
Ventes de véhicules motorisés (en millions)	15.7	17.2	17.0	17.0	17.1
Production industrielle	0.9	4.0	1.0	1.5	1.9
Pétrole WTI (\$ US/baril)	62	65	57	55	55
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	4.74	3.07	2.61	2.64	2.64

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

Graphique 4


Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Recensement.

Graphique 5


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

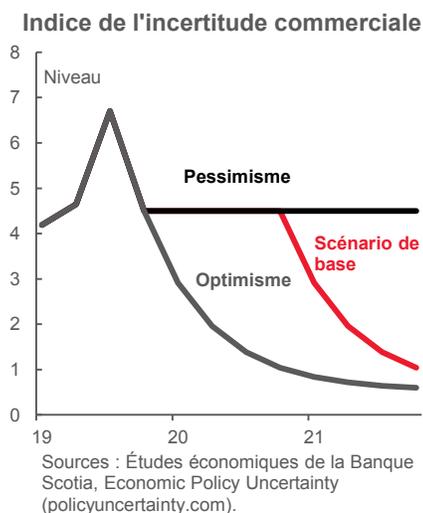
politique. Même si les États-Unis sont relativement fermés au commerce international, le cycle économique mondial est important pour les perspectives de croissance de l'économie américaine. En effet, les exportations américaines dépendent de la demande étrangère; en outre, le ralentissement de la demande exprimée pour les produits américains est appelé à être amplifié par la léthargie qui en découle sur les marchés financiers et par le durcissement des conditions du crédit.

Dans un autre scénario, nous supposons que la croissance mondiale perd 0,5 point sur tout l'horizon projectionnel par rapport à notre scénario de base; il s'agit de la différence entre la médiane et la prévision du 20^e percentile pour la croissance mondiale parmi les contributeurs de Bloomberg. Dans ce cas, on s'attend à ce que la croissance du PIB américain perde 0,1 point et à ce que la Fed adopte un discours monétaire plus conciliant par rapport au scénario de base, en abaissant les taux à 1,25 % en 2020 (graphiques 9 et 10).

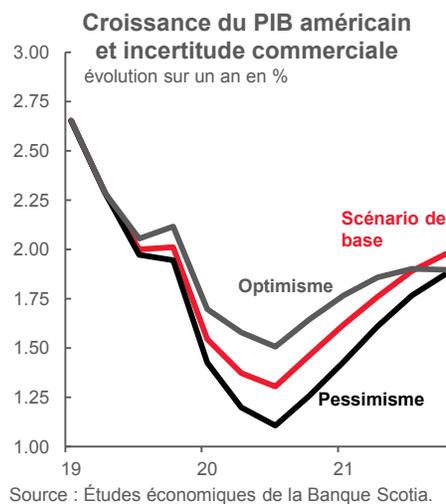
L'inflation pourrait-elle s'accélérer?

Bien que les risques de baisse de la croissance soient considérables, le comportement de l'inflation peut compliquer les calculs de la Fed. Nos perspectives supposent que la léthargie actuelle de l'inflation fondamentale perdure. Si toutefois cette léthargie est plus transitoire ou que les récentes hausses des droits tarifaires produisent un effet d'entraînement plus important que ce que nous avons supposé, la Fed aura moins de facteurs à faire valoir pour justifier une politique monétaire conciliante. Si par exemple l'inflation des dépenses de consommation fondamentale se rétablit à 2,0 % au T1 de 2020, par rapport à 1,8 % dans le scénario de base, la baisse des taux au T1 de 2020 pourrait être reportée à la fin de l'année et le plaidoyer de cette baisse pourrait être moins solide.

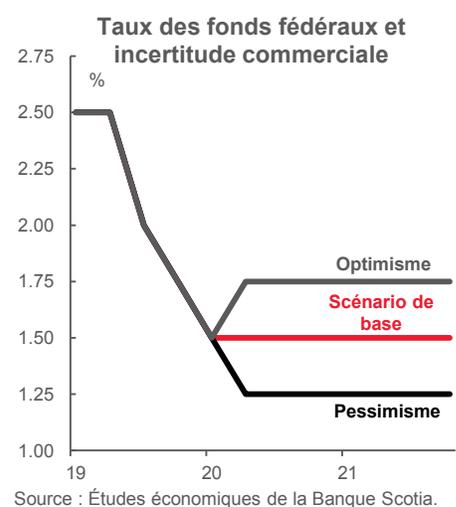
Graphique 6



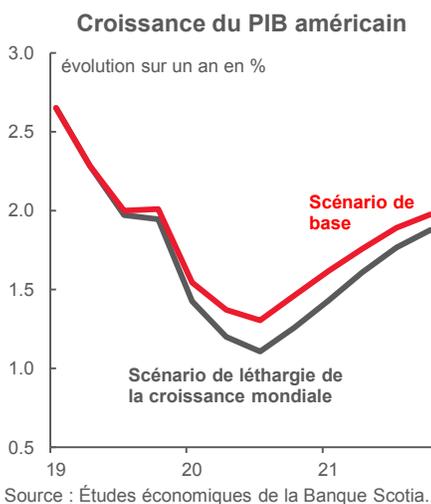
Graphique 7



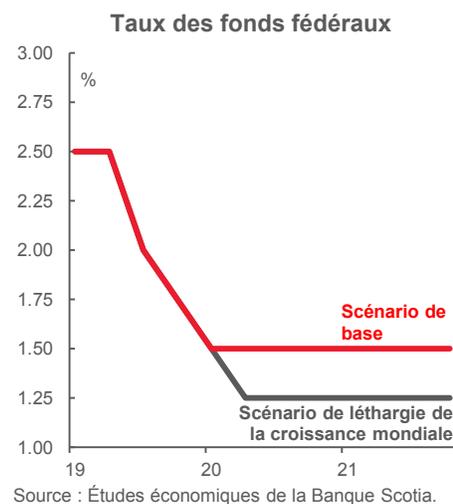
Graphique 8



Graphique 9



Graphique 10



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

- La Réserve fédérale devrait abaisser encore deux fois ses taux et les maintenir à 1,5 %. On s'attend à ce qu'elle fasse appel à d'autres outils pour tenir compte de la liquidité des marchés.
- La Banque du Canada prévoit d'abaisser son taux directeur deux fois, pour ensuite le maintenir à 1,25 %.
- Aux États-Unis comme au Canada, les courbes de rendement devraient se pentifier à la baisse en 2020-2021 (graphiques 1 et 2 et tableau de la page 14).

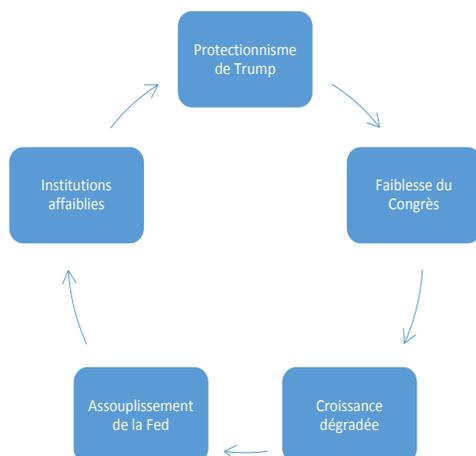
LA RÉSERVE FÉDÉRALE : AUTRES BAISSSES À VENIR

Nous avons prévu une autre baisse des taux depuis le dernier cycle prévisionnel. Nous nous attendons aujourd'hui à ce que la Réserve fédérale abaisse deux autres fois ses taux et réduise à 1,5 % son taux cible sur les fonds fédéraux, ce qui donnera une baisse cumulative d'un point de pourcentage complet. Puisque les marchés à terme des fonds fédéraux intégreront un taux de 1 % d'ici la fin de 2020, l'équilibre des risques doit toujours évoluer plus favorablement que les marchés le supposent afin d'éviter un durcissement de la conjoncture financière. Nous nous attendons à ce qu'octobre nous réserve différentes formes d'assouplissement, dont une baisse des taux. Par la suite, nous sommes partagés entre les probabilités d'une autre baisse en décembre ou au premier trimestre de l'an prochain et nous referons le point après avoir évalué les risques essentiels. Dans la foulée de ces baisses, nous nous attendons à ce que la Fed reste sur la touche en 2020 et pendant toute l'année 2021. Cette évolution de nos prévisions est éclairée par les explications ci-après sous l'angle de la multiplication des risques pour les perspectives mondiales et intérieures, d'une lourde séquence de risques conjoncturels majeurs et des difficultés pour les marchés de financement.

MULTIPLICATION DES RISQUES DE BAISSSE PARTOUT DANS LE MONDE

Les risques pour la croissance mondiale se sont multipliés depuis notre dernier cycle de prévisions. Les volumes du commerce mondial sont en chute libre et pèsent sur toute l'Asie et l'Europe. La production industrielle mondiale a freiné. Les indices des directeurs d'achat partout dans le monde préfigurent un nouvel affaïssissement (graphique 3). Les effets de la guerre commerciale menée par les États-Unis — surtout à l'encontre de la Chine, mais non exclusivement — se multiplient dans les nombreux pays largement tributaires des exportations destinées à la Chine. Dans ce pays, l'investissement dans les biens d'équipement a brusquement diminué. Ces faits nouveaux donnent raison aux exemples que donne Richard Clarida, vice-président de la Fed, dans son discours de

Graphique 4



RENSEIGNEMENTS

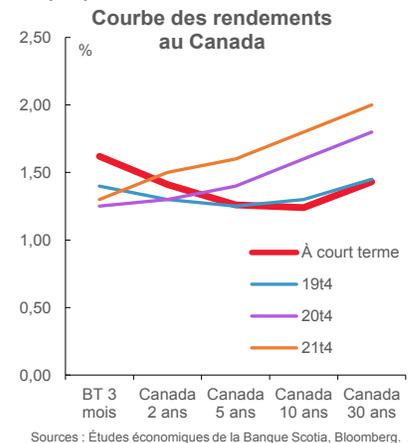
Derek Holt, VP et chef des Études économiques sur les marchés des capitaux

416.863.7707

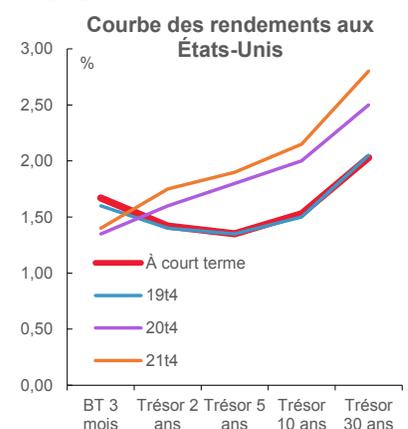
Études économiques de la Banque Scotia

derek.holt@scotiabank.com

Graphique 1

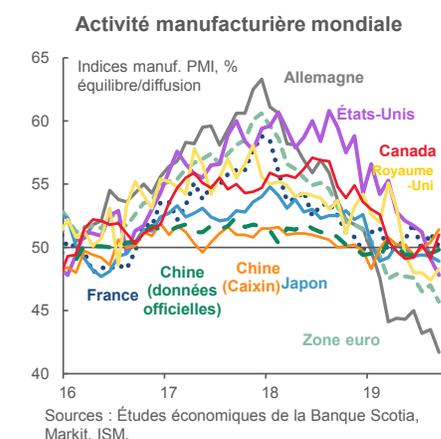


Graphique 2



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 3



mars à propos des précédents épisodes de l'assouplissement de la Fed en réaction aux risques externes ([lien](#)). Nous n'avons pas perdu de vue l'énigme qu'affronte la Fed et qui ragaillardit Donald Trump dans un va-et-vient incessant et pervers entre la baisse des taux et la montée du protectionnisme (graphique 4).

AMPLIFICATION DES RISQUES CONJONCTURELS

Depuis notre dernier cycle prévisionnel, la liste des risques conjoncturels dans les prochaines semaines s'est encore allongée. Nous ne sommes pas suffisamment convaincus de leur bien-fondé pour en prédire les résultats, mais nous basculons en faveur d'une multiplication des risques de baisse en raison des exemples illustrés ci-après. La vigueur généralisée du dollar, qui continue de laisser entrevoir des déficits commerciaux qui ne cesseront de se creuser, pourrait continuer de se traduire par le protectionnisme chronique dans l'administration américaine (graphique 5).

1. **Le 10 octobre** : Réunion, à Washington, des négociateurs commerciaux américains et chinois.
2. **Le 14 octobre** : Réunion des États-Unis et de l'Union européenne à propos du litige tarifaire Airbus-Boeing.
3. **Le 15 octobre** : Entrée en vigueur de la hausse des droits tarifaires américains de 5 % à 30 % sur 250 milliards de dollars US de biens chinois importés.
4. **Le 18 octobre** : Entrée en vigueur, à défaut d'un accord, des sanctions tarifaires américaines sur les biens importés de l'Union européenne.
5. **Le 19 octobre** : Échéance fixée pour demander le report du Brexit dans le cadre de la *Loi Benn*.
6. **Le 31 octobre** : Le Royaume-Uni sort éventuellement de l'Union européenne.
7. **Le 17 novembre** : Les États-Unis doivent rendre leur décision dans l'application des sanctions tarifaires sur les voitures.
8. **Fin de novembre** : Échéance espérée pour l'adoption au Congrès de l'AEUMC.
9. **Le 15 décembre** : Les États-Unis imposent des droits tarifaires de 15 % sur 160 milliards de dollars US de biens chinois importés.

MULTIPLICATION DES RISQUES AUX ÉTATS-UNIS

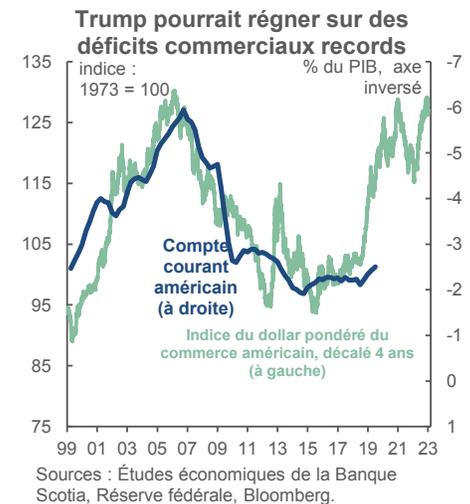
L'argument voulant que les guerres commerciales nuisent aux perspectives à l'étranger et que l'économie américaine reste immunisée contre les conséquences de ces guerres a été manifestement invalidé par la lecture dépassionnée des signaux macroéconomiques et conjoncturels. Cet argument fait partie des mythes économiques propagés par l'administration américaine, de concert avec l'opinion voulant que les baisses d'impôt se soient autofinancées. Les marchés obligataires portent leur jugement, en laissant entrevoir essentiellement quatre probabilités sur 10 de récession, ce qui cadre avec plusieurs autres retournements de conjoncture auparavant. Les baromètres de l'ISM laissent entrevoir le pire et préfigurent une baisse de la production manufacturière. Sur le marché de l'emploi, le rythme des embauches s'est nettement ralenti cette année, et la croissance des salaires a peut-être culminé et a commencé à se modérer. Les baisses de production pourraient encore mettre en péril la croissance de l'emploi, en raison des stocks relativement gonflés (graphique 6). La politique budgétaire est sur le point de marquer une transition et de tomber en territoire contractionnaire, puisque les effets de la Tax Cuts and Jobs Act et du projet de loi de dépenses de février 2018 se font sentir (graphique 7).

Pendant que les indicateurs de l'activité se sont en quelque sorte aigris, l'inflation a repris un peu de mieux (graphique 8). Il est improbable que la Fed s'abstienne de baisser encore les taux puisque : a) l'inflation est toujours inférieure à 2 % ; b) la possibilité de surcibler la cible de 2 % et d'assurer la symétrie avec l'objectif de la Fed est faible ; et c) dans ses commentaires, la Fed précise qu'elle fera appel à tous les outils à sa disposition pour préserver la vigueur de l'économie et le quasi-plein-emploi. Autrement dit, au moment même où des variables à double mission — comme l'inflation — laissent poindre une certaine amélioration, un point d'interrogation encore plus fort pèse sur les indicateurs de l'activité économique.

LES DIFFICULTÉS SUR LES MARCHÉS DU FINANCEMENT

Malgré le courage dont fait preuve la Fed sur la question, il est très probable que la détérioration des marchés du financement à court terme, en septembre et au début d'octobre, ait pris la banque centrale

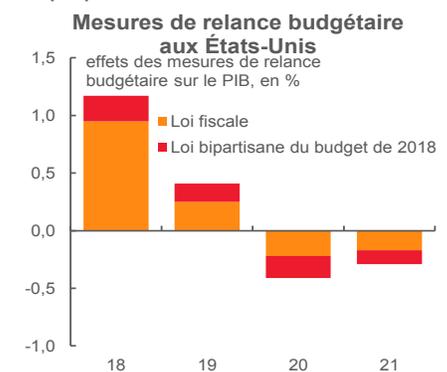
Graphique 5



Graphique 6



Graphique 7



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Joint Committee on Taxation, Central Budget Office et « The Tax Cuts and Jobs Act: A Boost to Growth or Missed Opportunity? » – Jason Furman.

au dépourvu. Les liquidités insuffisantes des marchés ont peiné à répondre à la demande de fonds qui auraient permis aux entreprises de s'acquitter de leurs obligations fiscales et de régler les importantes enchères sur les bons du Trésor, en raison de la montée des déficits et de l'émission des bons du Trésor lorsque le plafond de la dette a été rehaussé après un contingent obligatoire, au milieu de l'année, sur l'émission nette de titres. La Fed a donc perdu la maîtrise de la hausse des taux du marché à court terme, qui se sont répercutés sur d'autres marchés et qui ont écorné la confiance.

Il s'agit essentiellement de savoir si la politique de la Fed a sous-estimé le montant des réserves à prévoir dans le système et à conserver dans ses coffres. Depuis qu'elles ont culminé en 2014, les réserves ont baissé d'environ 1 500 milliards de dollars US, dont une part de près de 1 000 milliards depuis le début de 2018 (graphique 9). Il ne s'agit pas d'une question de compétence de la Fed. Le montant des réserves obligatoires dans le contexte de l'évolution des règlements, qui oblige par exemple les banques à détenir plus de liquidités et des actifs liquides de plus grande qualité, a toujours été fortement incertain.

Pour compenser ce déclin de la liquidité des marchés, la Réserve fédérale de New York a fait massivement appel à des opérations de refinancement, qui devraient se poursuivre jusqu'à la réunion du FOMC le 30 octobre 2019. La Fed conclut des accords pour acheter des bons du Trésor en échange de crédits liquides qu'elle peut redéployer pendant la durée provisoire des accords à court terme. Jusqu'à maintenant, les volumes achetés dans les récentes opérations de refinancement à un jour et à 10 jours ont été substantiels (graphique 10). La demande de liquidités est évidente; or, on s'attend à ce que la Fed annonce des solutions plus permanentes.

C'est ainsi qu'à la réunion du FOMC les 29 et 30 octobre 2019, nous nous attendons à ce qu'on annonce un mécanisme de refinancement permanent à taux fixe, qui a été esquissé récemment dans le procès-verbal de la réunion du FOMC en juin. Ce mécanisme permettrait d'offrir des fonds à un taux légèrement supérieur au taux d'intérêt des réserves excédentaires. Ce mécanisme pourrait améliorer la transparence des marchés et hausser la certitude quant à l'à-propos et à la ponctualité des filets de sûreté de liquidités par rapport aux opérations traditionnelles sur les marchés libres de la Fed de New York. **Le président Powell a aussi fait savoir que la Fed recommencerait à racheter des bons du Trésor pour hausser les réserves, et il est probable que la Fed recommence, comme elle l'avait fait avant la crise, à relever ses positions sur les bons du Trésor au rythme du PIB.** Il se peut très bien que la Fed doive cibler des réserves comprises entre 1 500 milliards et 1 750 milliards de dollars US (contre 1 340 milliards de dollars US à l'heure actuelle), pour ainsi injecter dans l'économie 250 milliards de dollars US ou plus, ce qui l'amènera à faire de l'expérimentation afin de connaître le niveau optimal de réserves excédentaires dans le système.

De concert avec ces mesures, une autre option envisageable consiste à réduire simultanément le taux cible sur les fonds fédéraux et le taux IOER d'un autre quart de point de pourcentage et, éventuellement, de recréer légèrement l'écart entre l'IOER et les fonds fédéraux.

Ainsi, la correction d'une dysfonction des marchés et la maîtrise des risques pour les facteurs établis d'après les fondamentaux de la politique monétaire qui justifient d'assouplir encore un peu plus la politique monétaire par rapport à ce qui était prévu. Pourtant, les guerres commerciales de Donald Trump, qui sont au cœur de la question, sont directement responsables des changements de prévisions et justifient, corollairement, un parti pris pour un plus grand assouplissement que prévu.

BANQUE DU CANADA : MEILLEUR POTENTIEL QUE LA FED D'ÉBRANLER LES MARCHÉS

Selon nos prévisions à ce stade, nous continuons de penser que la Banque du Canada réduira son taux de crédit à un jour à deux reprises, à partir du T4 de 2019 et du T1 de 2020; les probabilités d'une première baisse en octobre ou en décembre sont les mêmes. La prochaine Enquête sur les perspectives des entreprises, les nouvelles statistiques sur l'économie intérieure et les échéances fatidiques liées au commerce dans les prochaines semaines, comme nous le verrons à la page suivante, sont au nombre des considérations que nous surveillerons attentivement. Par la suite, nous nous attendons à ce que le taux reste en pause pour la durée de 2020-2021. À la différence de notre point de vue sur la Fed, notre prévision pour la BdC est un peu plus ambitieuse que : a) le consensus; et b) les contrats OIS intégrés dans les cours des marchés.

Graphique 8

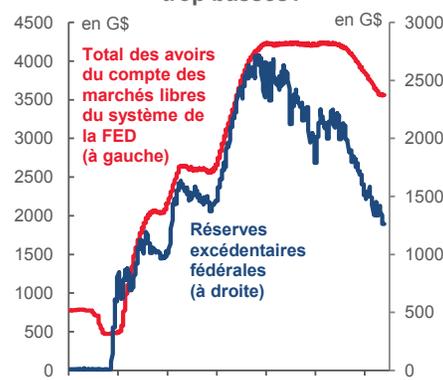
L'inflation fondamentale des dépenses de consommation rattrapera-t-elle l'IPC?



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 9

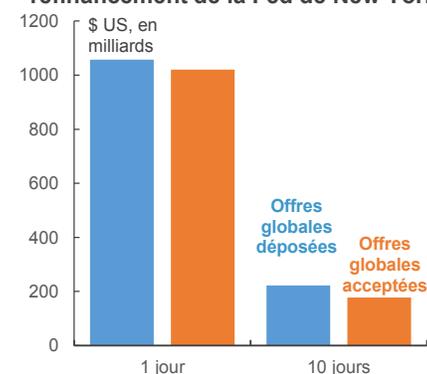
Réserves excédentaires trop basses?



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 10

Synthèse des opérations de refinancement de la Fed de New York



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

Les arguments internationaux — dont ceux qui s'appliquent aux États-Unis —, que nous ne reprendrons pas dans ces pages, multiplient les incertitudes qui pèsent sur l'économie canadienne et sur la Banque du Canada. Si les risques de baisse pour les perspectives mondiales et américaines continuent de s'aggraver, le Canada n'a jamais été complètement immunisé contre ces faits conjoncturels auparavant.

Plusieurs arguments plus axés sur l'économie intérieure et en faveur d'un assouplissement de la politique monétaire se sont fortifiés ou se sont au moins maintenus depuis notre dernier cycle prévisionnel.

1. Rapprochement du différentiel de taux BdC-Fed

Quand la Fed baisse sensiblement ses taux, la BdC lui emboîte presque toujours le pas (graphique 11). Quand elle s'est écartée considérablement du parcours de la Fed, comme elle l'avait fait au début des années 2000, après l'avoir suivie à la fin des années 1990, la BdC a dû rapidement changer de parcours. C'est parfaitement logique pour une économie ouverte de taille modeste, puisque les marchés de capitaux ouverts sont fortement intégrés dans l'économie et le système financier des États-Unis.

Le point auquel la BdC rejoindra la Fed se rapproche. La BdC a perdu l'essentiel de son avantage de taux relatif par rapport à la Réserve fédérale, tant et si bien que l'écart sur les taux directeurs s'établit à peine à -0,25 % et pourrait s'effacer entièrement à la fin d'octobre, pour redevenir positif par la suite si la BdC fait faux bond aux mesures d'assouplissement de la Fed. Le dollar CA n'a pas évolué de concert avec le rapprochement des différentiels de taux entre le Canada et les États-Unis, ce qui pourrait être plus révélateur de la vigueur chronique du dollar US par rapport à différentes devises, depuis que la Fed a commencé à baisser ses taux, notamment en raison de la demande exprimée pour les valeurs refuges. Toutefois, il se pourrait que le dollar CA soit plus vulnérable à mesure que les taux directeurs se rapprochent et plus ces taux se rapprochent si la BdC devait ne rien faire. Nous ne croyons pas qu'il soit plausible que la BdC tolère une valorisation importante du dollar CA, ce qui viendrait éroder encore plus la compétitivité des exportations sur fond de tensions commerciales mondiales.

2. Accroissement du risque de récession pour les marchés

Le risque de récession dérivé des marchés obligataires a crû (graphique 12). Il ne s'agit pas d'un baromètre aussi utile qu'il l'est aux États-Unis, et dans un cas comme dans l'autre, ce baromètre est faussé; or, comme la Fed, la BdC a peu à gagner en mettant au défi les milliers d'agents qui compensent chaque jour l'information sur les marchés.

3. Léthargie de la croissance tendancielle

Le deuxième trimestre a été solide, grâce à la croissance de 3,7 % du PIB canadien. Or, il s'agit d'une anomalie par rapport à l'absence de croissance dans les deux trimestres précédents et d'un ralentissement considérable au troisième trimestre, que nous surveillons toujours. Si, d'ici la fin de l'année, la Banque du Canada fait un retour et ne relève qu'un seul trimestre exceptionnel de croissance dans les quatre derniers trimestres, alors que les autres trimestres ressortent nettement en deçà de la croissance potentielle, les données rétrospectives mêmes, indépendamment des risques prospectifs, pourraient laisser entendre que l'économie a besoin d'être relancée. La léthargie des trimestres précédents s'explique par des facteurs transitoires; il en va de même de la vigueur du deuxième trimestre, et la tendance reste anémique.

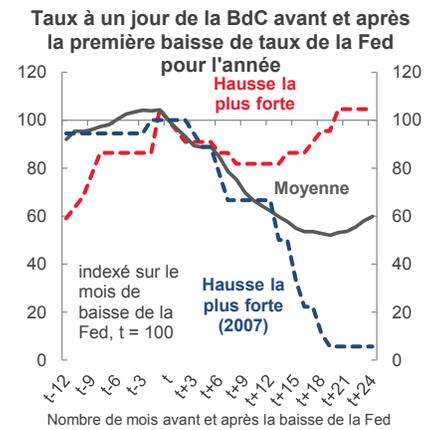
4. Mollesse de l'économie

L'économie canadienne continue d'être en capacité excédentaire (graphique 13). Les deux baromètres du déficit de capacité de la BdC étaient essentiellement compris entre -0,5 % et -1 % à la fin du T2, ce qui contraste avec les États-Unis, dont le déficit de production évolue essentiellement en territoire de demande excédentaire. La mollesse chronique et les risques pour la croissance ne garantissent pas que la BdC restera fidèle à sa cible inflationniste de 2 %, et il se pourrait qu'elle décide de se donner des gages grâce à des baisses de taux. Toujours est-il que c'est une fourchette cible comprise entre 1 % et 3 % qui dénote une certaine souplesse permettant de se prémunir contre les incertitudes. En outre, même s'il ne s'agit pas des meilleurs baromètres, les attentes inflationnistes des marchés sont très faibles (graphique 14).

5. Hausse des déséquilibres dans les stocks

On peut douter de la durabilité de la production et de l'embauche, puisqu'il est permis de croire que les déséquilibres dans les stocks sont considérables (graphique 15). Puisque les stocks sont coûteux à financer et à entreposer, le déséquilibre parmi les fabricants et les grossistes est à son plus creux depuis 2009.

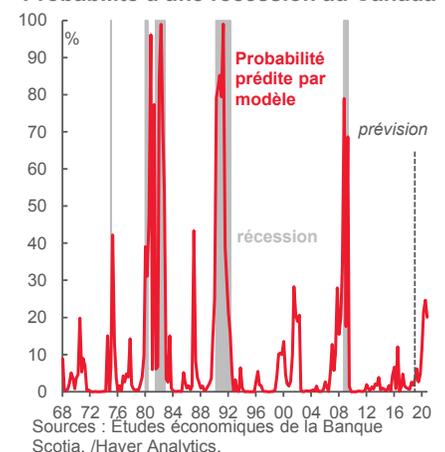
Graphique 11



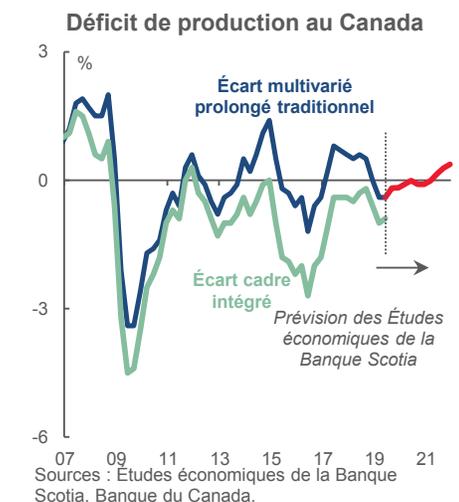
Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Réserve fédérale, Banque du Canada.

Graphique 12

Probabilité d'une récession au Canada



Graphique 13



6. Tensions dans les finances des ménages

Même si les marchés du logement se stabilisent généralement dans la foulée des mises au point apportées aux règles hypothécaires B20 au début de 2018, les pressions cycliques qui pèsent sur les finances des ménages sont palpables. Les gains de l'emploi et la baisse des coûts du crédit à taux fixe ont été utiles; or, le remboursement de la dette rogne sur les revenus environ un point de pourcentage de plus qu'il y a deux ou trois ans. En outre, le taux d'épargne sur le revenu disponible gravite autour de à peine plus de 1 % depuis le milieu de 2018, ce qui contraste vivement avec le taux d'épargne beaucoup plus élevé aux États-Unis.

7. L'investissement ne réagit pas aux mesures de relance

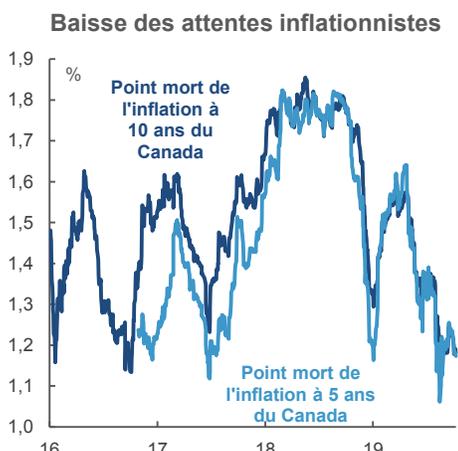
Les mesures fiscales adoptées dans le mini-budget d'octobre 2018 pour relancer l'investissement ne produisent toujours pas l'effet voulu et ne parviennent pas à relancer l'investissement tendanciel. Il s'agit essentiellement d'un phénomène mondial à une époque marquée par les guerres commerciales.

L'investissement serait peut-être plus léthargique sans ces mesures de relance; or, cette léthargie remet en question les gains d'emplois complémentaires et la croissance des exportations à terme.

8. Ne pas compter sur la politique budgétaire

La BdC peut-elle compter sur un assouplissement de la politique budgétaire dans la foulée des élections? On peut en douter. Puisque les élections ont eu lieu et que le Parlement est désormais divisé, il faudrait déposer et adopter un budget. Les décalages dans la mise en œuvre et l'incidence des mesures auraient probablement pour effet de repousser à l'été 2020 l'application de modestes mesures de relance budgétaires comme réaction transitoire pour relancer la croissance (graphique 16).

Graphique 14



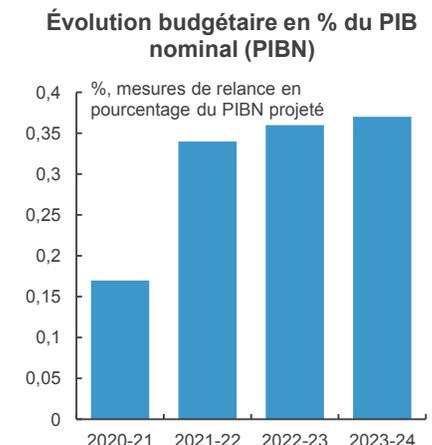
Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 15



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

Graphique 16



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Plateforme électorale du Parti libéral.

Tableau 1

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

	2019		2020				2021			
	T3	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
(fin de trimestre, en %)										
Canada										
Taux cible à un jour de la BdC	1,75	1,50	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25
Taux de base	3,95	3,70	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45
Bons du Trésor à trois mois	1,65	1,40	1,20	1,20	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,30
Obligations du Canada à deux ans	1,58	1,30	1,20	1,25	1,30	1,30	1,35	1,40	1,45	1,50
Obligations du Canada à cinq ans	1,40	1,25	1,25	1,30	1,35	1,40	1,45	1,50	1,55	1,60
Obligations du Canada à dix ans	1,36	1,30	1,40	1,50	1,55	1,60	1,65	1,70	1,75	1,80
Obligations du Canada à 30 ans	1,53	1,45	1,55	1,65	1,75	1,80	1,85	1,90	1,95	2,00
États-Unis										
Taux cible des fonds fédéraux	2,00	1,75	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Taux de base	5,00	4,75	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Bons du Trésor à trois mois	1,85	1,60	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,35	1,40
Bons du Trésor à deux ans	1,62	1,40	1,45	1,50	1,50	1,60	1,65	1,70	1,70	1,75
Bons du Trésor à cinq ans	1,55	1,35	1,45	1,60	1,70	1,80	1,80	1,85	1,85	1,90
Bons du Trésor à dix ans	1,67	1,50	1,60	1,70	1,85	2,00	2,05	2,10	2,10	2,15
Bons du Trésor à 30 ans	2,11	2,05	2,10	2,20	2,35	2,50	2,60	2,70	2,75	2,80

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Mexique

AUTANT EN EMPORTE LE VENT DE L'INCERTITUDE

- L'économie mexicaine est sur le point de tomber en récession en 2019 : pour 2020, les perspectives restent glauques, et le parti pris baissier pour l'activité économique perdure.
- L'investissement baisse en vrille, la création d'emplois se ralentit rapidement, l'activité du bâtiment recule et la consommation des ménages n'a jamais été aussi léthargique depuis une dizaine d'années.
- L'effritement de la confiance des entreprises et des ménages paraît constituer le principal facteur qui explique la récente performance économique, même si les indicateurs officiels de confiance ne sont pas aussi anémiques.
- La politique budgétaire, qui fait l'objet de débats au Congrès, devrait être finalisée d'ici le 15 novembre au plus tard. L'austérité financière est reconfirmée; or, des hypothèses optimistes du cadre macroéconomique laissent entendre que le budget est « tendu », ce qui obligera probablement le gouvernement à baisser encore les dépenses pour atteindre les cibles budgétaires.
- Certaines modifications proposées dans la gestion des recettes publiques sont très controversées et génèrent plus d'incertitude pour les entreprises et les ménages.
- En revanche, l'inflation diminue et a atteint la cible officielle de 3 %, et même si l'inflation fondamentale reste obstinément stable, aux alentours de 3,8 %, il n'en fallait pas plus pour que la Banco de Mexico baisse deux fois son taux d'intérêt de référence; on s'attend d'ailleurs à d'autres baisses.
- Dans une conjoncture très incertaine, dans laquelle les facteurs de risque sont toujours aussi nombreux, nous avons abaissé encore plus, pour 2019, notre prévision du PIB, qui s'établit aujourd'hui à 0,2 %. Nous nous attendons à ce que la léthargie de l'activité économique se transpose sur 2020 et à ce que la croissance reste timorée, à environ 1,0 %.

LES VASTES SIGNES DE LA LÉTHARGIE

Les récentes statistiques sur l'activité économique ont été léthargiques contre toute attente : les dépenses brutes dans les infrastructures ont perdu 3,2 % en chiffres annuels réels au premier semestre; il s'agit de la statistique la plus piètre dans la décennie pour une période comparable. La production industrielle a plongé de 1,7 % en données réelles sur un an en juillet — pour enchaîner un neuvième mois consécutif de contraction — essentiellement en raison d'une baisse spectaculaire de 8,4 % en données réelles sur un an dans la construction et d'une réduction de 10,0 % en données réelles sur un an dans l'industrie pétrolière. En rythme annuel, la création d'emplois a continué de se ralentir en août, en inscrivant un gain d'à peine 1,8 %, ce qui correspond au rythme le plus lent depuis 2009. La consommation des ménages a exceptionnellement freiné dans la période d'avril à juin, en progressant d'à peine 0,1 %. Enfin, les importations de biens d'équipement ont baissé en flèche en août, en perdant 17,2 % en chiffres annuels dans la période de juin à août et en télégraphiant une plus grande léthargie de l'investissement dans les prochains mois.

Au lieu de s'apaiser, l'incertitude qui pèse sur la conjoncture économique continue de s'aviver, ce qui complique encore plus les perspectives de l'économie. Le « programme économique » est l'un des éléments essentiels qui définissent les prévisions du

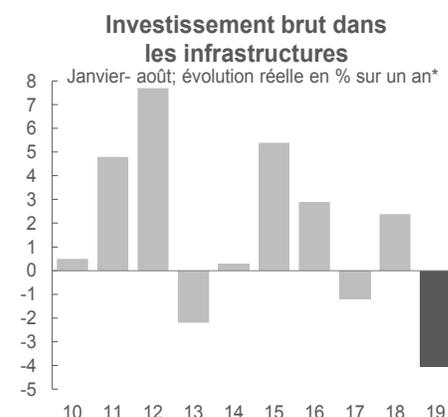
RENSEIGNEMENTS

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

Mexique	2018	2019p	2020p	2021p
PIB réel (évolution annuelle en %)	2.0	0.2	1.0	2.0
IPC (% sur un an, fp)	4.8	3.4	3.8	3.7
Taux directeur banque centrale (% , fp)	8.25	7.50	7.00	7.00
Peso mexicain (USDMXN, fp)	19.65	20.83	21.36	21.65

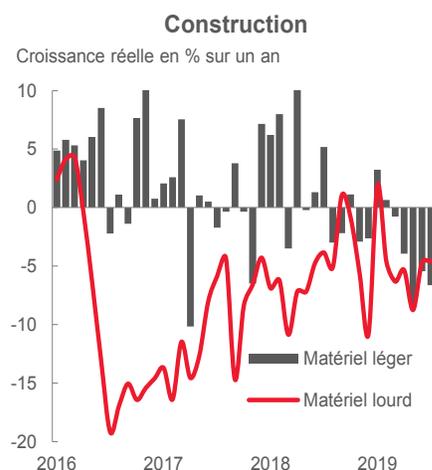
Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, INEGI.
 *Soit la croissance moyenne pour les huit premiers mois de chaque année.

Graphique 2



Sources : Études économiques de la banque Scotia, INEGI.

gouvernement pour 2020 : ce programme comprend le cadre macroéconomique qui sert à déterminer la politique budgétaire, les recettes publiques et les dépenses de l'État. Le programme économique, qui fait aujourd'hui l'objet de débats à la chambre basse du Congrès, a été jugé « responsable » par de nombreux analystes, puisque son objectif consiste à dégager un excédent primaire de 0,7 % du PIB.

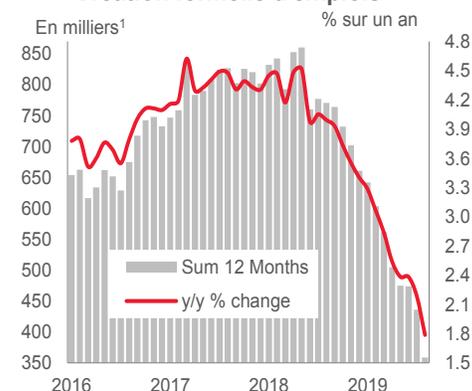
Le cadre macroéconomique du programme économique est exceptionnellement optimiste dans quelques variables essentielles : la croissance du PIB (qui devrait s'établir à 2,0 %, ce qui est supérieur aux prévisions de l'analyste privé le plus optimiste) et la production pétrolière (qui devrait s'établir à 1 951 milliers de barils par jour, soit +13 % par rapport à l'estimation de 2019). Si l'économie progresse moins, comme s'y attendent les marchés, les recettes de l'État seront probablement moindres, et il faudra baisser encore plus les dépenses pour atteindre les objectifs budgétaires, ce qui nuirait à la croissance économique. Si la production pétrolière ne progresse pas autant que prévu, les finances de la Pemex seront en difficulté, et le gouvernement fédéral devra probablement intervenir plus massivement, ce qui pèserait sur les notes de crédit souveraines.

Certaines modifications que l'on propose d'apporter au cadre de la fiscalité suscitent non seulement l'inquiétude des milieux d'affaires, mais aussi les critiques acerbes de l'Association des banques mexicaines. Ces modifications consistent entre autres à relever à 1,45 % contre 1,04 % le taux d'imposition (de l'épargne) sur les revenus sous forme d'intérêts, à limiter à 30 %, pour les entreprises, la déduction des paiements d'intérêts nets et à changer différentes lois pour prévenir la fraude fiscale, ce qui viendrait en fait fragiliser la règle du droit, puisque des « soupçons » des pouvoirs publics pourraient être suffisants pour confisquer arbitrairement les biens et verrouiller les comptes bancaires. Si elles sont adoptées, ces mesures fragiliseraient les perspectives de l'investissement et de la croissance économique.

Selon l'une des principales hypothèses adoptées pour justifier la croissance économique plus optimiste dans le plan de l'État, le nouvel accord commercial avec les États-Unis et le Canada (l'AÉUMC) serait ratifié dans un proche avenir. Lorsque le Congrès américain a commencé à discuter de la destitution, les probabilités que l'AÉUMC soit rectifié à court terme se sont pratiquement volatilisées.

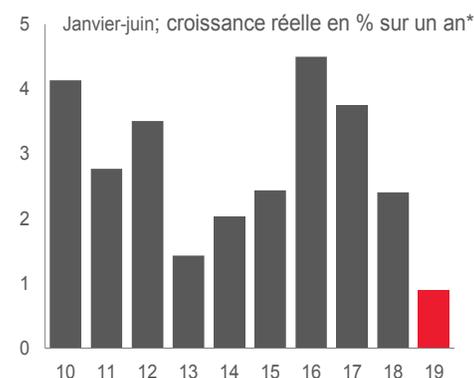
En revanche, l'inflation s'est étonnamment bien comportée, en atteignant la cible officielle de 3 %, ce qui, de concert avec la léthargie palpable de l'économie et certaines pressions politiques sur la Banco de Mexico, a apporté à la banque centrale la marge de manœuvre qui lui permettait d'abaisser ses taux d'intérêt de référence à chacune de ses deux dernières réunions décisionnelles. Dans cette nouvelle conjoncture, il est probable que la Banco de Mexico abaisse encore plus qu'escompté auparavant son taux d'intérêt de référence. Nous modifions notre prévision pour le taux d'intérêt de référence : nous nous attendons désormais à une autre baisse à la prochaine réunion de novembre et à deux autres au début de 2020; le taux atteindrait donc le niveau de 7,00 % et continuerait de s'inscrire à ce niveau jusqu'à la fin de 2020-2021. Il est utile de signaler que la léthargie de l'activité économique et la pression politique qu'elle fait peser amènent les acteurs du marché à prévoir encore d'autres baisses du taux d'intérêt. Toutefois, la baisse des taux d'intérêt dans une conjoncture mondiale défavorable rendra encore plus vulnérable le peso mexicain; c'est pourquoi la Banco de Mexico devra être très attentive dans l'application de sa politique monétaire.

Enfin, de nombreux risques assombrissent toujours l'horizon. Une conjoncture externe plus défavorable est tout à fait envisageable et représente une éventualité qui pourrait se produire si le protectionnisme continue de s'accroître sur l'échiquier mondial, si l'économie américaine freine, si le Brexit se déroule sans accord et produit des ondes de choc sur les marchés financiers mondiaux ou que de nouvelles tensions géopolitiques surgissent. Dans l'économie intérieure, l'impuissance à regagner la confiance des investisseurs ou une nouvelle dégradation des notes de crédit de la Pemex et de l'État souverain sont du nombre des risques les plus pertinents. Si la production pétrolière ne se met pas à augmenter rapidement, pour atteindre les projections du plan directeur de la Pemex, ou que les recettes fiscales continuent de fléchir parce que l'économie se ralentit, la dette souveraine sera probablement dégradée.

Graphique 3
Création formelle d'emplois


Sources : Études économiques de la Banque Scotia, base de données du ministère de la Sécurité sociale.

*Données jusqu'en août 2019.
1/ Nouveaux travailleurs assurés.

Graphique 4
Consommation des ménages


Sources : Études économiques de la Banque Scotia, INEGI.
*Soit la croissance moyenne pour les six premiers mois de chaque année.

Graphique 5
Inflation


Sources : Études économiques de la Banque Scotia, INEGI.

Brésil

LA MONNAIE BRÉSILIENNE CONSTITUE LA SOLUTION DU PROBLÈME DE L'INFLATION ET DE LA CROISSANCE

- Pour l'heure, la croissance toujours aussi léthargique et la conjoncture inflationniste anodine ont permis à la banque centrale (BCB) d'abaisser encore plus ses taux que ce que nous avons prévu. À cette étape, la possibilité que les taux continuent de s'inscrire dans les paramètres très lâches actuels dépendra : 1) de l'ancrage continu du BRL pour éviter les répercussions du couple inflation-taux de change; 2) de la question de savoir si le gouvernement peut mener à bien la réforme des régimes de retraite et de la fiscalité.
- Du point de vue de la croissance et de l'inflation, nous croyons que le BRL constitue la solution. Les consommateurs récoltent la manne de la baisse des taux; or, si le BRL continue de fléchir, il se pourrait que l'inflation fasse monter les taux — ce qui freinera l'ardeur actuelle des consommateurs dans leurs dépenses.

L'APPÉTIT DES INVESTISSEURS SERA ESSENTIEL POUR SAVOIR SI LA BCB SERA OBLIGÉE DE RÉTROPÉDALER DANS LA BAISSÉ DES TAUX

La brusque dégringolade du real brésilien (BRL) dans les derniers mois (-10,5 % depuis le 18 juillet 2019) n'a eu qu'un impact marginal sur l'apaisement des attentes de la BCB. Nous pensons que l'actuelle politique monétaire très lâche (et les faibles rendements) ainsi que la multiplication des incertitudes en Argentine se conjuguent pour miner le socle du real. Nous croyons que le « taux réel neutre » du Brésil s'inscrit aux alentours de 4,5 % lorsque le taux de la TJLP sera abaissé d'environ 100 points de base (ce qui est l'une des causes des taux élevés du Brésil utilisés dans la segmentation du marché du crédit : les « emprunteurs privilégiés » sont sortis du marché par la BNDES qui subventionne le crédit).

Curieusement, dans la présentation du Rapport sur l'inflation de la BCB, qui vient d'être publié, Campos Neto ne paraissait pas s'inquiéter outre mesure du risque de répercussion du couple inflation-taux de change. Selon le message, il suffisait de conjuguer un taux d'inflation faible et des comptes budgétaires plus solides pour maintenir le fort appétit des investisseurs à l'endroit du Brésil; il a déclaré que la BCB n'établit ni ne présente d'estimation de la répercussion du couple taux de change-inflation. Le discours relativement conciliant que tient la BCB valide en apparence l'intégration, dans la courbe DI, d'un supplément de 60 points de base (soit environ 80 % d'une baisse de 50 points de base à la prochaine réunion, et une probabilité de 80 % d'une autre baisse de 25 points de base (du taux SELIC. Si le BRL ne rebondit pas, nos estimations permettent d'entrevoir un rythme d'inflation latent, lié au taux de change, de 200 à 250 points de base, qui malmènerait l'économie brésilienne, mais qui dépendrait, dans une certaine mesure, de la conjoncture économique mondiale.

Le 1^{er} octobre 2019, le projet de loi sur la réforme des régimes de retraite a été adopté par le Comité et devrait être soumis au Sénat pour qu'il se prononce d'ici la fin d'octobre. Il s'agit essentiellement de savoir si l'on peut éviter les changements qui viendront diluer ce projet de loi (en réduisant l'épargne à hauteur de 100 milliards de BRL). Comme nous le faisons valoir depuis longtemps, les problèmes budgétaires du Brésil sont plus profonds que la question des régimes de retraite. La réforme des régimes de retraite — si elle n'est pas modifiée — donnerait lieu à des économies budgétaires représentant l'équivalent de 10 points de pourcentage du PIB sur 10 ans. Le problème, c'est que ce pays a un ratio dette brute/PIB de 90 % et un déficit budgétaire qui se maintient obstinément au-dessus de

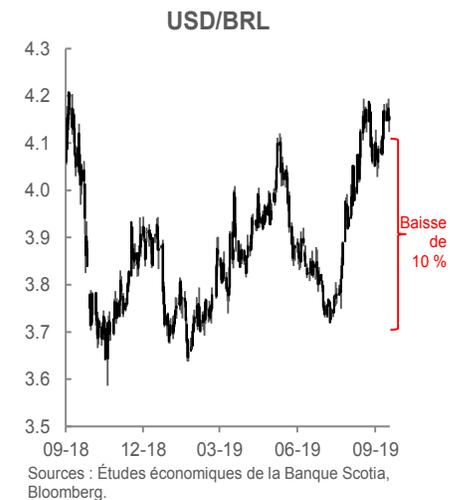
RENSEIGNEMENTS

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

Brésil	2018	2019p	2020p	2021p
PIB réel (évolution annuelle en %)	1.1	1.0	1.8	2.1
IPC (% sur un an, fp)	3.8	3.9	4.6	4.1
Taux directeur banque centrale (% , fp)	6.50	5.50	6.50	6.75
Réal brésilien (USDBRL, fp)	3.88	4.18	4.18	4.30

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



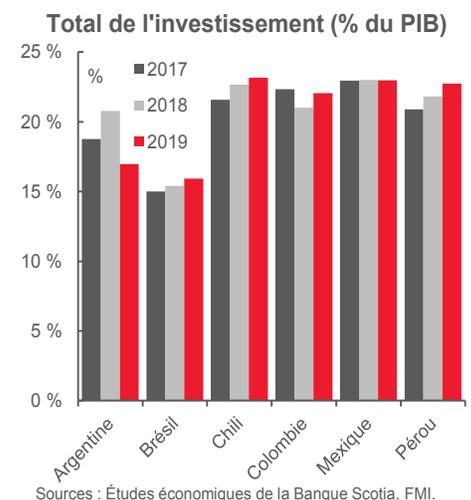
7 % du PIB, et nous irions jusqu'à dire que les taux d'intérêt du pays, si la conjoncture est stable, se rapprochent plus de 8 % à 9 % que de 6 %. Autrement dit, après les régimes de retraite, il faudra réformer la gestion budgétaire. La résistance plus forte qu'attendu dans la réforme des régimes de retraite laisse entendre que la réforme budgétaire ne sera pas une promenade de santé. D'après les commentaires exprimés le 26 septembre 2019 par Shelly Shetty, de Fitch Ratings, à la conférence de l'EMTA à New York, au moins une des trois grandes agences de notation semble d'accord avec le point de vue selon lequel même si la réforme des régimes de retraite est une bonne nouvelle, il ne s'agit que de l'une des mesures nécessaires. Elle a déclaré : « Pour que notre notation du Brésil soit plus favorable, nous souhaitons absolument avoir davantage l'assurance qu'il y aura consolidation budgétaire et que le Brésil adoptera une stratégie crédible pour réduire son déficit budgétaire et le fardeau de sa dette », en précisant que même s'il mène la réforme des régimes de retraite, la situation budgétaire du pays est plus chancelante que celle des pays comparables.

CROISSANCE ET INFLATION : POUR L'INSTANT, BEAUCOUP DE BRUIT POUR RIEN

Bien que certains indicateurs de croissance commencent à donner des signes de vie — notamment, les indices PMI des services et de l'activité manufacturière inscrivent des chiffres positifs —, la croissance totale depuis le début de 2019 reste inférieure à 1,5 %. L'indice de l'activité économique pour juillet est ressorti plus fort qu'attendu à +1,3 % sur un an (par rapport à un consensus de +1,0 % sur un an), alors que les ventes au détail ont dégagé un résultat nettement meilleur qu'escompté à +4,3 % sur un an (contre un consensus de +2,2 % sur un an). Nous croyons que les taux d'intérêt faibles viennent relancer la demande des consommateurs; or, tant que nous ne constaterons pas un relèvement de l'investissement par rapport à des niveaux qui sont faibles, même dans une région où l'investissement est léthargique, il est difficile d'entrevoir une amélioration substantielle du taux de croissance potentielle déjà faible de ce pays. Nous croyons que le potentiel de croissance du pays est de l'ordre de 2,0 %, ce qui signifie qu'il y a une certaine marge. Cette marge constitue ce qui, à nos yeux, a permis à la BCB d'abaisser ses taux à des niveaux sans précédent; toutefois, nous restons plutôt inquiets par la piètre performance budgétaire, qui pourrait faire partie des facteurs qui obligent la banque centrale à rétro-pédaler dans l'établissement des taux, en réduisant la demande des ménages, qui restent très fortement endettés. Nous nous attendons à un taux de croissance de 1,0 % en 2019 et à une accélération d'un peu moins de 2,0 % en 2020 et d'un peu plus de 2,0 % en 2021; à nos yeux toutefois, le désancrage de l'inflation constitue le risque le plus important.

Pour ce qui est de l'inflation, la solution réside, à notre avis, dans le BRL. Le Brésil est du nombre des pays qui ont les plus forts taux de répercussion du couple taux de change-inflation dans la région, et jusqu'à maintenant, le taux de change a perdu environ 10 % par rapport au billet vert depuis la mi-juillet. Les facteurs qui expliquent cette baisse sont discutables : la tourmente de l'Argentine joue probablement un rôle. Toutefois, à notre avis, les ambitieuses mesures d'assouplissement de la BCB ont elles aussi tenu une place. En définitive, nous pourrions soutenir que la résilience du MXN est essentiellement attribuable à un fort portage — ce qui a ensuite fait baisser spectaculairement le roulement total du MXN, qui perd son statut quasi spéculatif. Par contre, puisque les rendements du BRL ont dégringolé, le real est devenu plus vulnérable. Selon le principal risque que nous entrevoyons, l'appétit pour la monnaie du pays s'amenuise si la réforme des régimes de retraite ne s'enchaîne pas aussitôt avec la réforme budgétaire et que l'amélioration de la macroconjoncture perd de la vitesse. Nous nous attendons à une conjoncture inflationniste toujours assez stable, dans laquelle l'IPCA se hissera à 4,6 % en 2020 — ce qui est toutefois fondé sur notre hypothèse d'un durcissement graduel des taux de la BCB à partir du T3 de 2020. Sans une hausse des rendements, la BCB pourrait encore accuser du retard sur la courbe sous l'angle de l'inflation.

Graphique 2



Colombie

RÉSILIENCE DE L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE MALGRÉ LES RISQUES EXTERNES CONSIDÉRABLES

- L'activité économique se consolide. En raison de la forte demande intérieure, le déficit commercial continue de se creuser — ce qui laisse entendre que les problèmes de balance de paiements continueront de représenter un motif de préoccupation. Nos prévisions pour la croissance du PIB continuent de s'inscrire à 3,2 % sur un an cette année et à 3,6 % en 2020-2021, avec un parti pris baissier, attribuable à l'environnement externe.
- Récemment, l'inflation de synthèse s'est reprise du fait des chocs temporaires produits sur l'offre par les denrées alimentaires. Même si nous nous attendons à ce que ces chocs s'inversent assez rapidement, le parti pris pour l'IPC est à la hausse en raison du risque toujours aussi discret (mais latent) des répercussions du taux de change.
- La BanRep maintiendra probablement le taux de crédit à 4,25 %, puisque ce taux met en équilibre l'amélioration de la demande intérieure et les pressions à court terme sur la hausse de l'inflation grâce à un taux neutre inférieur, qui s'explique par la baisse des taux d'intérêt à l'étranger. Nous nous attendons à ce que le taux de crédit reste stable jusqu'à la fin de 2019 et à ce qu'il soit haussé une fois, à 4,5 % au S1 de 2020.
- La durabilité des déficits jumeaux à long terme continue d'être le premier motif d'inquiétude pour l'économie colombienne. Nous croyons que le déficit du compte courant continuera de s'inscrire à plus de 4 % et que les cibles budgétaires seront atteintes, grâce à des recettes budgétaires ponctuelles.

L'activité économique colombienne continue de prendre graduellement du mieux, en se découplant de la léthargie des pays comparables de l'Amérique latine et de la décélération dans les pays développés, puisque la Colombie a une économie relativement fermée, que sa conjoncture politique est stable et qu'elle profite de l'impact de sa réforme fiscale et de la construction de son infrastructure 4G. La demande intérieure et le PIB ont connu une forte croissance au S1 de 2019. Les statistiques quantitatives de juillet continuent de laisser entendre que la croissance s'est améliorée au T3 de 2019 et que l'investissement a repris. La vigueur de la demande intérieure a creusé le déficit du compte courant en raison de l'accroissement des biens d'équipement importés, ce qui a relevé l'investissement cette année. En outre, même si le gouvernement a ralenti les dépenses en 2019 et qu'il a perçu des recettes fiscales en légère amélioration, l'inflexibilité budgétaire et la forte évasion fiscale expliquent que les comptes budgétaires constituent une préoccupation structurelle pour l'économie colombienne. La politique monétaire devrait rester en pause dans un proche avenir, et la hausse temporaire de l'inflation de synthèse s'amenuisera probablement au S1 de 2020.

RÉCEMMENT, LA REPRISE ÉCONOMIQUE S'EST CONSOLIDÉE ET L'INFLATION A MONTÉ

Selon le PIB de la Colombie pour le S1 — même s'il est légèrement inférieur aux attentes de l'État —, la croissance de la demande intérieure reste vigoureuse. En fait, la demande intérieure a crû au rythme de 4,3 % sur un an au S1 de 2019, alors que la croissance du PIB a été de 3 % sur un an. Le déficit commercial est essentiellement attribuable à la stagnation des exportations et à la solidité des importations de biens d'équipement. La vigueur des importations de biens d'équipement laisse entendre que l'investissement a repris et explique la raison pour laquelle la demande intérieure a surpassé la croissance du PIB : elle pourrait aussi étayer la croissance potentielle dans le même temps. Les importations de biens d'équipement ont progressé de 12,6 % sur un an, et l'investissement s'est ressaisi (+4,3 % sur un an au S1 de 2019). Ceci dit, l'économie tourne toujours en deçà de son potentiel (~3,3 %). Pour ce qui est de l'offre, il est utile de noter que seul le secteur de la construction (6 % du PIB total) a fléchi au S1 de 2019, alors que le secteur des services a mené la croissance au premier semestre de l'année. Les services financiers, le commerce et les télécommunications ont gagné plus de 4 %. Les indicateurs coïncidants de juillet, par exemple les ventes au détail, l'activité manufacturière, la demande

RENSEIGNEMENTS

Sergio Olarte, économiste principal

57.1.745.6300 (Colombie)
 Scotiabank Colombia
sergio.olarte@co.scotiabank.com

Jackeline Piraján, économiste

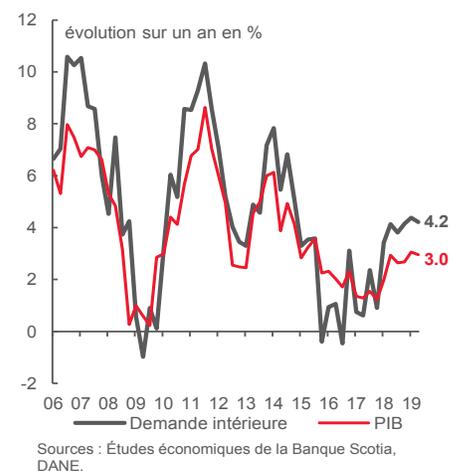
57.1.745.6300 (Colombie)
 Scotiabank Colombia
jackeline.pirajan@co.scotiabank.com

Colombie	2018	2019p	2020p	2021p
PIB réel (évolution annuelle en %)	2.6	3.2	3.6	3.6
IPC (% sur un an, fp)	3.2	3.7	3.2	3.1
Taux directeur banque centrale (% , fp)	4.25	4.25	4.50	4.50
Peso colombien (USDCOP, fp)	3,254	3,310	3,250	3,180

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

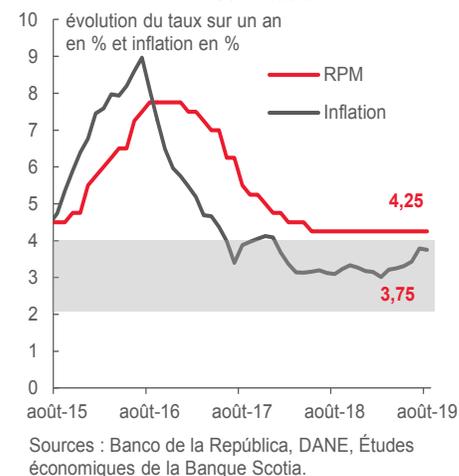
Graphique 1

PIB de la Colombie



Graphique 2

RPM et inflation



d'énergie et la production pétrolière, entre autres, permettent de croire que la demande intérieure est toujours aussi forte. C'est pourquoi nous maintenons nos prévisions de 3,2 % pour la croissance du PIB en 2019 et de 3,6 % pour 2020 et 2021. En définitive, la léthargie de la demande mondiale fait peser un parti pris à la baisse sur nos projections de l'activité économique, surtout pour 2020-2021.

L'inflation s'est accélérée à ~3,8 % sur un an en raison du choc temporaire des prix des aliments sur l'offre. L'inflation fondamentale (en excluant les prix des aliments et les prix réglementés) continue de frôler les 3 %, même si elle suit une tendance légèrement positive. Les effets de base dans les denrées alimentaires devraient maintenir l'inflation annuelle aux alentours de son niveau actuel; or, ces effets seront dilués au début de 2020. Les répercussions du taux de change ont été plutôt modérées. Même si nous n'entrevoions pas de problème majeur sur ce fonds, la dévalorisation moyenne de la monnaie depuis le début de l'année donne lieu à un parti pris à la hausse dans nos prévisions de l'inflation de synthèse, qui devrait clore 2019 à 3,7 % et s'établir à 3,2 % pour 2020. Au-delà de 2020, nous ne prévoyons pas de chocs; par conséquent, puisque le déficit de production se rapproche, l'inflation en 2021 devrait continuer de frôler les 3 %.

La banque centrale colombienne (BanRep) harmonise les pressions temporaires sur l'inflation qui pourraient influencer sur les attentes inflationnistes, l'amélioration de la croissance du PIB et de la demande intérieure et les risques baissiers externes qui pourraient peser, dans les prochains mois, sur la reprise graduelle de l'activité économique. Selon le personnel de la BanRep, le taux directeur, à 4,25 %, est en territoire légèrement expansionniste, et la baisse des taux externes fait reculer le taux neutre en Colombie. Les récents communiqués de la BanRep laissent entendre que la banque centrale est sur la touche — en maintenant le taux directeur à 4,25 % pour une durée prolongée, malgré le discours conciliant des banques centrales des pays développés. En fait, le gouverneur Juan José Echavarría et le ministre Alberto Carrasquilla ont expressément fait savoir que sur la foi de l'information actuelle, ils n'entrevoient pas de baisse du taux directeur dans un proche avenir. Nos prévisions sur la vigueur de l'économie l'an prochain et le léger relèvement de l'inflation de synthèse à plus de 3 % cadrent avec un taux directeur stable de 4,25 % cette année et une hausse à 4,5 % au S1 de 2020, ce qui correspond approximativement à ce que nous croyons être le taux neutre. Pour 2021, nous nous attendons à ce que le taux directeur soit stable.

La léthargie du COP en 2019, même si elle cadre avec la conjoncture des pays comparables, détonne avec les fondamentaux du pays. En fait, plusieurs modèles indiquent que la dynamique des variables structurelles et idiosyncrasiques laisse entrevoir une revalorisation du COP. Par exemple, l'amélioration de la balance commerciale (hausse des cours du pétrole), la vigueur de l'économie, la force du financement du déficit du compte courant (investissement direct étranger), l'amointrissement du risque perçu pour le crédit du pays (swaps sur défaillance de crédit à cinq ans à ~90, alors qu'ils s'établissaient à ~150 en décembre 2018), la consolidation budgétaire à court terme et la hausse des taux d'intérêt sur le marché intérieur sont autant de signes qui permettent de croire que la monnaie du pays se valorisera aux alentours de 9 % par rapport aux niveaux actuels.

L'incertitude que font peser les tensions commerciales et l'économie mondiale devrait perdurer, ce qui nous permet de croire que la pression financière à court terme continuera elle aussi de s'exercer, mais à moindre échelle. C'est pourquoi nous avons révisé à 3 310 \$ nos prévisions pour le COP d'ici la fin de l'année, ce qui laisse entendre que la monnaie s'appréciera de 4 % par rapport à ses niveaux actuels. Nous ne nous attendons pas à ce que les pressions externes se multiplient sur l'an prochain; c'est pourquoi nous nous attendons à ce que le COP termine 2020 à 3 250 \$, ce qui est supérieur à ce que prévoient les modèles, mais ce qui est un peu plus élevé qu'en 2019.

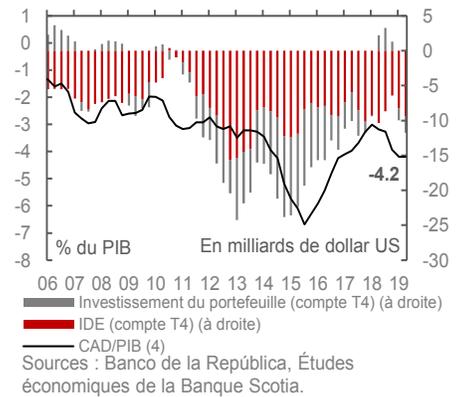
LES DÉFICITS JUMEAUX SONT APPELÉS À PERDURER

Le déficit du compte courant colombien continue de représenter un énorme motif de préoccupation. Il s'est établi à 4,4 % du PIB au S1 de 2019, soit 0,7 point de plus qu'au cours de la même période en 2018, même si le financement est toujours vigoureux grâce au flux de l'investissement direct étranger (IDE). Comme nous l'avons déclaré auparavant, la reprise de la demande intérieure réclame une détérioration du compte courant, puisque l'augmentation de l'investissement s'accompagne d'une hausse du capital et des matières premières importées. Pour 2019, nous nous attendons à un déficit externe de presque 13 milliards de dollars US (4,1 % du PIB), ce qui est nettement supérieur à celui des pays comparables de l'Amérique latine.

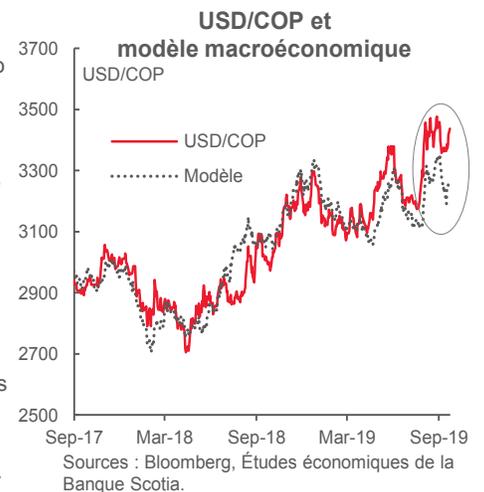
Depuis le début de l'année, les comptes budgétaires ont permis de gérer le déficit initial des recettes projeté au début de l'année. Le ministre des Finances, Alberto Carrasquilla, a bloqué 10 000 milliards de dollars COP dans le budget initial, et les recettes fiscales perçues ont été supérieures aux attentes. Même si, à court terme, il semble que les comptes budgétaires soient en meilleur état, il faut prévoir, dans le budget fiscal de l'an prochain (que le Congrès doit approuver au moment d'écrire ces lignes), un supplément de 8 500 milliards de dollars COP (~2,5 G\$ US ou 0,8 point de pourcentage du PIB), qui proviendra des privatisations, afin de respecter l'objectif du déficit budgétaire de 2,4 %. Autrement dit, les solutions de fortune et les interventions ponctuelles représentent toujours les moyens les plus récurrents de financer les comptes budgétaires à court terme; il n'y a toutefois aucune politique réelle pour assurer, une fois pour toutes à long terme, la viabilité budgétaire. C'est pourquoi nous nous attendons à ce que l'agence Fitch dégrade la note de crédit à BBB- (ce qui correspond toujours à une note de qualité investissement) pour la Colombie au T1 de 2020.

Graphique 3

Déficit du compte courant (% du PIB) IDE net et investissement dans les portefeuilles (compte T4)



Graphique 4



Pérou

RÉSILIENCE ÉCONOMIQUE, MAIS CROISSANCE LÉTHARGIQUE DANS UN MONDE INCERTAIN

- Nous abaïssons nos prévisions sur la croissance du PIB à 2,3 % pour 2019 (contre 3,1 %) et à 3,0 % pour 2020 (contre 3,7 %), et nous établissons nos prévisions pour 2021 à 3,5 %.
- Compte tenu des préoccupations sur la légitimité du gouvernement et du Congrès et parce que l'on convoque de nouvelles élections, la conjoncture politique sera risquée pendant un certain temps.
- La croissance de l'investissement privé (non minier) est la plus malmenée.
- Même si la croissance se ralentit, les marchés misent sur les forces macroconjoncturelles.
- L'inflation est timorée, et les comptes budgétaires et externes sont solides.
- La banque centrale réduira probablement son taux directeur, sans toutefois le faire énergiquement.

Il semble que le Pérou soit constamment en proie à l'incertitude politique. Le président Vizcarra a dissous le Congrès et convoqué de nouvelles élections au Congrès, qui auront lieu le 26 janvier 2020. Après la résistance initiale des groupes de l'opposition au Congrès, la situation commence à se tasser sur ce nouveau statu quo, dans lequel le président Vizcarra garde la maîtrise du pouvoir grâce à l'allégeance de la plupart des institutions de l'État et au soutien populaire. Toutefois, le Tribunal constitutionnel pourrait toujours avoir un mot à dire sur la question de savoir si le président Vizcarra a agi dans la légalité, et tant que ces questions ne seront pas mieux définies, les risques politiques et de gouvernabilité continueront d'être considérables. Les doubles élections, en 2020 pour le Congrès, puis à nouveau en 2021 pour le Congrès et la présidence, multiplient les incertitudes.

La montée des incertitudes politiques et mondiales nous ont amenés à abaisser nos prévisions sur la croissance du PIB à 2,3 %, contre 3,1 % en 2019, puis à 3,0 % contre 3,7 % en 2020. Si nous avons arrondi nos prévisions pour 2020, c'est parce que l'incertitude, trop forte, nous empêche d'être précis. C'est aussi parce que les risques de hausse et de baisse sont énormes et que la marge d'erreur est grande. Nous établissons à 3,5 % pour 2021 les prévisions de croissance. Nous espérons que d'ici 2021, grâce aux nouvelles élections, le tumulte politique appartiendra à l'histoire et que le gouvernement pourra mieux se consacrer à la gestion de l'économie.

La gestion de l'économie est d'ailleurs pour nous un motif exceptionnel d'inquiétude permanente, puisqu'il semble qu'il s'agisse d'un enjeu secondaire pour le régime Vizcarra, qui est monopolisé par le jeu politique. La nomination d'un nouveau cabinet pourrait nuire à la gestion de l'économie à court terme; le cabinet — essentiellement boiteux — devra mener ses activités dans ce contexte. Même si la politique économique n'est pas appelée à déroger au discours favorable aux marchés qui dominent, dans l'ensemble, depuis la dernière vingtaine d'années, il ne sera guère facile, pour le nouveau chef du cabinet, Vicente Zaballos, et pour son équipe d'assurer la qualité de la gestion de l'économie.

Dans le même temps, les institutions économiques comme la banque centrale continueront d'être fiables, et tant que la continuité de la politique économique favorable aux marchés n'est pas à risque, bien des entreprises continueront d'exercer leurs activités comme si de rien n'était, en sachant que cette attitude veut aujourd'hui dire qu'elles seront très prudentes dans leurs investissements.

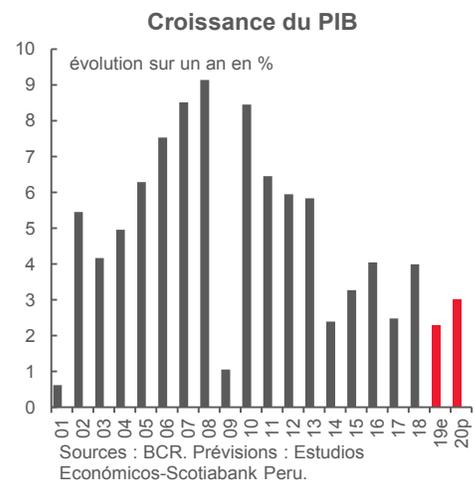
RENSEIGNEMENTS

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

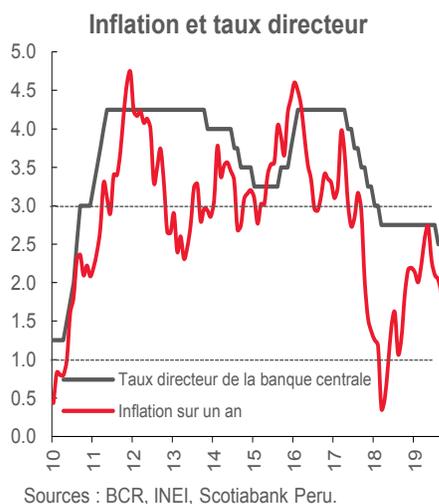
Pérou	2018	2019p	2020p	2021p
PIB réel (évolution annuelle en %)	4.0	2.3	3.0	3.5
IPC (% sur un an, fp)	2.2	2.0	2.0	2.3
Taux directeur banque centrale (% , fp)	2.75	2.25	2.25	2.50
Sol péruvien (USDPEN, fp)	3.37	3.35	3.42	3.35

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



Graphique 2



Nos prévisions semblent laisser entendre que 2020 (grâce à une croissance de 3,0 % du PIB) sera une année en quelque sorte meilleure que 2019 (2,3 %). Or, ce n'est pas vraiment le cas, puisque la différence essentielle entre les deux années sera le secteur des ressources. Nous nous attendons à ce que 2020 soit une année plus normale pour ce secteur, grâce à une croissance de 2,7 % (si El Niño le veut bien), après une médiocre année 2019 dans laquelle le PIB pour l'ensemble du secteur des ressources a perdu 1,1 %.

L'investissement privé est notre premier motif de préoccupation. L'incertitude politique et la tension mondiale écornent la confiance et les plans d'investissement des entreprises. Nous avons abaissé, de 4,0 % à 1,1 %, notre prévision pour la croissance de l'investissement privé en 2019. Compte tenu de la croissance modérée de l'investissement minier, ce chiffre veut en fait dire que l'investissement privé non minier sera proche de zéro. Même si la capacité excédentaire a plongé dans un certain nombre de secteurs, encore faut-il que la demande de crédit des entreprises soit plus forte et que la croissance de la demande intérieure soit assez légère pour permettre aux entreprises d'attendre que le tumulte politique se calme avant de s'engager à investir dans un accroissement de la capacité. Nous croyons qu'il faut investir dans la technologie, ce qui favorisera la productivité (et circonscrit l'inflation), en plus d'étayer la croissance dans une certaine mesure.

À notre avis, le jeu politique distraie aussi le gouvernement, qui ne peut pas, ainsi, se consacrer à l'investissement du secteur public, ni investir dans les infrastructures. Compte tenu des risques politiques, nous abaissons de 6,5 % à 4,5 % nos prévisions sur l'investissement du secteur public pour 2020. Or, 2019 a étonné à la hausse, et nous avons donc haussé nos prévisions pour les porter de -1,5 % à 0,5 %, puisque l'investissement des administrations régionales et locales s'est déroulé moins lamentablement qu'escompté. L'investissement des administrations régionales et locales devrait donc s'améliorer, lorsque les nouveaux élus maîtriseront mieux les dépenses; toutefois, l'amélioration de l'investissement du secteur public aurait été nettement supérieure dans un environnement marqué par un plus grand calme politique.

La croissance de la consommation, vigoureuse, se ralentit; c'est pourquoi nous avons abaissé de 3,5 % à 3,0 % notre prévision sur la croissance de la consommation des ménages. La consommation est l'un des premiers facteurs de croissance dans l'année écoulée puisque l'emploi a résisté, même si l'amélioration a été limitée à quelques secteurs prépondérants en main-d'œuvre, dont l'agroindustrie, l'investissement minier, la construction résidentielle, le tourisme et les nouveaux modèles économiques fondés sur les applications.

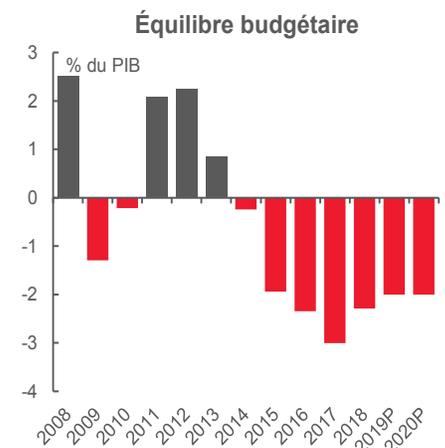
L'impact du risque politique est essentiellement restreint à la croissance. Les indicateurs de la stabilité des prix et les indicateurs économiques distincts de la croissance font nettement mieux, et nous n'entrevoions guère la nécessité d'apporter des changements majeurs.

Nous continuons de nous attendre à ce que la balance commerciale soit excédentaire et à ce qu'elle se rapproche de 6 G\$ pour 2019 et 2020, ce qui n'est pas beaucoup moins qu'avant. Les apports de capitaux ont été très solides au début de 2019 et portent les réserves internationales nettes au chiffre record de 68 G\$ US aujourd'hui. Le rythme des apports n'est pas appelé à s'inscrire dans la durée; toutefois, puisque la conjoncture macroéconomique du Pérou fait bonne figure parmi les pays comparables, il ne semble pas y avoir de raison de craindre un fort exode de capitaux.

Nous continuons de nous attendre à ce que le PEN clôture 2019 à 3,35. Puisque les apports financiers s'affaiblissent, que l'incertitude politique est vive et que des élections auront lieu en 2020, nous nous attendons à ce que le PEN fléchisse légèrement à 3,42 d'ici la fin de 2020.

Nous n'avons pas apporté de changement substantiel à nos prévisions sur le déficit budgétaire, qui s'inscrit toujours à 2 % du PIB pour 2019. Nous avons haussé notre prévision du PIB pour 2020 de 1,8 % à 2,0 % pour tenir compte du ralentissement de la croissance.

Nous ne relevons pas de signe de pressions inflationnistes, et nous nous attendons à ce que l'inflation tourne autour du point milieu de 2 % de la fourchette cible de la banque centrale. Il faudrait compter sur un choc de l'offre pour sortir l'inflation de la zone de confort de la banque centrale, qui a récemment télégraphié qu'elle pourrait abaisser ses taux; compte tenu de l'incertitude politique et du ralentissement des perspectives de croissance, nous croyons qu'elle a la motivation de le faire. Nous continuons de nous attendre à ce que la banque centrale enchaîne avec sa décision de septembre d'abaisser son taux directeur pour le porter de 2,75 % à 2,50 % et à ce qu'elle les abaisse encore à 2,25 % d'ici la fin de l'année.

Graphique 3


Sources : BCR. Prévisions : Estudios Económicos-Scotiabank Peru.

Chili

LA REPRISE DE L'INVESTISSEMENT PROLONGE LA CROISSANCE DU PIB EN 2019

- Nous avons révisé à la baisse notre prévision de croissance du PIB pour la porter de 3,2 % à 2,7 % pour 2019, et nous l'avons maintenue à 3,2 % pour 2020. Un choc négatif de l'offre au premier semestre et un scénario externe plus riche de défis expliquent essentiellement cette révision. Nous nous attendons à un solide rebond de l'investissement public et de l'investissement privé — surtout dans le secteur minier — au deuxième semestre.
- Les marchés financiers locaux ont suivi le rythme de la conjoncture externe : le peso s'est dévalorisé par rapport au dollar, et les cours boursiers et les taux d'intérêt à long terme ont fléchi. Les taux d'intérêt, de concert avec les perspectives d'une politique monétaire plus expansionniste, expliquent la baisse des coûts du crédit dans toutes les catégories de titres de crédit et d'échéances, qui viennent étayer fortement le secteur de la construction.
- Notre prévision sur l'inflation est rehaussée et passe de 2,8 % à 3,1 % pour la fin de 2019. La dévalorisation du peso et la hausse de certains droits tarifaires réglementés expliquent surtout ce redressement. Dans la foulée de la baisse de 50 points de base du taux directeur de la banque centrale en septembre, nous nous attendons à une nouvelle baisse de 25 points de base dans notre scénario de base.

LE POINT SUR LA CONJONCTURE MACROÉCONOMIQUE

L'activité économique et la demande intérieure n'ont pas été au rendez-vous des attentes au T2 de 2019. Les chocs négatifs de l'offre dans certains secteurs ont les principaux facteurs responsables de cette décélération. Les services personnels, secteur qui fait preuve d'une stabilité constante, ont plongé en juin et ce choc a perduré en juillet, en raison de la grève (qui a duré huit semaines) des enseignants dans les écoles publiques. Les services personnels représentent 12 % du PIB. L'activité manufacturière a elle aussi été léthargique, la guerre commerciale s'est amplifiée, et la volatilité s'est avivée sur les marchés mondiaux. Malgré notre correction à la baisse de la croissance du PIB, en raison des chocs négatifs en juin et en juillet, nous continuons de nous ranger dans le clan des optimistes pour ce qui est des attentes, puisque nous tablons sur un rebond de l'investissement et sur la stabilisation de la consommation des ménages au deuxième semestre.

L'investissement a étonné en gagnant 4,8 % sur un an au T2 de 2019 : la vigueur des dépenses de construction a masqué la croissance plus timide des dépenses consacrées à la machinerie et à l'équipement. Nous sommes optimistes dans l'évolution de l'investissement au deuxième semestre, puisque les projets en développement continuent d'augmenter et que d'autres commencent à se matérialiser. En outre, le gouvernement a annoncé un train d'initiatives qui visent à relancer l'investissement cette année et en 2020. Nous prévoyons une hausse de 7,0 % de l'investissement dans le deuxième semestre (5,5 % sur un an en 2019).

S'agissant de la demande intérieure, la consommation des ménages a crû plus lentement qu'attendu. Nous croyons que cette décélération est liée à l'augmentation de l'épargne de précaution. Toutefois, le revenu disponible progresse toujours à un rythme stable. Le secteur des services continue de tirer son épingle du jeu, pendant que le secteur des biens se ralentit. Certains indicateurs confirment le rebond des revenus des travailleurs, et le récent ralentissement de la consommation coïncide avec un basculement des agrégats monétaires dans les actifs moins liquides. Vers la fin de 2019, la reprise de la création

RENSEIGNEMENTS

Jorge Selaive, économiste en chef

56.2.2939.1092 (Chili)
 Scotiabank Chile
jorge.selaive@scotiabank.cl

Carlos Muñoz Cárcamo, économiste

56.2.2939.1026 (Chili)
 Scotiabank Chile
carlos.munoz@scotiabank.cl

Waldo Riveras, économiste principal

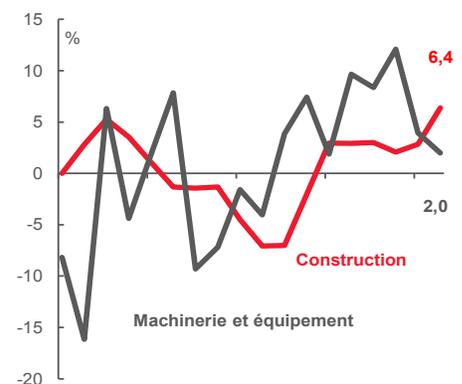
56.2.2939.1495 (Chili)
 Scotiabank Chile
waldo.riveras@scotiabank.cl

Chili	2018	2019p	2020p	2021p
PIB réel (évolution annuelle en %)	4.0	2.7	3.2	3.0
IPC (% sur un an, fp)	2.6	3.1	2.6	3.0
Taux directeur banque centrale (% fp)	2.75	1.75	2.00	3.00
Peso chilien (USDCLP, fp)	694	690	640	635

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1

Investissement
 (en %; croissance annuelle par secteur de dépenses)



Sources : INE, Transbank, Études économiques de la Banque Scotia.

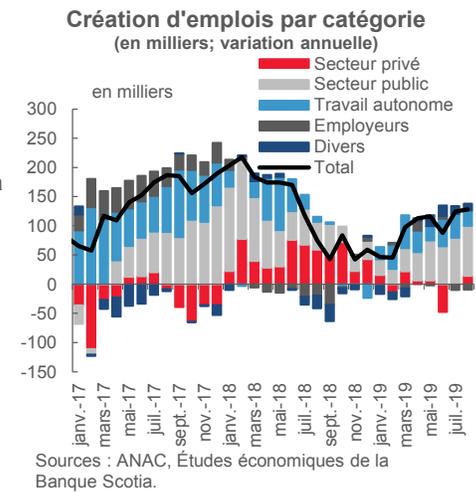
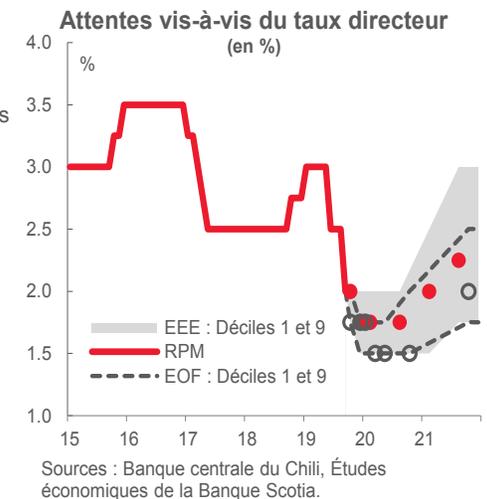
d'emplois et des salaires devrait rehausser la confiance des consommateurs, ce qui ravivera la consommation et les ventes au détail.

Le taux de chômage a atteint 7,2 % en août, ce qui laisse entendre que la léthargie constatée en 2018 appartient au passé. L'emploi total prend du mieux, grâce à l'emploi dans le secteur public (éducation, santé et administration publique) et à la plus forte augmentation du nombre de travailleurs autonomes dans le secteur des métiers. Dans l'activité manufacturière, l'emploi continue de fléchir, puisque la demande externe se répercute sur certains sous-secteurs comme la foresterie et le secteur papetier.

L'inflation continue de se normaliser. Après s'être inscrite nettement en deçà de la cible de 3,0 % durant le premier semestre, l'inflation totale devrait se relever pour clore à environ 3,1 % en décembre. La récente dévalorisation du CLP — aux alentours de 8,5 % depuis mars 2019 — aura une forte incidence sur l'IPC. Selon nos estimations, l'inflation cumulée entre octobre 2019 et février 2020 ne serait pas inférieure à 1,4 %, ce qui dépasse les estimations du marché. Outre les répercussions du taux de change sur les biens importés, la sécheresse qui sévit dans la zone centrale du pays et le raffermissement de la demande intérieure devraient relancer l'inflation fondamentale dans les prochains trimestres.

Ce contexte de hausse du taux de change et de la demande interne justifie une mise en garde lorsque la banque centrale se penchera sur d'autres baisses du taux directeur, en plus de la baisse à laquelle nous nous attendons en octobre, ce qui devrait laisser à 1,75 % le taux directeur selon le RPM. Il est probable que la banque centrale tienne fortement compte des vents contraires externes en se penchant sur les baisses de taux.

Le CLP se situe dans la limite supérieure de sa relation statistique avec le cours du cuivre. Dans les dernières semaines, la monnaie a atteint 728 \$, soit son plus haut depuis le début de 2016. Sa récente dévalorisation s'explique par la force du dollar et la baisse du cours du cuivre, de concert avec des vents contraires externes chroniques. Nous prévoyons une valorisation aux alentours de 690 \$ à la fin de 2019. L'amélioration des statistiques sur l'activité économique et la plus grande stabilité du commerce mondial devrait se solder par une certaine valorisation de la monnaie.

Graphique 2

Graphique 3


Royaume-Uni

LE CIEL S'ASSOMBRI

- Selon nos hypothèses de base, il se peut que le Brexit soit à nouveau reporté jusqu'au premier semestre de 2020. L'économie devrait faire du surplace jusqu'à ce que le Brexit soit réglé et devrait prendre un peu de mieux à la fin de 2020 et au début de 2021.
- La Banque d'Angleterre devrait rester sur la touche pendant l'horizon prévisionnel, à moins que le Brexit se déroule brutalement et sans accord, ce qui ne correspond pas à notre projection de base.

LE PSYCHODRAME DU BREXIT SUR LE POINT DE CULMINER ET DE DÉBORDER SUR 2020

Il va de soi que nos prévisions pour le Royaume-Uni sont décisivement ancrées sur le parcours du Brexit, et dans les prochaines semaines, les tensions devraient se multiplier. La loi « Benn » oblige à franchir une première étape le 19 octobre 2019. En vertu de cette loi, le gouvernement de Westminster doit demander une prorogation jusqu'au 31 janvier 2020 après avoir invoqué l'article 50 du Traité de l'Union européenne sur la sortie du Royaume-Uni s'il ne s'entend pas, d'ici au 19 octobre 2019, avec l'Union.

Chaque jour écoulé, depuis le 19 octobre, sans pacte ni demande de prorogation dans l'application de l'article 50 augmente la pression pour une motion de défiance de l'opposition, puisque le gouvernement agirait alors dans le mépris du Parlement. Dans nos projections de base, nous supposons qu'un pacte sera conclu en octobre ou que le gouvernement demandera une prorogation – ou encore, que les partis de l'opposition adopteront une motion de défiance, constitueront un gouvernement transitoire temporaire et demanderont la prorogation de l'article 50, probablement au-delà de la fin de janvier, avant de déclencher une élection.

Nous nous attendons à ce que le Brexit soit reporté au premier semestre de 2020 et se déroule dans le cadre d'un accord ultime qui évitera de rétablir une frontière matérielle entre la République d'Irlande et l'Irlande du Nord. Ce délai supplémentaire pourrait donner l'occasion de continuer de mettre au point les propositions déjà déposées ou de préparer la voie à un retour à une version des filets de sûreté de Theresa May. Dans l'éventualité d'un Brexit sans accord, la Banque d'Angleterre (BoE) estime que le choc pour l'économie du Royaume-Uni sera compris entre trois et cinq points de PBI.

LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES EN FORME DE SOUCOUBE

Dans notre scénario de base, nous nous attendons à ce que la croissance reste timorée jusqu'en 2020 avant de prendre un peu de mieux en 2021, lorsque les effets de l'incertitude dans les relations du Royaume-Uni avec l'Europe commenceront à se dissiper. Prévus à 1,1 %, la croissance en 2019 (tableau) devrait connaître son rythme le plus lent depuis la crise financière mondiale (CFM). L'économie du Royaume-Uni s'est contractée au T2 lorsque les entreprises ont déboulé les stocks constitués en prévision d'une échéance plus précoce du Brexit à la fin de mars et que les usines de construction automobile ont avancé leur fermeture annuelle pour la période estivale. Bien que nous nous attendions à une légère amélioration d'ici la fin de 2019, puisque la croissance se poursuivra essentiellement au même rythme en 2020, l'incertitude du Brexit continue de peser sur l'économie réelle. Les indices PMI de l'activité manufacturière et des services du Royaume-Uni ont tous deux basculé en territoire contractionnaire (graphique 1), et l'indice des services est à son plus creux dans toutes les grandes économies européennes.

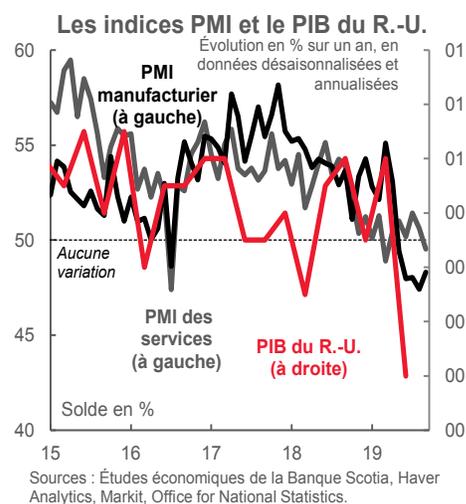
RENSEIGNEMENTS

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

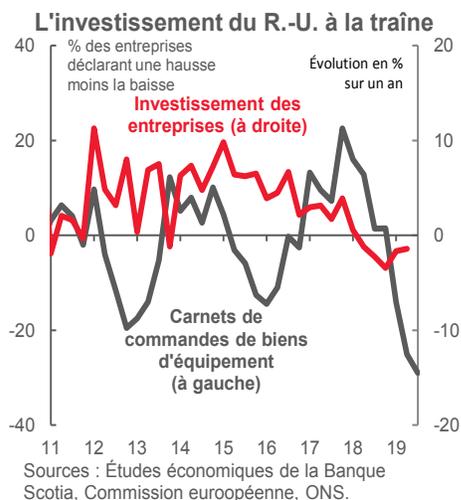
Royaume-Uni	2018	2019p	2020p	2021p
PIB réel (évolution annuelle en %)	1.4	1.1	1.2	1.6
IPC (% sur un an, fp)	2.1	1.8	2.0	2.1
Taux directeur banque centrale (% , fp)	0.75	0.75	0.75	0.75
Livre sterling (GBPUSD, fp)	1.28	1.22	1.36	1.40

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



Graphique 2



L'investissement des entreprises, déjà en bonne voie d'inscrire sa deuxième contraction annuelle en 2019 après avoir chuté dans chaque trimestre de 2018, est appelé à être décalé de nouveau (graphique 2).

La consommation continue de porter essentiellement l'économie du Royaume-Uni alors que les marchés de l'emploi et les salaires arrachent des gains. Il semble que les entreprises préfèrent la main-d'œuvre au capital pour affronter les contraintes de capacité dans un contexte d'incertitude. C'est ce qui explique que les taux de postes à pourvoir culminent à un sommet absolu et que les taux de chômage plongent à leur plus creux depuis la CFM, ce qui donne lieu à une forte croissance des salaires puisque les entreprises se concurrencent pour attirer les travailleurs (graphique 3). Les taux d'épargne des ménages ont baissé brusquement, pour soutenir les plans d'achat en raison de la hausse des prix; or, à une époque plus récente, les taux et les intentions d'épargne ont remonté en réaction à l'éternel feuilleton du Brexit (graphique 4). Bien que la croissance des ventes au détail se soit vivement accélérée depuis le milieu de 2018, la hausse des taux d'épargne pourrait peser sur cette force de l'économie du Royaume-Uni.

La dévalorisation de la livre sterling n'a guère permis d'améliorer la balance des paiements du Royaume-Uni et il est improbable que les exportations relancent la croissance à court terme. Le déficit du compte courant s'est fortement creusé au début de 2019 lorsque la balance commerciale s'est dégradée; les carnets de commandes exportatrices sont désormais en territoire contractionnaire (graphique 5), et il est improbable qu'ils haussent la production.

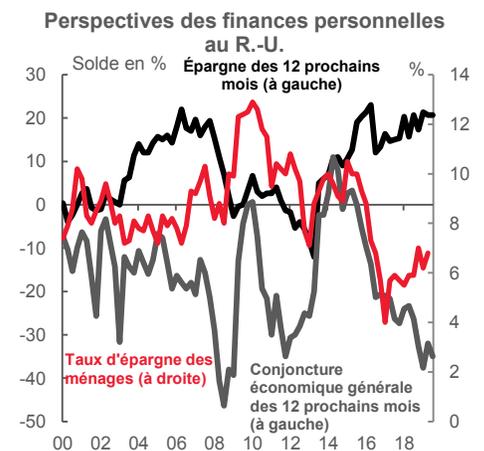
Le relèvement ultime de l'extrémité de la courbe que le sous-gouverneur de la BoE, M. Ramsden, a appelée une prévision « en forme de soucoupe » dépend entièrement du dénouement du Brexit, de la levée de l'incertitude et des politiques intérieures qui seront adoptées dans la foulée. En supposant que le Brexit est effectivement réglé en 2020, nous nous attendons à constater, plus généralement en 2021, un relèvement de l'investissement et de la demande, ce qui rapprocherait de 1,6 % la croissance de l'économie (tableau). Quel que soit le parti au pouvoir à Westminster, nous nous attendons à ce que cette remontée soit étayée par des mesures de relance budgétaire concertées, destinées à effacer le potentiel perdu pendant les années de dérives du Brexit. Compte tenu de l'insensibilité relative aux prix des importations et des exportations du Royaume-Uni, la revalorisation de la livre sterling, qui ne ferait probablement pas peser un nouveau poids supplémentaire sur la croissance, ralentirait l'inflation.

Nous nous attendons à ce que la Banque d'Angleterre reste sur la touche pendant toute la durée de l'horizon prévisionnel, à moins que le Brexit se déroule brutalement et sans accord. Bien que le MPC ait paru un peu plus prudent dans sa [décision](#) du 19 septembre 2019, le [discours](#) du 27 septembre de Michael Saunders, membre externe du MPC, l'a fait sortir du modeste camp des partisans du durcissement monétaire de la BoE, en télégraphiant une éventuelle baisse de taux, nous nous attendons à ce que la BoE continue de faire preuve d'attentisme. Les effets des prix des précédentes dévalorisations de la livre sterling ont essentiellement été absorbés. L'inflation de synthèse comme l'inflation fondamentale devraient clôturer 2019 à moins de 2 %; or, la croissance toujours aussi forte des salaires, de concert avec un ultime dénouement du Brexit, devrait relever marginalement l'inflation à plus de 2 % en 2021 (tableau). Il est improbable que la BoE réagisse préemptivement pour endiguer les pressions sur les prix après avoir évité une récession induite par le Brexit.

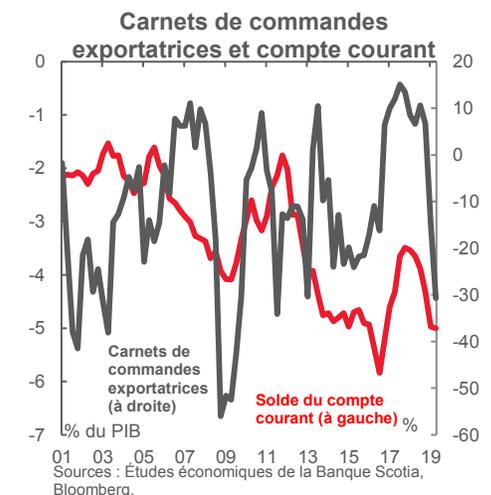
Si la décision adoptée par la BoE en septembre a été prise sans connaître l'orientation de la politique monétaire dans le scénario d'un Brexit sans pacte, nous nous attendrions à ce que le CPM abaisse ses taux si le Royaume-Uni sort précipitamment de l'UE. La Banque donnerait alors la priorité à des mesures de relance pour amortir le choc sur la demande intérieure, au lieu de hausser ses taux pour compenser les pressions inflationnistes créées par un dégagement sur la livre sterling.

Graphique 3


Sources : Études économiques de la Banque Scotia, ONS.

Graphique 4


Sources : Études économiques de la Banque Scotia, GfK, NOP, CE, ONS.

Graphique 5


Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Zone euro

LE TEMPS QU'IL FAUDRA

- L'inflation devrait rester inférieure à la cible proche de 2 % de la BCE en 2021. Selon les prévisions, la croissance de la zone euro devrait rester médiocre au cours de cette période, et les risques de baisse s'expliquent par un ravivement des tensions commerciales entre l'Europe et les États-Unis.
- C'est pourquoi nous nous attendons à ce que le discours attentiste de la BCE dure au moins jusqu'à la fin de 2021 et probablement jusqu'en 2022. Même s'il est probable que l'on milite davantage pour des mesures de relance budgétaire, nous ne prévoyons pas que les pays de la zone euro qui ont la marge de manœuvre pour les adopter dans le cadre de leurs politiques interviennent tout de suite.

LÉTHARGIE DE L'INFLATION, DE LA CROISSANCE ET DU COMMERCE

Dans la zone euro, l'inflation continue de se ralentir après avoir récemment culminé à 2,3 % sur un an en octobre 2018; toutefois, nous nous attendons à ce que les pressions sur les prix atteignent un creux en 2019 et se ressaisissent légèrement en 2020 et en 2021 (tableau). La baisse des prix de l'énergie et les services non essentiels, qui comprennent les droits d'inscription aux études et les prix des billets d'avion (graphique 1), ont pesé sur l'inflation de synthèse. Les pressions exercées sur les prix des biens industriels distincts de l'énergie et des services essentiels se relèvent graduellement depuis les 18 derniers mois, et la croissance des salaires dans la zone euro s'est accélérée à un rythme sans précédent depuis une dizaine d'années; dans l'ensemble toutefois, cette évolution n'a pas suffi à compenser d'autres facteurs de léthargie de la demande et des prix. Sur fond de tensions commerciales mondiales chroniques et de ralentissement de la demande dans les grandes puissances économiques, les attentes inflationnistes dans les marchés de la zone euro se sont inscrites très en deçà de la cible de 2 % de la BCE (graphique 2).

Dans le même temps, l'économie réelle de la zone euro continue de trébucher et nous avons abaissé la croissance à 1,0 % en 2019 — ce qui correspond au rythme le plus lent depuis plus de cinq ans — et nous nous attendons à ce qu'elle reste enlisée à 1,1 % en 2020 et à 1,3 % en 2021 (tableau). Ces chiffres sont légèrement inférieurs à ceux des prévisions de la BCE, qui s'attend à un taux de croissance de 1,1 % en 2019 et de 1,4 % en 2020. L'Allemagne est toujours au cœur de la croissance anémique de la zone euro, puisqu'elle a accusé une contraction de 0,1 % au T2. Les indices composés PMI de la zone euro évoluent tendanciellement à la baisse depuis le début de 2018 (graphique 3). Ces indices pour l'ensemble de l'économie sont portés par la dégradation de la conjoncture dans le secteur manufacturier alors que les querelles tarifaires avec les États-Unis s'accroissent, que l'incertitude du Brexit perdure et que la demande de la Chine reste terne; par contre, dans le secteur des services, la conjoncture s'est légèrement améliorée. Dans toute la zone euro, la léthargie des carnets de commandes exportatrices laisse entendre qu'il ne faut pas s'attendre à ce que le commerce mène le rebond de l'activité manufacturière.

La « trêve » commerciale euroaméricaine négociée entre Jean-Claude Juncker, président de la Commission européenne, et le président américain Trump en juillet 2018 semble s'effiloche. Dans la foulée de la récente décision de l'OMC sur les subventions européennes consenties à Airbus, les États-Unis ont décidé, le 3 octobre 2019, d'imposer, à partir du 18 octobre, des sanctions tarifaires sur des importations européennes de 7,5 G\$ US, soit des taxes de 10 % sur les avions et de 25 % sur les vins, les spiritueux et les produits alimentaires traditionnels. L'Europe entend réagir en nature et pourrait ne pas attendre la décision de l'OMC dans son propre dossier à l'encontre des subventions américaines consenties à Boeing. La riposte pourrait être menée sous la forme d'une abrogation des règlements commerciaux antérieurs avec les États-Unis, ce qui donnerait tout de suite lieu à une nouvelle dégradation des relations commerciales outre-Atlantique et ce qui aurait pour effet d'amener les États-Unis à imposer des sanctions tarifaires sur les voitures européennes.

RENSEIGNEMENTS

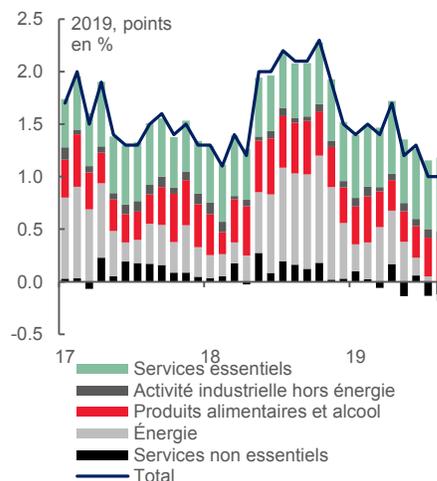
Brett House, VP et économiste en chef adjoint
 416.863.7463
 Études économiques de la Banque Scotia
brett.house@scotiabank.com

Zone euro	2018	2019p	2020p	2021p
PIB réel (évolution annuelle en %)	1.9	1.0	1.1	1.3
IPC (% sur un an, fp)	1.5	1.2	1.3	1.5
Taux de OPR de la Banque centrale (% fp)	0.00	0.00	0.00	0.00
Taux de dépôt de la Banque centrale (% fp)	-0.40	-0.50	-0.50	-0.50
Euro (EURUSD, fp)	1.15	1.10	1.20	1.22

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1

Contributions à l'inflation de la zone euro



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Eurostat.

Graphique 2

Attentes inflationnistes dans la zone euro



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

LA BCE : LE TEMPS QU'IL FAUDRA

Puisque les perspectives du commerce mondial continuent de se compliquer et que l'activité manufacturière ne cesse de fléchir, la **nouvelle** annoncée le 12 septembre 2019 par la Banque centrale européenne (BCE), qui entend amorcer un nouveau cycle de mesures de relance monétaire, constitue un compromis raisonnable entre les tenants du durcissement et les partisans de l'assouplissement du Conseil des gouverneurs, dont le discours bascule : désormais, il ne s'agit plus d'intervenir « à tout prix », mais bien de « prendre le temps qu'il faut ». Voici le programme adopté :

une baisse de 10 % du taux sur les dépôts, qui passe de -0,40 % à -0,50 %;

- un assouplissement des prévisions qui laisse entrevoir des taux directeurs faibles jusqu'à ce que « les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de 2 %, mais inférieur à ce chiffre sur notre horizon de projection » et que « cette convergence se reflète de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente »;
- le relancement, pour une durée indéfinie, du programme de rachat d'actifs (l'assouplissement quantitatif) de 20 milliards d'euros par mois, aussi longtemps qu'il le faudra, ce qui obligera probablement à hausser de 33 % à 50 % les limites des instituts publics d'émission;
- les conditions meilleures qu'attendu pour le TLTRO III;
- un système à deux paliers pour la rémunération des réserves, qui vient blinder une part des liquidités excédentaires des banques contre le taux de -0,50 % sur les dépôts.

Puisque les attentes inflationnistes et les résultats de l'inflation continuent de s'inscrire nettement en deçà de la cible de près de 2 % de la BCE, il faut disposer d'une plus grande marge de manœuvre que ce que laissent entendre aujourd'hui les données sur l'utilisation de la capacité et les modèles de calcul des déficits de production de la BCE.

LE FMI : UN DISCOURS « SURTOUT BUDGÉTAIRE »

Christine Lagarde enchaînera ses appels répétés lancés au FMI pour des mesures de relance budgétaire concertées dans les grandes puissances économiques lorsqu'elle entrera dans ses nouvelles fonctions de présidente de la BCE le 1^{er} novembre — en s'adressant surtout aux pays de la zone euro, principalement l'Allemagne qui dispose d'une marge de manœuvre budgétaire substantielle. Les investissements dans les infrastructures publiques et les autres dépenses d'investissement qui pourraient corriger le problème de léthargie de la croissance de la productivité de la zone euro devraient figurer en bonne place dans un programme de mesures de relance budgétaire. À l'heure actuelle, l'investissement représente à peine 21 % environ du PIB, soit un point de pourcentage de moins que sa moyenne avant la CFM. **Toujours est-il que dans le Nord de l'Europe, le discours continue d'être défavorable à la libéralisation des investissements, et nous n'avons pas intégré, dans notre scénario de base, de nouvelles mesures de relance budgétaire importantes.**

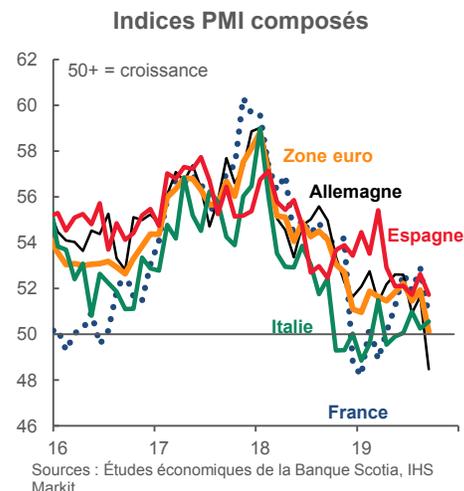
PARTOUT, ON COMPTE BEAUCOUP SUR LES MÉNAGES

Le consommateur reste essentiellement le pilier de nos perspectives pour la zone euro, et les finances des ménages semblent destinées à permettre d'éviter la récession dans la zone européenne. Corrigé des variations saisonnières, le taux de chômage de la zone euro s'est inscrit à 7,4 % en août, son plus creux depuis mai 2008, puisque la croissance de l'emploi continue de progresser à plus vive allure que la croissance parallèle de la population active. En raison des taux élevés de postes à pourvoir, qui s'expliquent en partie par la discordance des compétences, et de la croissance fulgurante des salaires, qui dépasse l'inflation depuis une dizaine d'années, le pouvoir réel de dépense des ménages est appelé à continuer d'augmenter, ce qui devrait porter la croissance des ventes au détail (graphique 4). Le nouveau système à paliers de la BCE devrait aussi permettre aux banques de s'assurer qu'elles seront mieux en mesure de répercuter sur leurs clients les faibles taux d'intérêt.

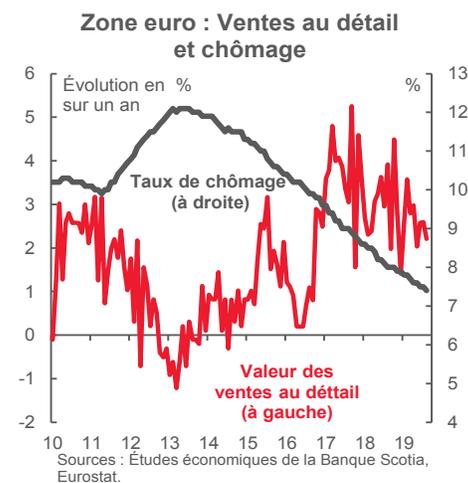
LE BREXIT PÈSE SURTOUT SUR ALBION

Nous nous attendons à ce que le Brexit se dénoue durant le premier semestre de 2020 dans le cadre d'un accord entre Londres et Bruxelles, selon les modalités exposées dans la **section Royaume-Uni**. D'ici là, l'incertitude du Brexit continuera de peser sur l'investissement et la croissance de la zone euro : l'activité manufacturière liée au Royaume-Uni intervient pour environ 2,5 % dans le PIB annuel du bloc monétaire. L'Irlande, le Luxembourg, Malte, la Belgique et les Pays-Bas sont les plus exposés aux variations de la demande britannique et à l'incertitude du Brexit.

Graphique 3



Graphique 4



Chine

- **Le conflit commercial entre les États-Unis et la Chine pèse sur l'économie chinoise : ses effets pervers débordent le cadre des activités liées au commerce et s'étendent à toute l'économie, en minant la confiance.**
- **Tous les progrès accomplis dans les discussions commerciales seraient de bonnes nouvelles pour l'économie; or, nous nous attendons à ce que ce conflit s'étire sur une durée prolongée.**
- **Nous nous attendons à ce que les dirigeants chinois continuent de faire appel à d'autres mesures de relance budgétaire et monétaire afin de prévenir une plus forte décélération de la croissance.**

PERSPECTIVES DE CROISSANCE ÉCONOMIQUE

La pression baissière qui s'exerce sur l'économie chinoise s'intensifie. Le conflit commercial et technologique avec les États-Unis nuit au secteur manufacturier chinois et aux exportateurs du pays. En outre, la confiance amoindrie pèse sur les dépenses des ménages et des entreprises et sur les décisions d'investissement. Outre le ralentissement lié au conflit commercial, la transformation structurelle continue de la Chine, qui aspire à devenir une économie portée par les dépenses de consommation et le secteur des services, est appelée à réduire les gains du PIB. Nous avons apporté une légère révision à la baisse à nos prévisions de croissance du PIB réel de 2019 pour la Chine, et nous nous attendons à ce que les gains de production s'établissent à une moyenne de 6,1 % sur un an en 2019, contre les 6,2 % prévus auparavant. La croissance continuera probablement de se décélérer dans les deux prochaines années pour s'établir aux environs de 5,75 % sur un an en 2021, ce qui constitue un ralentissement plutôt important par rapport au taux de croissance de 6,6 % comptabilisé en 2018.

La léthargie des statistiques sur les ventes au détail, l'industrie, l'investissement et les exportations témoigne de l'atonie généralisée (graphiques 1 et 2). En outre, la croissance du crédit — en particulier les prêts consentis par les banques — n'a pas réussi à s'accélérer suffisamment pour dynamiser la croissance de l'économie (graphique 3). Autrement dit, l'État chinois devra annoncer d'autres mesures de relance pour veiller à ce que la croissance économique cadre avec la cible officielle de 6 %-6,5 % sur un an en 2019 et pour promouvoir la stabilité sociale. Nous nous attendons effectivement à ce que l'administration chinoise annonce à court terme d'autres mesures de relance budgétaire — qui cibleront en particulier les consommateurs, les entreprises du secteur privé et les infrastructures de la Chine — pour faire l'appoint des mesures déjà annoncées, par exemple la baisse des taxes à valeur ajoutée dans le secteur manufacturier, le relèvement des seuils de l'impôt sur le revenu des particuliers et la hausse des limites de déduction, ainsi que l'accroissement des contingents dans les émissions d'obligations à vocation particulière des administrations locales pour les projets d'infrastructure.

Le conflit commercial entre les États-Unis et la Chine perdure, ce qui provoque des fluctuations dans la conjoncture mondiale des risques. Chaque fois que le ton monte, il devient de plus en plus difficile d'apporter une solution à ce conflit. Une autre salve de droits tarifaires sur les biens chinois importés aux États-Unis est entrée en vigueur le 1^{er} septembre; la Chine a riposté par une vague de sanctions tarifaires. D'autres droits tarifaires devraient entrer en vigueur à la mi-octobre et à la mi-décembre. Puisque les équipes de représentants des deux pays sont de retour à la table de négociations, tous les progrès accomplis dans l'amélioration des relations bilatérales seraient de bonnes nouvelles pour l'économie mondiale; nous pensons qu'un accord provisoire portant sur certains aspects du commerce traditionnel des biens paraît plus réalisable qu'un accord global, compte tenu du fait qu'il n'y a guère eu d'avancée dans la résolution des différends sur des questions comme la technologie, la cybersécurité, la protection de la propriété intellectuelle et l'accès aux marchés.

RENSEIGNEMENTS

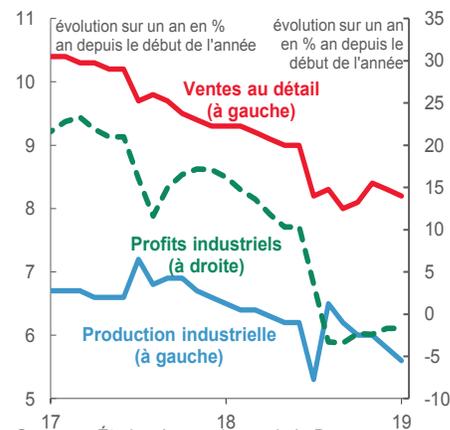
Tuuli McCully, premier directeur et chef, Études économiques – Asie-Pacifique
 65.6305.8313 (Singapour)
 Études économiques de la Banque Scotia
tuuli.mccully@scotiabank.com

Chine	2018	2019p	2020p	2021p
PIB réel (évolution annuelle en %)	6.6	6.1	6.0	5.8
IPC (% sur un an, fp)	1.8	3.0	2.3	2.5
Taux directeur banque centrale (% , fp)	4.35	4.10	4.00	4.00
Yuan chinois (USDCNY, fp)	6.88	6.90	6.70	6.50

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1

Ralentissement de la croissance de la Chine



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 2

Exportations chinoises



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg, Administration générale des douanes de la RPC.

Nous précisons que l'administration américaine pourrait bien surestimer son pouvoir de négociation et la volonté de la Chine de s'entendre sur un accord global avec les États-Unis, ce qui l'obligerait à faire d'importantes concessions. Compte tenu de l'agitation chronique à Hong Kong, nous avons lieu de croire que les dirigeants chinois tâcheront d'éviter de donner des signes de faiblesse nationalement en traitant avec leurs homologues américains pour assurer la stabilité sociale sur le continent. En outre, puisque l'activité manufacturière américaine — élément essentiel de la plateforme du président Trump — se contracte aujourd'hui, il se pourrait que la Chine soit mieux disposée à supporter d'autres tourments économiques s'ils ont pour effet d'amoinrir la probabilité que le président Trump soit réélu. Enfin, l'imprévisibilité des politiques de la Maison-Blanche pourrait décourager la Chine de faire des concessions aux États-Unis, puisqu'un accord conclu, quel qu'il soit, pourrait éventuellement être mal interprété à court préavis. Sur cette toile de fond, nous nous attendons à ce que la Chine continue de faire preuve de fermeté pendant les négociations commerciales, en réclamant la suppression des sanctions tarifaires imposées jusqu'à maintenant. C'est pourquoi nous nous attendons à ce que ce conflit et les négociations durent pendant encore des mois, vraisemblablement jusqu'à la fin de la présidence de Donald Trump.

PERSPECTIVES DE L'INFLATION ET DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Les pressions inflationnistes se sont intensifiées en Chine en raison de la hausse des prix des aliments. L'inflation de synthèse se rapproche de la cible de l'ordre de 3 % sur un an de l'État (graphique 4). Nous nous attendons à ce que l'inflation des prix à la consommation clôture l'année sur la barre des 3 % sur un an avant de se stabiliser aux alentours de 2,5 % en 2020-2021. Toujours est-il que les pressions qui s'exercent sur les prix à un niveau supérieur de la chaîne de distribution sont beaucoup plus faibles, puisqu'à l'heure actuelle, l'inflation annuelle des prix des producteurs se situe en territoire négatif. Les pressions inflationnistes maîtrisables devraient permettre à la Banque populaire de Chine (PBoC) de continuer de tenir un discours monétaire conciliant jusqu'en 2021.

La PBoC a adopté de nouvelles mesures de relance monétaire; les ratios des réserves obligatoires ont été abaissés de 50 points de base à 13,0 % pour les grandes banques à la mi-septembre, ce qui porte à 150 points de base la baisse totale depuis le début de l'année (graphique 5). On a aussi annoncé une autre baisse de 100 points de base pour les banques commerciales des villes qualifiées, qui se déroulera en deux phases, le 15 octobre et le 15 novembre. Nous nous attendons à ce que la PBoC adopte d'autres mesures d'assouplissement monétaire à court terme, en abaissant les taux d'intérêt et les ratios des réserves obligatoires.

Dans le même temps, les autorités monétaires chinoises continuent de prendre d'autres mesures dans la réforme des marchés financiers, comme en témoigne la réforme des taux d'intérêt en août. Le nouveau taux privilégié de crédit (TPC) à un an — aujourd'hui fixé à 4,20 %, soit 15 points de base de moins que l'ancien taux de crédit repère à un an — est mieux adapté au marché, puisqu'il est actualisé d'après les cotations de 18 banques. Le TPC servira de taux de référence pour le nouveau taux de crédit et est appelé à tenir compte des changements apportés au taux du mécanisme de crédit à moyen terme (MCMT) à un an de la PBoC, qui s'en sert pour injecter des liquidités dans le système bancaire. Le MCMT est bloqué à 3,30 % depuis avril 2018; or, nous nous attendons à ce qu'il soit abaissé dans les prochains mois, ce qui portera à 4,0 % d'ici le milieu de 2020 le TPC. Ce nouveau régime devrait améliorer la diffusion de la politique monétaire et abaisser les frais de financement de l'économie; or, nous constatons que ce résultat serait plus prononcé si la PBoC décidait aussi de réformer le taux de dépôt repère.

En août, le yuan chinois a franchi la barre de 7,0 pour la paire USDC/CNY pour la première fois depuis le début de 2008. Nous ne nous attendons pas à ce que la PBoC fasse appel à une dévalorisation massive du yuan chinois afin de relancer l'économie, puisque cette mesure pourrait déclencher des pressions dans la ruée sur les capitaux. Bien que la valeur du CNY tienne de plus en plus compte des forces du marché — et qu'elle ait baissé en raison des inquiétudes qui pèsent sur le commerce —, nous nous attendons à ce que la PBoC assure la stabilité relative du CNY, puisqu'elle reste consciente du fait que la valeur du yuan est une question épineuse dans les discussions commerciales avec les États-Unis.

Graphique 3

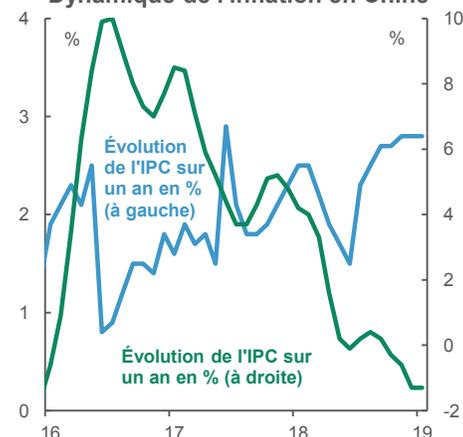
Croissance du crédit en Chine



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg, République populaire de Chine.

Graphique 4

Dynamique de l'inflation en Chine



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 5

Ratios des réserves obligatoires de la PBoC



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, République populaire de Chine, Bloomberg.

Japon

- Les incertitudes mondiales et la hausse de la taxe à la consommation assombrissent les perspectives de croissance économique du Japon.
- La Banque du Japon est prête à adopter d'autres mesures de relance monétaire

PERSPECTIVES DE CROISSANCE ÉCONOMIQUE

Les perspectives à court terme de l'économie japonaise sont très incertaines : la taxe à la consommation a bondi de 8 % à 10 % le 1^{er} octobre et devrait déclencher une baisse des dépenses de consommation dans les derniers mois de 2019. Toujours est-il que le rendement de l'économie a été relativement vigoureux depuis le début de l'année, puisque certaines dépenses ont été avancées en prévision de la hausse de cette taxe. Outre les difficultés liées à cette taxe intérieure, les incertitudes mondiales pèseront probablement sur la conjoncture intérieure, en freinant potentiellement l'investissement des entreprises et les décisions d'embauche. Si les finances publiques du Japon sont soumises à des contraintes — ce qui oblige à relever la taxe à la consommation —, les politiques budgétaires axées sur la croissance viendront étayer l'activité économique, surtout en prévision des Jeux olympiques d'été 2020 à Tokyo.

Les exportateurs japonais subissent les contrecoups de la léthargie de la demande mondiale (graphique 1) : les livraisons à destination de l'Union européenne et de l'Asie sont fortement bousculées. Effectivement, le secteur externe pèse sur la croissance depuis le deuxième semestre de 2018, et nous n'entrevoions aucun signe d'une inversion de cette tendance à court terme. Toutefois, l'accord commercial conclu entre les États-Unis et le Japon en septembre est une bonne nouvelle dans ce climat commercial d'incertitude; or, on ne sait toujours pas si cet accord protégera le Japon contre d'éventuelles sanctions tarifaires américaines sur les voitures importées. Nous nous attendons à ce que les gains du PIB réel du Japon s'établissent à une moyenne de 0,8 % sur un an en 2019, ce qui cadre avec le potentiel de l'économie. L'élan de croissance fléchira probablement à 0,5 % en 2020, avant de rebondir à 1,2 % en 2021.

PERSPECTIVES DE L'INFLATION ET DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Le Japon continuera d'être aux prises avec la léthargie de l'inflation dans l'avenir prévisible, puisque les incertitudes mondiales pèsent sur les perspectives de croissance économique, ce qui limite la progression des salaires et les pressions inflationnistes portées par la demande. Les changements dans la frilosité mondiale face au risque et les fluctuations qu'ils entraînent pour le yen japonais compliquent encore les perspectives de l'inflation. À l'heure actuelle, l'IPC à l'exclusion des aliments frais — baromètre privilégié de l'inflation pour la Banque du Japon (BoJ) — tourne autour de 0,3 % sur un an, ce qui est loin de la cible inflationniste de 2 % de la banque centrale (graphique 2). Bien que ce baromètre de l'inflation soit appelé à se relever temporairement dans la foulée de la hausse de la taxe à la consommation en octobre, nous nous attendons à ce que l'inflation reste inférieure à la cible en 2021.

La BoJ restera probablement fidèle à une politique monétaire très conciliante en 2021. Dans la foulée de la réunion de politique monétaire de septembre, le gouverneur de la BoJ, Haruhiko Kuroda, a insisté sur la possibilité que « l'élan vers la cible de stabilité des prix se ralentisse — et qu'il a récemment ouvert plus largement la porte à de nouvelles mesures d'assouplissement monétaire. La BoJ discutera probablement de ses options de politique — par exemple des taux directeurs à court et à long termes, des rachats d'actifs plus massifs ou d'autres mesures comme le financement des banques dans le cadre du Programme de soutien du crédit à taux d'intérêt négatif — plus en détail dans un proche avenir, en restant prête à adopter d'autres mesures de relance si l'économie flanche.

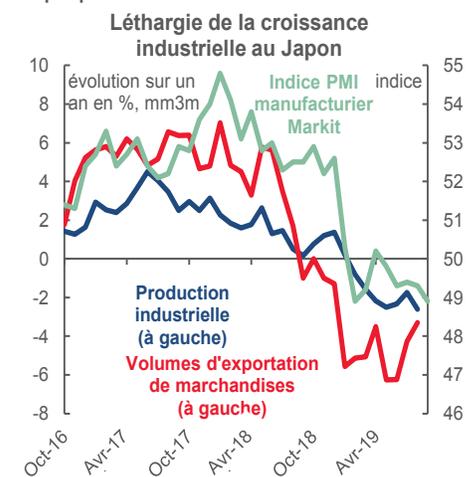
RENSEIGNEMENTS

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	2018	2019p	2020p	2021p
PIB réel (évolution annuelle en %)	0.8	0.8	0.5	1.2
IPC (% sur un an, fp)	0.3	1.5	0.6	0.8
Taux directeur banque centrale (% , fp)	-0.10	-0.15	-0.15	-0.15
Yen japonais (USDJPY, fp)	110	108	105	102

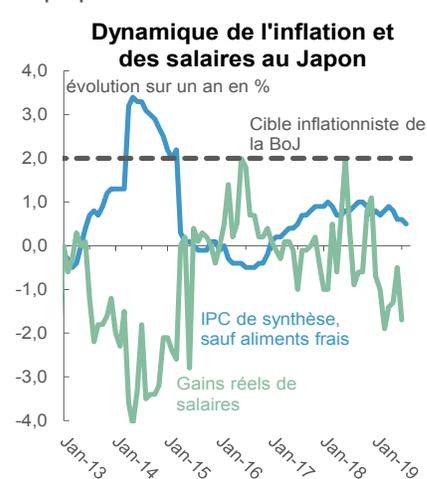
Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 2



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Inde

- Le ralentissement de la croissance économique de l'Inde s'est étendu aux dépenses de consommation, à l'investissement dans les infrastructures et à l'exportation.
- La léthargie de l'activité économique amène le gouvernement et la banque centrale à réagir par des politiques, qui portent une reprise graduelle dans les prochains mois.
- L'inflation en Inde est appelée à rester circonscrite dans l'avenir prévisible.

PERSPECTIVES DE CROISSANCE ÉCONOMIQUE

L'économie indienne donne des signes de ralentissement, ce qui amène les décideurs du pays à adopter des mesures décisives. Dans les zones rurales comme dans les zones urbaines, les indicateurs de la demande laissent entendre que l'économie perd de la vitesse et qu'à court terme, les perspectives des dépenses des ménages — moteur de l'économie — sont appelées à rester discrètes. La confiance des entreprises (graphique 1), amoindrie par les incertitudes mondiales exacerbées, se transpose dans l'activité d'investissement, en paralysant huit secteurs d'activité essentiels de l'Inde — l'électricité, la sidérurgie, les produits de raffinerie, le pétrole brut, le charbon, le ciment, le gaz naturel et les engrais (graphique 1). Dans le même temps, la léthargie de la demande mondiale pèse sur les exportations et le secteur manufacturier de l'Inde.

Au deuxième trimestre de 2019, la croissance du PIB réel du pays s'est considérablement ralentie : le PIB a crû de 5,0 % sur un an, contre 5,8 % dans la période de janvier à mars et 7,4 % pour l'ensemble de 2018 (graphique 2). Nous nous attendons à ce que les gains du PIB de l'Inde s'établissent à une moyenne de 5,8 % sur un an cette année, ce qui est nettement inférieur à la croissance potentielle estimée de 7 %-7,5 % de l'économie. Toutefois, nous croyons que l'économie indienne est sur le point de se rétablir graduellement, grâce à la multitude de mesures adoptées à la fois par le gouvernement et par la Reserve Bank of India (RBI). Toujours est-il que pour faire l'appoint des initiatives de la politique budgétaire et de la politique monétaire, il faudra continuer de faire preuve d'une volonté politique ferme pour mener à bien les réformes structurelles — dans des secteurs comme l'aménagement du territoire et la population active — afin d'améliorer sensiblement les perspectives de croissance à plus long terme de l'Inde. Nous prévoyons que la croissance du PIB réel de l'Inde s'établira à une moyenne de 7,1 % sur un an en 2020-2021.

Le gouvernement indien adopte actuellement des mesures pour porter l'économie chancelante; pourtant, le pays dispose d'une marge de manœuvre limitée pour adopter des mesures de relance budgétaire, en raison de l'anémie des finances publiques de l'Inde. Nous considérons qu'il est très improbable que l'Inde puisse respecter l'objectif de déficit budgétaire du gouvernement central pour l'exercice financier 2019-2020 (d'avril à mars), soit 3,3 % du PIB, en raison de la pression baissière qui s'exerce sur les recettes fiscales. En outre, nous constatons que le déficit budgétaire est toujours nettement plus élevé au niveau du gouvernement général, puisqu'il se rapproche de 7 % du PIB dans l'EF 2019-2020. La contrainte qui pèse sur les finances publiques de l'Inde aurait été encore plus forte, n'eût été le récent transfert substantiel versé au gouvernement par la RBI et constitué de dividendes et de capitaux excédentaires, qui représente 0,9 % du PIB par rapport au transfert budgété de 0,7 %.

Afin de relancer l'investissement dans le secteur privé dans les prochaines années, le gouvernement a annoncé en septembre une vaste réforme du régime fiscal des sociétés, qui viendra abaisser le taux d'imposition pour le porter de 30 % à 22 %, avec effet au 1^{er} avril 2019. En outre, les entreprises du secteur manufacturier qui viennent de se constituer en société auront droit à un taux d'imposition moindre de 15 %, destiné à relancer

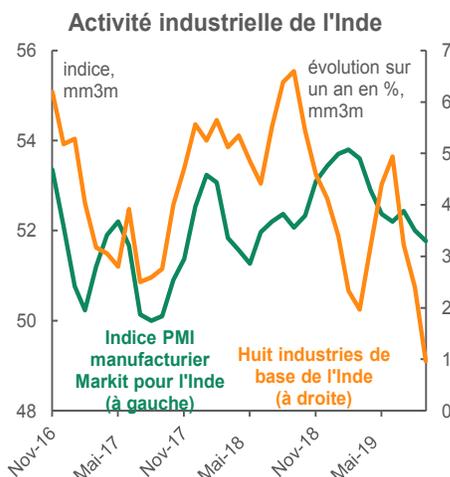
RENSEIGNEMENTS

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	2018	2019p	2020p	2021p
PIB réel (évolution annuelle en %)	7.4	5.8	6.7	7.4
IPC (% sur un an, fp)	2.1	3.7	4.5	5.0
Taux directeur banque centrale (% , fp)	6.50	4.90	4.75	5.50
Roupie indienne (USDINR, fp)	69.8	68.0	66.0	64.0

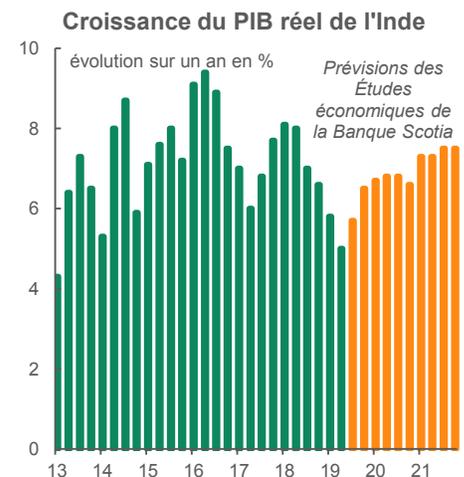
Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



Sources : Étude économique de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 2



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

l'initiative de l'État visant à encourager l'achat des produits « fabriqués en Inde » et à attirer l'investissement étranger direct. En fait, grâce à ces nouvelles baisses d'impôt, l'Inde fait aujourd'hui partie des administrations fiscales qui pratiquent les taux d'imposition les plus avantageux pour les entreprises dans l'univers des marchés émergents (graphique 3). En outre, les décideurs indiens ont récemment annoncé un train d'autres initiatives pour améliorer les perspectives de l'économie, par exemple la fusion de 10 banques du secteur public pour constituer finalement quatre banques, un programme de recapitalisation des banques, des plans pour des dépenses d'infrastructure, le soutien à apporter au secteur de l'automobile, ainsi que d'autres mesures fiscales à l'intention des entreprises en démarrage et des investisseurs.

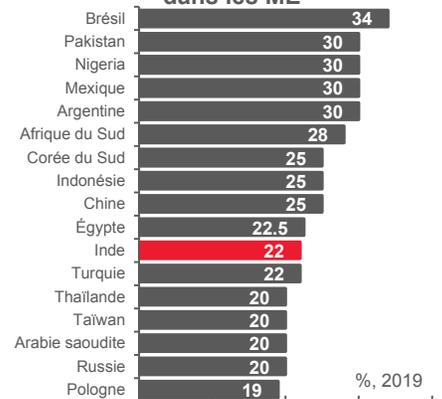
PERSPECTIVES DE L'INFLATION ET DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Les autorités monétaires indiennes continuent d'adopter des mesures visant à contrer le brusque ralentissement de l'activité économique à l'heure actuelle. En raison des contraintes qui pèsent sur les finances publiques de l'Inde, la RBI sera chargée de la plupart des efforts de relance économique. Toujours est-il que la banque centrale est toujours aux prises avec une diffusion insuffisante de la politique monétaire, puisque les baisses apportées à son taux d'intérêt directeur ne tiennent compte qu'en partie de la diminution des taux directeurs de la RBI. Le taux de refinancement repère a été réduit de 135 points de base au total pendant cinq réunions consécutives de politique monétaire depuis le début du cycle d'assouplissement, en février 2019 (graphique 4). La baisse de taux la plus récente est intervenue au début d'octobre, lorsque le taux directeur a été réduit de 25 points de base à 5,15 %, ce qui représente le niveau le plus faible depuis 2010.

La RBI est fidèle à sa politique monétaire « conciliante ». En outre, elle a laissé entendre que cette politique resterait inchangée « tant qu'il le faudra pour relancer la croissance » et qu'elle dispose d'une marge de manœuvre supplémentaire pour enrayer la léthargie de l'activité économique. C'est pourquoi nous nous attendons à de nouvelles mesures de relance monétaire dans les prochains mois, qui porteront à 4,75 % le taux de refinancement au début de 2020 (graphique 4). En supposant une reprise de la croissance et une hausse graduelle des pressions inflationnistes dans les 18 prochains mois, la RBI recommencera probablement à tenir un discours de durcissement monétaire prudent en 2021.

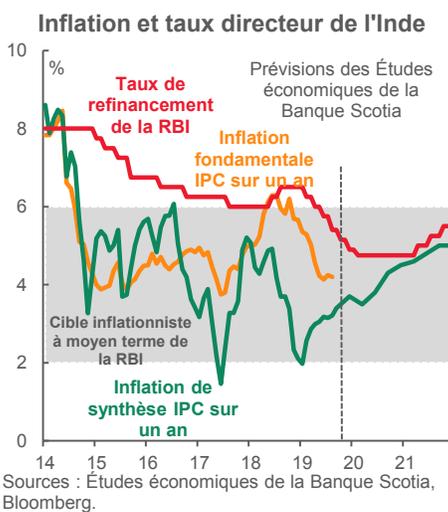
Grâce à des perspectives inflationnistes modérées, la RBI peut se consacrer à la relance de la demande intérieure. L'inflation de synthèse et l'inflation fondamentale — qui tournent toutes deux aux alentours de 3,33 % sur un an et de 4 % respectivement — continuent de s'inscrire en deçà de la cible inflationniste annuelle de 4 % \pm 2 % de la RBI. En outre, un déficit de production négatif, des attentes inflationnistes maîtrisables et des précipitations supérieures à la normale pendant la mousson, qui devraient tenir en échec les prix des aliments, permettront de circonscrire les pressions inflationnistes dans l'avenir prévisible. Nous nous attendons à ce que les pressions de prix restent en deçà de la cible de la RBI en 2021; or, nous assisterons probablement à un rebond graduel des prix, qui graviteront aux alentours de 5,0 % sur un an en 2021, puisque la reprise de l'économie prendra de la vitesse.

Graphique 3
Taux d'imposition dans les sociétés dans les MÉ



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 4



Corée du Sud

- Dans le secteur des exportations, des vents contraires continuent de souffler sur l'activité économique.
- Les efforts de relance budgétaire et monétaire des autorités sous-tendent les perspectives.

PERSPECTIVES DE CROISSANCE ÉCONOMIQUE

L'économie sud-coréenne, tributaire des exportations, perd de la vitesse (graphique 1), puisque quatre problèmes pèsent simultanément sur l'activité : 1) la léthargie de la dynamique de la demande mondiale; 2) les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine et les effets d'entraînement qu'elles produisent sur la chaîne logistique; 3) le repli chronique du secteur de l'électronique mondial, qui s'explique par la baisse de la demande chinoise et par le prolongement du cycle de remplacement des téléphones intelligents; et 4) le conflit entre le Japon et la Corée du Sud et les restrictions qu'imposera ultérieurement le Japon dans l'exportation des matériaux essentiels au secteur sud-coréen des semi-conducteurs. La décision attendue de l'administration américaine d'ici la mi-novembre, quant à savoir si elle imposera des sanctions tarifaires sur les voitures importées, pourrait encore fragiliser les perspectives du secteur des exportations.

La demande intérieure jouera un rôle prépondérant en portant l'activité économique de la Corée du Sud, puisque le secteur des exportations sera aux prises avec des difficultés chroniques. Il n'empêche qu'en raison de la confiance amoindrie des consommateurs et des entreprises, les ménages sud-coréens sont devenus prudents dans leurs achats (graphique 2), alors que le secteur privé devrait continuer de modérer ses investissements dans la construction et dans les infrastructures. Dans le même temps, les dépenses publiques porteront la croissance; au début d'août, l'Assemblée nationale a adopté un budget supplémentaire de l'ordre de 5 milliards de dollars US (soit l'équivalent de 0,3 % du PIB). En outre, la proposition budgétaire de 2020, qui totalise environ 443 milliards de dollars US, laisse entrevoir une hausse de 9,3 % sur un an des investissements publics.

L'économie sud-coréenne a gagné 1,0 % sur un trimestre (2,0 % sur un an) au deuxième trimestre, après une contraction de son PIB dans la période de janvier à mars. Nous nous attendons à ce que les gains du PIB réel du pays restent modérés au deuxième semestre de 2019, puisque la croissance s'établira à une moyenne de 1,9 % cette année. Les effets de base favorables, de concert avec les efforts de relance monétaire et budgétaire des décideurs, permettront à l'économie de rebondir graduellement en 2020-2021, puisque la croissance du PIB réel devrait atteindre une moyenne de 2,4 % sur un an.

PERSPECTIVES DE L'INFLATION ET DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Dans la foulée de la généralisation de la tendance mondiale, la Banque de Corée (BoK) s'inquiète des perspectives de l'économie, qui sont écornées par les incertitudes chroniques dans le secteur des exportations. Dans le même temps, les pressions inflationnistes brillent toujours par leur absence, ce qui vient assouplir les conditions de la politique monétaire. La banque centrale a donc abaissé de 25 points de base son taux directeur pour le porter à 1,50 % dans la foulée de sa réunion de politique monétaire de juillet, ce qui vient effacer la hausse des taux d'intérêt de novembre 2018. Même si la BoK n'a pas modifié les conditions de sa politique monétaire à sa réunion suivante, elle a laissé entendre qu'elle se pencherait sur la nécessité de remanier encore sa politique. Nous croyons qu'une autre baisse de 25 points de base du taux directeur, à 1,25 %, interviendra probablement dans un proche avenir.

En Corée du Sud, les pressions inflationnistes ont quasiment disparu, puisque les hausses annuelles de l'IPC sont proches de 0 %. En raison de la léthargie des pressions que la demande fait peser sur les prix, l'inflation restera probablement discrète pendant plusieurs trimestres. En fait, nous ne nous attendons pas à ce que l'inflation de synthèse atteigne la cible de 2 % sur un an de la BoK avant 2021.

RENSEIGNEMENTS

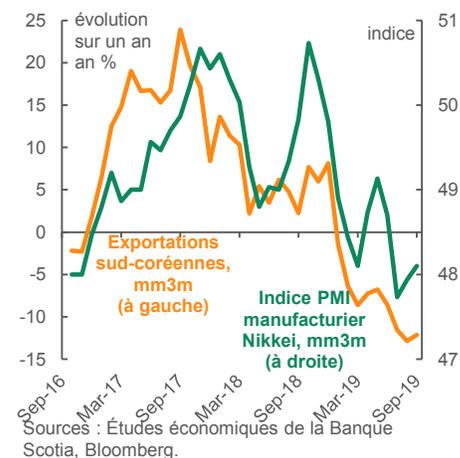
Tuuli McCully, premier directeur et chef,
 Études économiques – Asie-Pacifique
 65.6305.8313 (Singapour)
 Études économiques de la Banque Scotia
tuuli.mccully@scotiabank.com

Corée du Sud	2018	2019p	2020p	2021p
PIB réel (évolution annuelle en %)	2.7	1.9	2.3	2.5
IPC (% sur un an, fp)	1.3	0.6	1.6	2.1
Taux directeur banque centrale (% , fp)	1.75	1.25	1.25	1.50
Won sud-coréen (USDKRW, fp)	1,116	1,180	1,140	1,100

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

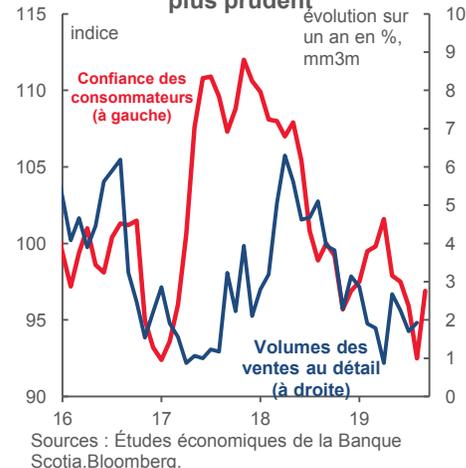
Graphique 1

Exportations et confiance du secteur manufacturier en Corée du Sud



Graphique 2

Le consommateur sud-coréen plus prudent



Australie

- Il n'y a pas de récession à l'horizon, même si les gains du PIB réel resteront probablement inférieurs au potentiel jusqu'en 2021.
- Les dépenses des ménages jouent un rôle prépondérant dans les perspectives de croissance de l'économie; or, le consommateur australien est appelé à rester prudent.
- L'inflation timorée favorise un nouvel assouplissement monétaire : le taux directeur continue d'atteindre des creux sans précédent.

PERSPECTIVES DE CROISSANCE ÉCONOMIQUE

La conjoncture économique mondiale, toujours aussi riche de défis, assombrit l'horizon économique de l'Australie. Nous nous attendons à ce que le PIB de l'Australie gagne 1,8 % en 2019, avant de remonter à 2,4 % sur un an en 2020-2021. C'est pourquoi les gains du PIB réel devraient rester inférieurs au potentiel de 2,75 % sur un an de l'économie sur notre horizon prévisionnel (graphique 1). Le PIB réel a crû de 1,4 % sur un an (+0,5 % sur un trimestre en données non annualisées) au deuxième trimestre, dans la foulée d'un gain de 1,7 % sur un an (+0,5 % sur un trimestre) dans la période de janvier à mars. Malgré une timide croissance, nous croyons que l'Australie mise sur de solides fondamentaux économiques et une marge de manœuvre suffisante dans ses politiques pour maîtriser la léthargie même importante de son économie. C'est pourquoi nous considérons que la probabilité d'une récession de l'économie australienne reste faible.

Le secteur des exportations de l'Australie étaye l'activité économique, qui profite d'une amélioration de la balance commerciale (graphique 2), grâce aux prix élevés du minerai de fer; cet élan efface le choc de la léthargie de la demande mondiale. Dans le même temps, l'Australie est moins intégrée dans les chaînes logistiques de l'activité manufacturière régionale que les pays comparables de l'Asie-Pacifique et est donc en quelque sorte protégée contre les effets d'entraînement du conflit commercial entre les États-Unis et la Chine. Même si l'économie australienne profite des efforts de relance budgétaire de Beijing, le ralentissement chronique de la croissance de l'économie chinoise sera un obstacle pour les perspectives de croissance à plus long terme de l'Australie.

La croissance de l'investissement dans les infrastructures continuera d'être influencée par la conjoncture internationale, puisque les inquiétudes vis-à-vis de la croissance économique mondiale pèsent sur la confiance des entreprises (graphique 3) et sur les intentions d'investissement du secteur privé. La baisse des prix de l'immobilier résidentiel devrait peser sur les gains de l'investissement dans l'habitation, appelés à rester timides dans les prochains trimestres. Par contre, les dépenses consacrées aux infrastructures publiques et la relance graduelle de l'investissement dans le secteur des ressources devraient porter l'activité économique.

Les dépenses des ménages constitueront un facteur important et porteront la croissance économique; pourtant, les perspectives sont influencées par des considérations contrastées. La confiance des consommateurs a été fortement amoindrie en 2019 (graphique 3), ce qui explique que les décisions de dépenses aient pu être mises en attente. En outre, le fort endettement des ménages et les gains de salaires timides pèsent sur la consommation, alors que le marché du travail devrait perdre de la vitesse dans les prochains mois. En revanche toutefois, les mesures d'allègement fiscal destinées aux ménages à revenu faible et moyen, les taux d'intérêt inférieurs et la reprise du marché du logement devraient sous-tendre les perspectives de dépenses.

RENSEIGNEMENTS

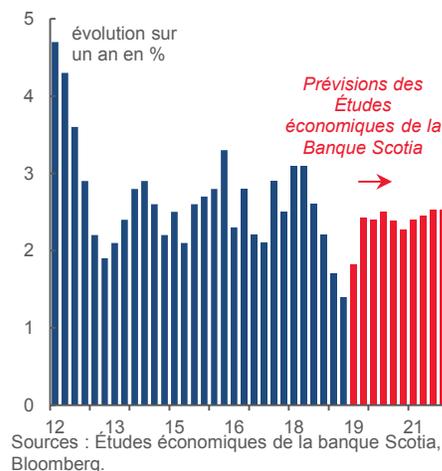
Tuuli McCully, premier directeur et chef, Études économiques – Asie-Pacifique
 65.6305.8313 (Singapour)
 Études économiques de la Banque Scotia
tuuli.mccully@scotiabank.com

Australie	2018	2019p	2020p	2021p
PIB réel (évolution annuelle en %)	2.7	1.8	2.4	2.5
IPC (% sur un an, fp)	1.8	1.6	1.9	2.1
Taux directeur banque centrale (% , fp)	1.50	0.50	0.50	0.50
Dollar australien (AUDUSD, fp)	0.70	0.68	0.72	0.74

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

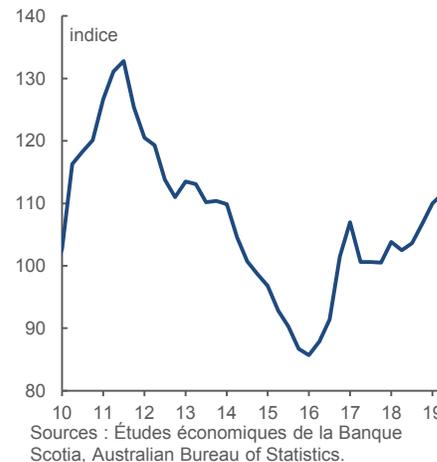
Graphique 1

Croissance du PIB réel de l'Australie



Graphique 2

Balance commerciale de l'Australie



Pour l'heure, le marché du travail australien reste vigoureux; pourtant, certains signes de léthargie commencent à se faire jour. Dans les 12 derniers mois jusqu'en août, l'économie s'est enrichie chaque mois de 26 000 emplois nouveaux en moyenne, ce qui est considérable dans les annales statistiques. En outre, 60 % de ces emplois sont des postes à temps plein. Toujours est-il que le taux de chômage s'est inscrit à 5,3 % contre 4,9 % au début de l'année, en raison d'une meilleure participation de la population active (graphique 4). Nous nous attendons à ce que les gains d'emplois se ralentissent dans les prochains mois — pour revenir à des niveaux plus normaux — puisque les incertitudes mondiales et la confiance écornée viendront probablement mettre en veilleuse certaines décisions d'embauche.

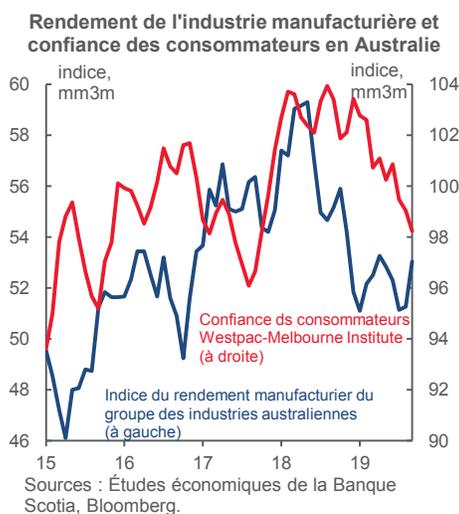
Le marché australien de l'immobilier résidentiel semble vouloir se stabiliser : dans les grandes villes, les prix des logements ont enchaîné trois hausses mensuelles consécutives depuis juillet (graphique 5). Il n'empêche que nous surveillons attentivement le marché du logement, puisque la conjoncture des prix varie considérablement dans l'ensemble du pays et que le roulement dans le logement est appelé à rester faible pour l'instant parce que la confiance est diminuée.

PERSPECTIVES DE L'INFLATION ET DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

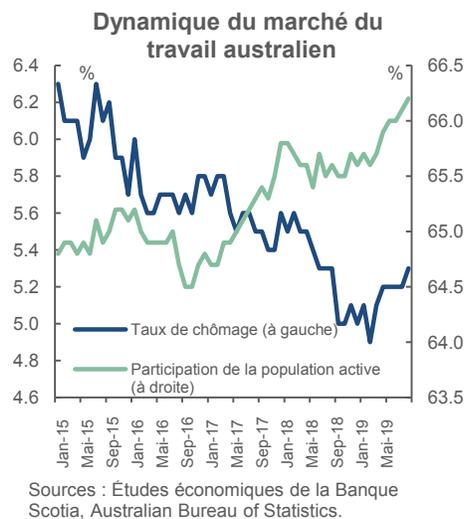
En Australie, l'inflation de synthèse continue de s'inscrire en deçà de la cible inflationniste annuelle de 2 %-3 % de la Reserve Bank of Australia (RBA) : les prix ont gagné 1,6 % sur un an au T2 de 2019; pourtant, les pressions inflationnistes se sont légèrement intensifiées par rapport au chiffre de 1,3 % sur un an au premier trimestre. Nous nous attendons à ce que les pressions que la demande fait peser sur les prix restent essentiellement absentes sur notre horizon prévisionnel; l'inflation de synthèse est appelée à progresser graduellement seulement et à s'inscrire dans le bas de la fourchette cible de la RBA au début de 2021.

En raison de la léthargie des pressions inflationnistes, la RBA continue d'adopter des mesures décisives pour étayer l'économie. Au début d'octobre, le taux directeur a été abaissé de 25 points de base à 0,75 %, ce qui constitue un creux sans précédent. La banque centrale a réduit dans la même proportion son taux directeur à ses réunions de juin et de juillet. La baisse totale de 75 points de base du taux directeur dans les quatre derniers mois met en lumière les inquiétudes des autorités monétaires à propos des perspectives économiques de l'Australie. Le gouverneur de la RBA, Philip Lowe, a précisé que la RBA est prête à assouplir encore sa politique monétaire au besoin. Il a souligné que les taux d'intérêt sont appelés à rester faibles pendant encore longtemps, puisque la banque centrale vise le plein-emploi dans l'économie et entend respecter la cible inflationniste. Parce que l'on projette une léthargie de l'inflation et puisque nous nous attendons à ce que le marché du travail de l'Australie ne parvienne pas à se fortifier à court terme, nous prévoyons que la RBA abaissera une fois de plus son taux directeur dans ce cycle d'assouplissement, pour le porter à 0,50 %. Nous croyons que la RBA serait également prête à faire appel aux outils non traditionnels de la politique monétaire pour étoffer les baisses de taux d'intérêt, si la réalisation des cibles de l'emploi et de l'inflation est subordonnée à des risques importants.

Graphique 3



Graphique 4



Graphique 5



Produits de base

LA CONJONCTURE MACROÉCONOMIQUE PREND LE DESSUS

- En raison de l'anémie de la conjoncture macroéconomique, de la léthargie de l'activité industrielle et des tensions commerciales toujours aussi lourdes d'incertitude, mais constamment dégradées, les marchés sont sur la défensive; les cours des produits de base industriels ont plongé parce que la demande n'est pas au rendez-vous des attentes.
- Si les perspectives de la plupart des produits de base industriels ont été révisées à la baisse dans ces prévisions, nous nous attendons à ce que les cours du brut restent relativement inchangés, parce que les risques de l'offre sont masqués, et il faut considérer que ces prévisions sont relativement optimistes pour les produits de base, compte tenu de notre vaste parti pris à la baisse.
- L'or a inscrit un regain sur fond de léthargie des produits de base industriels et parce que les marchés redoutent un nouveau ralentissement. Le lingot d'or devrait atteindre un pic annuel de courte durée en 2020 alors que les États-Unis seront en pleines élections présidentielles sur fond de procédures de destitution et de guerre commerciale et que le Brexit bousculera toute l'Europe.

Le marché des produits de base bascule de l'autre côté du miroir de la croissance mondiale relancée et synchronisée avec optimisme, qui a étayé les prix des produits de base industriels entre la fin de 2016 et le milieu de 2018. Les cours de la plupart des produits de base industriels ont plongé dans le tournant de l'année depuis que la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine a commencé à faire rage et que les entreprises ont réduit leurs investissements en raison de la volatilité de la politique commerciale américaine et de la rupture des chaînes logistiques (graphique 1).

Comme le précise le graphique 1, l'infortune industrielle a été une manne pour l'or : les investisseurs se sont rués sur les valeurs refuges et les banques centrales du monde entier ont cessé de durcir le ton et commencé à abaisser les taux d'intérêt pour relancer la demande. Même si la demande des consommateurs, toujours aussi vigoureuse, inscrit une modeste croissance dans l'ensemble des pays de l'OCDE, les produits de base seront portés par la contraction de l'activité dans le secteur industriel prépondérant en matériaux et tributaire du commerce, alors que les indices PMI sont tendanciellement négatifs de concert avec les indicateurs de la production industrielle et du commerce (graphique 2). Si ce ralentissement est en partie logique, c'est simplement parce que l'économie, nourrie par les mesures de relance, est restée vigoureuse jusqu'au milieu de 2018, même si nous sommes persuadés que la volatilité et la dégradation incessante des relations commerciales avec les États-Unis ont multiplié considérablement les incertitudes : il va de soi que les entreprises hésitent à investir alors que les chaînes logistiques et les relations commerciales auparavant stables peuvent désormais se dérouler au rythme effréné d'une série de gazouillis présidentiels.

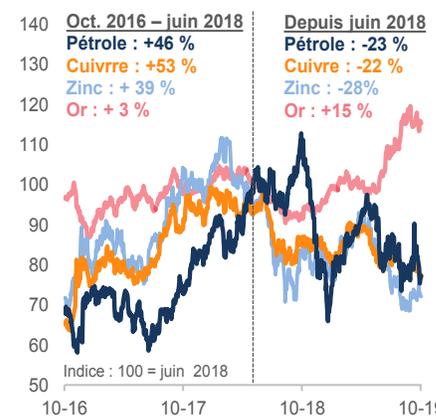
Si le résultat de l'épreuve de force présidentielle américaine met la table pour la conjoncture économique mondiale au-delà de 2020, nous ne nous attendons pas à une reprise du statu quo électoral d'avant 2016. Dans un scénario dans lequel le président Trump serait réélu, nous nous attendons à ce que la Maison-Blanche reste fidèle à son parcours actuel de volatilité des politiques, mais dans une moindre mesure, puisque les entreprises s'adaptent et que les chaînes logistiques se réorientent. Une victoire des Démocrates viendrait probablement réduire la volatilité du processus décisionnel au sommet — et partant, le niveau actuel d'incertitude dans l'investissement — mais devrait quand même peser directement sur les marchés en raison du fougueux discours de la campagne des primaires qui a ameuté Wall Street et semé le germe, du moins dans une certaine mesure, d'un dégageant des positions venu réaliser une prophétie de malheur; cette léthargie devrait elle aussi être temporaire et se résorber constamment au début des années 2020.

RENSEIGNEMENTS

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

Graphique 1

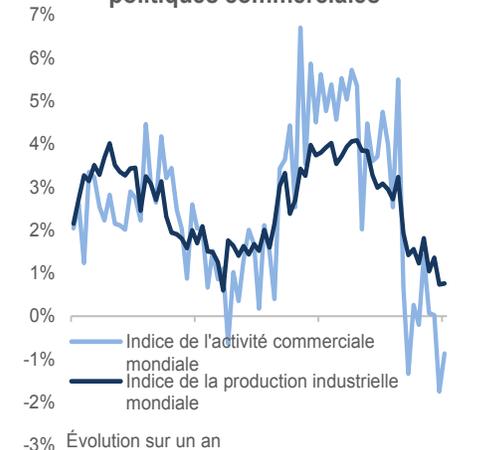
Croissance synchronisée ralentie par le commerce, ce qui malmène les produits industriels et relance l'or



— Or — Zinc — Cuivre — Brut Brent
 Sources : Études économique de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 2

L'activité industrielle mondiale ralentie par l'incertitude des politiques commerciales



-3% Évolution sur un an
 Sources : Études économiques de la Banque Scotia, CPB.

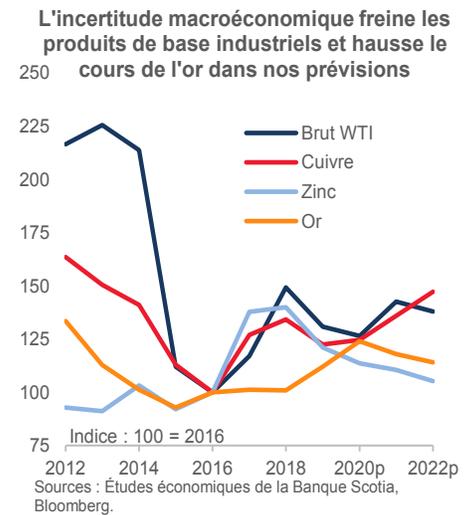
Ce fléchissement de la conjoncture macroéconomique continue de dominer la formation des cours des produits de base, et à l'heure actuelle, on s'attend à ce que les déferlements de volatilité de l'économie mondiale pèsent sur la plupart des fondamentaux propres aux produits de base jusqu'à ce que : 1) ces fondamentaux deviennent particulièrement aigus et que les marchés financiers soient obligés de s'adapter à la dynamique de l'offre et de la demande en fonction des règlements au comptant; ou 2) le brouillard macroéconomique se dissipe et que les marchés puissent à nouveau bien faire les distinctions de mise dans chaque cas particulier.

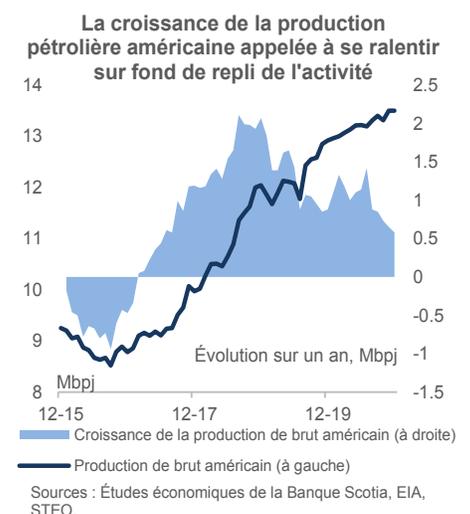
Sur cette toile de fond, nous nous attendons désormais à ce que 2020 soit particulièrement fertile pour l'or et à ce que les cours s'établissent à une moyenne de 1 550 \$ l'once (contre 1 350 \$ l'once dans notre dernière prévision), tandis que l'incertitude économique continuera de peser sur les perspectives du cuivre et que les cours devraient croupir aux alentours de 2,75 \$ la livre (contre 3,00 \$ la livre) (graphique 3). Malgré l'extrême agitation du marché pétrolier, nos prévisions sur les cours du brut WTI sont restées plus ou moins inchangées à 55 \$ le baril en 2020, puisque nos prévisions macroéconomiques de plus en plus baissières compensent le regain du risque politique qui devrait continuer d'affliger les cours du pétrole en raison des attentats de la mi-septembre contre les infrastructures pétrolières de l'Arabie saoudite (cf. le commentaire complet en cliquant sur [ce lien](#)).

L'ÉNERGIE : LES RISQUES DE L'OFFRE PERMETTENT D'ÉVITER LA DÉGRADATION MACROÉCONOMIQUE

Sur une toile de fond macroéconomique baissière, dans laquelle les perspectives de la plupart des produits de base industriels se détériorent, nos prévisions essentiellement inchangées des cours du pétrole devraient être considérées comme fondamentalement haussières pour ce produit et rendre compte de la prime de risque intégrée dans les cours dans la foulée des récents attentats en Arabie saoudite : bien que le marché ait cédé la plupart des gains dégagés après les attentats, nos prévisions seraient toujours probablement à la baisse aujourd'hui, n'eût été ces attentats. Nous nous attendons à ce que le brut WTI s'inscrive à une moyenne de 55 \$ le baril en 2020 et de 62 \$ le baril en 2021, alors que les bilans pétroliers sont appelés à se durcir constamment dans les deux prochaines années. Bien que nos perspectives pour le brut soient constructives, nous sommes sur le point de connaître la période la plus difficile pour les cours du pétrole, puisque l'équilibre entre l'offre et la demande devrait basculer en territoire d'excédent aigu au premier trimestre de 2020. Cet excédent est plus le résultat d'une inconcordance chronologique que la conséquence d'une léthargie à plus long terme, puisque les vastes gisements des pays qui ne sont pas membres de l'OPEP et qui attendent d'être exploités depuis des années seront mis en service au moment même où la demande accusera une baisse saisonnière (graphique 4). Toujours est-il que les cours devraient subir une pression énorme alors que les marchés au comptant s'affaiblissent pour tenir compte des stocks qui combleront le déficit de la demande et que cette léthargie précoce pèsera sur la moyenne des cours annuels.

La conjoncture devrait s'améliorer en 2020, puisque la croissance de la demande se réaccéléra et que l'économie américaine — qui est depuis longtemps l'épine la plus acérée sur le flanc de la hausse des cours du pétrole — commencera enfin à se ralentir. La croissance de la consommation pétrolière devrait se réaccélérer lorsque l'activité économique se ressaisira après les élections américaines de 2020; bien qu'elle ne soit pas tant portée par les investissements que par les métaux comme le cuivre, la demande pétrolière mettra sur l'accélération de la croissance dans le bâtiment, le transport maritime et le commerce. Sur le front de l'offre, la croissance de l'industrie américaine des hydrocarbures de schiste continue de se ralentir comme prévu, et l'Administration de l'information sur l'énergie américaine s'attend désormais à ce que la croissance de l'offre en 2020 s'établisse à une moyenne de l'ordre de 1 Mbpj et clôture décembre à moins de 0,6 Mbpj, en baisse par rapport à 1,64 Mbpj, qui correspond au rythme repère atteint en moyenne en 2018 (graphique 5). Dans l'ensemble des grands bassins pétroliers américains, l'activité pétrolière a reculé de concert avec les cours du brut, puisqu'il y a 151 puits de forage de moins qu'à la même époque l'an dernier (-18 % sur un an) et qu'en raison du cycle court de l'industrie des hydrocarbures de schiste, ces reculs se répercutent sur la production beaucoup plus rapidement que dans les cycles précédents. Bien qu'il soit évident que l'industrie du pétrole de schiste puisse s'accélérer dans l'éventualité d'une pénurie prolongée de l'offre, les prix modérés aux alentours du creux de 60 \$ (WTI) devraient permettre à l'industrie du pétrole de schiste de progresser à un rythme modeste et ralenti alors que le regain de croissance de la demande apporté à l'OPEP+ la marge de manœuvre qui vient alléger les contraintes de production du groupe.

Graphique 3

Graphique 4

Graphique 5


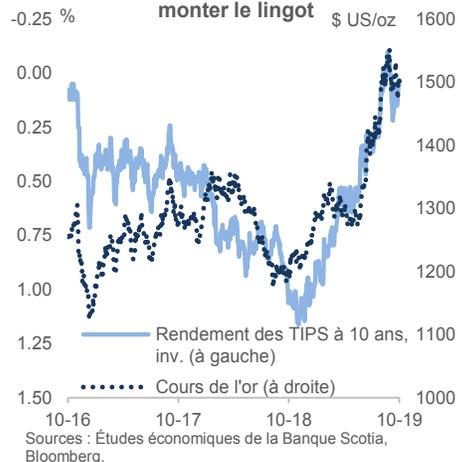
LES MÉTAUX : LE MALHEUR DU CUIVRE FAIT LE BONHEUR DE L'OR

Les cours des grands métaux divergent considérablement dans les périodes de léthargie économique et d'incertitude comme celles que nous connaissons aujourd'hui. Si les métaux de base, soit surtout le cuivre, ont fléchi en raison de la léthargie de l'investissement et de l'économie chinoise, les métaux précieux comme l'or se sont échangés à leur plus haut depuis la crise de la zone euro puisque les investisseurs se sont rués sur les valeurs refuges et que les parcours de durcissement des banques centrales ont cédé la place à de nouvelles baisses des taux.

Le cuivre se porte généralement le mieux lorsqu'il intègre le discours des marchés des métaux, et la situation n'est pas différente aujourd'hui. Les cours s'établissent à moins de 2,60 \$ la livre, en baisse de 25 % depuis le milieu de 2018, malgré les déficits mondiaux chroniques et les stocks toujours aussi faibles cotés en Bourse. Nous abaissons nos prévisions sur les cours des métaux de base, et le cuivre devrait désormais s'établir à une moyenne de 2,75 \$ la livre en 2020, avant de finalement remonter à 3,00 \$ la livre en 2021. Bien qu'à court terme, la conjoncture ne paraisse pas particulièrement solide pour les cours du cuivre, la promesse à plus long terme d'importants déficits de l'offre au début des années 2020 continue de faire monter les cours pour devancer ces pénuries (graphique 6).

L'or, qui connaît son moment de gloire depuis la crise de la zone euro, a franchi la barre des plus de 1 500 \$ l'once le mois dernier. L'assouplissement de la politique monétaire a réduit le manque à gagner sur le lingot sans rendement, alors que l'escalade des risques politiques — qu'il s'agisse des guerres commerciales, du Brexit ou de la destitution — donne lieu à une abondante demande de valeurs refuges (graphique 7). L'argent est une énigme intéressante sur ce marché, puisque les cours progressent à un rythme météorique malgré des fondamentaux généralement tièdes, qui s'aggravent si l'on doit tenir compte du malaise industriel qui pèse sur les métaux de base. Nous croyons que la vigueur actuelle de l'argent s'explique entièrement par la prodigieuse envolée de l'or. Puisque le marché de l'or est nettement plus vaste dans l'ensemble, une fuite même modeste de ce marché peut provoquer des hausses prononcées des cours de l'argent, ce qui explique probablement l'essentiel de la vigueur actuelle de ce métal.

Graphique 6
Les modestes déficits du marché du cuivre se creusent au milieu des années 2020

Graphique 7
Le plongeon des rendements américains et le risque politique généralisé font monter le lingot

Tableau 1

Produits de base	2000-2018			moyenne annuelle				
	Minimum	Moyenne	Maximum	2017	2018	2019p	2020p	2021p
Pétrole WTI (\$ US/baril)	17	62	145	51	65	57	55	62
Pétrole Brent (\$ US/baril)	18	65	146	55	72	64	59	65
WCS - WTI Discount* (USD/bbl)	-50	-17	-6	-13	-26	-13	-19	-24
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	1,64	4,74	15,38	3,02	3,07	2,61	2,64	2,75
Cuivre (\$ US/lb)	0,60	2,41	4,60	2,80	2,96	2,70	2,75	3,00
Zinc (\$ US/lb)	0,33	0,87	2,10	1,31	1,33	1,15	1,08	1,05
Nickel (\$ US/lb)	2,00	7,06	24,58	4,72	5,95	6,50	7,50	8,00
Aluminium (\$US/livre)	0,56	0,87	1,49	0,89	0,96	0,90	0,90	0,90
Minerai de fer (\$US/tonne)	39	101	194	72	70	90	72	65
Charbon métallurgique (\$US/tonne)	39	135	330	187	206	184	150	150
Or, à Londres en après-midi (\$ US/once)	256	910	1895	1 257	1 268	1 400	1 550	1 475
Argent, à Londres en après-midi (\$ US/once)	4,07	14,85	48,70	17,05	15,71	16,50	18,75	17,75

* 2008-18 moyenne.

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Marché des changes

- **Le dollar américain sert de valeur refuge dans une conjoncture marquée par l'incertitude entourant le commerce international, le Brexit et l'environnement politique.**
- **Le dollar canadien se porte bien par rapport aux devises du G-10, mais les effets bénéfiques tardent à se faire sentir.**

La vigueur persistante du **dollar américain (USD)**, les tensions commerciales, les tendances au ralentissement de la croissance mondiale et le dénouement possible (ou non) du Brexit joueront vraisemblablement un rôle prépondérant dans les opérations portant sur les principales devises au cours du dernier trimestre de l'année (et peut-être au-delà de cet horizon). Le billet vert est resté plus ferme que nous le prévoyions au début de l'année, faisant montre de résilience malgré la baisse des rendements aux États-Unis et les signes d'essoufflement de l'économie américaine. L'une des principales raisons de cette vigueur est que dans une conjoncture marquée par des conflits commerciaux, le Brexit et l'incertitude géopolitique, le dollar américain a redoré son blason de valeur refuge, ce qui a stimulé la demande pour cette devise.

Selon une analyse du service des Études économiques de la Banque Scotia, l'incertitude a dopé la valeur effective du dollar américain de quelque 11 % par rapport à son niveau d'avant les élections. Compte tenu de la montée du risque politique suscitée par la clameur entourant la procédure de destitution et le lent démarrage du cycle des élections présidentielles, il est possible, voire probable, que l'incertitude continue de peser sur les taux de change pendant un certain temps et qu'elle empêche ou ralentisse le repli du dollar américain que nous prédisions en nous appuyant sur les perspectives fondamentales.

Même à court terme, nous ne voyons pas de risque haussier pour le billet vert, qui fait souvent l'objet d'une demande plus soutenue en fin d'année (surtout en octobre et novembre). L'habituel pic « saisonnier » du dollar américain au quatrième trimestre, provoqué par une hausse de la demande de liquidités dans cette devise, pourrait même être amplifié cette année. En effet, des signes de resserrement des marchés du financement en dollars américains ont récemment été détectés, ce qui a amené la Réserve fédérale à reprendre ses opérations de prise en pension à court terme en vue d'apaiser les pressions sur les liquidités.

Sur le plan des fondamentaux, nous continuons de penser que le dollar américain devrait suivre une tendance baissière à long terme, en raison des déséquilibres structurels de l'économie américaine et du ralentissement de la croissance. Qui plus est, il semble évident que les deux partis politiques craignent les éventuels effets indésirables d'un raffermissement du billet vert. La clé ici, c'est que l'incertitude qui plane sur l'économie mondiale doit se résorber pour que les investisseurs se sentent suffisamment à l'aise de réinjecter du capital ailleurs, ce qui réduirait la prime de risque relative au dollar américain.

Au Royaume-Uni, la question du Brexit se clarifiera vraisemblablement au cours des prochaines semaines, puisque le pays devrait quitter l'UE le 31 octobre. Toutefois, même si le processus tire à sa fin, les modalités de la séparation (et la séparation elle-même) demeurent incertaines. Notre scénario de base demeure un divorce négocié, mais, en tout réalisme, le temps presse pour qu'une entente soit conclue. Une demande de prolongation – prescrite par la loi britannique – devra être faite si aucun progrès n'est réalisé au cours de la réunion du Conseil européen du 17 au 18 octobre. Or, le premier ministre Johnson a maintenu que le Royaume-Uni quitterait bel et bien l'UE le 31 octobre, en plus d'indiquer clairement qu'il s'opposait à une demande de prolongation. Cette position soulève la crainte que le gouvernement outre passe la loi en adoptant des mesures d'urgence et procède à la séparation sans accord préalable.

RENSEIGNEMENTS

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

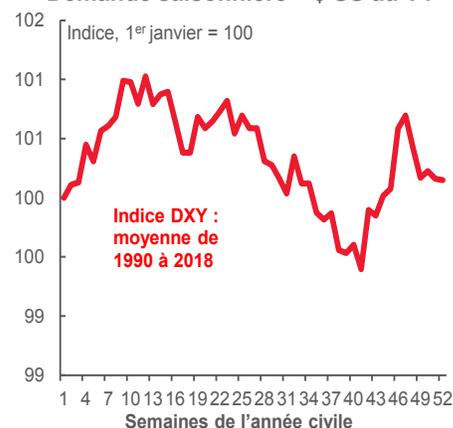
Eduardo Suárez, VP, Études économiques, Amérique latine
 52.55.9179.5174 (Mexique)
 Études économiques de la Banque Scotia
eduardo.suarez@scotiabank.com

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

Juan Manuel Herrera, stratège cambiste,
 416.866.6781
 Stratégie des marchés des changes
juanmanuel.herrera@scotiabank.com

Graphique 1

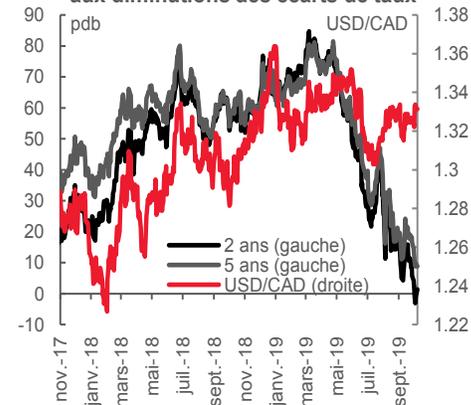
Demande saisonnière – \$ US au T4



Sources : Stratégie RFD, Études économiques de la Banque Scotia, Macrobond.

Graphique 2

USD/CAD : un taux de change insensible aux diminutions des écarts de taux



Sources : Stratégie RFD, Études économiques de la Banque Scotia, Macrobond.

Dans ce contexte, la livre britannique (GBP) risque d'être chancelante au cours des prochaines semaines. En cas de séparation sans accord, elle pourrait plonger de nouveau par rapport au dollar américain et retrouver son plus récent creux, juste sous la barre du 1,20 (au minimum). En cas de prolongation, elle pourrait bondir, mais légèrement, pour s'établir autour de 1,25. Nous sommes d'avis que même si une entente était conclue avant la date butoir, les gains potentiels d'une livre qui nous semble considérablement sous-évaluée pourraient être quelque peu limités. En effet, le Brexit – qu'il soit négocié ou non – risque d'assombrir les perspectives de croissance du PIB et d'incliner la Banque d'Angleterre à maintenir une politique monétaire plus conciliante. En outre, nous croyons qu'une fois le Brexit conclu, le premier ministre Johnson rentrera le plus rapidement possible au pays pour renforcer la position des Conservateurs au parlement. Pour que le PIB connaisse une hausse plus appréciable, il faudra que le Royaume-Uni montre des signes plus convaincants de stabilité économique et politique.

En Europe, la croissance a été ralentie par le Brexit et les tensions commerciales mondiales, qui ont nui aux exportations de l'Allemagne. Compte tenu de la tiédeur de l'activité économique et de la faiblesse de l'inflation, la décision de la Banque centrale européenne de pousser les taux plus loin en territoire négatif et de redémarrer son programme d'achat d'actifs n'a créé aucune surprise. Même si l'écart entre les taux à court terme de la zone euro et des États-Unis continue de s'amenuiser graduellement, le dollar américain continue d'offrir des rendements nominaux et réels supérieurs à ceux de l'euro, un avantage marqué dans la lutte pour attirer des capitaux du monde entier. En outre, la question du Brexit accentue la volatilité de l'euro, et la perspective d'un Brexit sans accord s'ajoute aux forces qui s'exercent contre cette devise. Par contre, advenant une prolongation ou un divorce négocié, il est probable que l'euro s'appréciera un peu.

Le dollar canadien (CAD) est l'une des monnaies les plus fortes du G-10 depuis le début de l'année. Le taux de change USD/CAD est resté stable jusqu'à la fin du troisième trimestre, et il est susceptible de bénéficier d'un soutien accru vers la fin de l'année, le dollar américain ayant tendance à s'apprécier au quatrième trimestre. Le huard n'a pas profité de la fermeté des prix du pétrole ou de la réduction importante de l'écart entre les taux américains et canadiens lors des derniers mois, ce qui fait qu'à nos yeux, il semble un peu sous-évalué par rapport au billet vert. Nous prévoyons que le dollar canadien s'appréciera modestement en 2020, puisque la croissance de l'économie canadienne devrait égaler ou dépasser celle des États-Unis, malgré un léger relâchement de la politique monétaire de la Banque du Canada. L'austérité relative de la politique monétaire du Canada par rapport aux autres pays du G-10 donne à penser que le dollar canadien restera vigoureux, surtout vis-à-vis des dollars australien et néo-zélandais, les taux de référence dans ces deux pays ayant atteint un creux historique, inhabituellement bas par rapport à celui de la Banque du Canada.

Malgré la faiblesse persistante de l'inflation au Japon et l'assombrissement des perspectives de croissance causé par les tensions commerciales à l'échelle mondiale, nous prévoyons que **le yen japonais (JPY)** s'appréciera légèrement face au dollar américain en 2020. Pressés de stimuler l'inflation, les décideurs de la Banque du Japon pourraient néanmoins attendre de connaître les effets de la hausse de la taxe sur la consommation entrée en vigueur le 1^{er} octobre avant d'adopter de nouvelles mesures. Dans tous les cas, la portée de toutes nouvelles mesures d'achat d'actifs à grande échelle risque d'être limitée. À notre avis, la réduction de l'écart entre les taux d'intérêt américains et nippons devrait être propice à une appréciation modeste du yen à long terme, et les larges excédents du compte courant du Japon (bien au-delà 3 % du PIB) serviront de coussinet de sécurité dans les périodes d'incertitude et d'instabilité des marchés.

Les monnaies des pays d'Amérique latine ont suivi la vigueur générale du billet vert au cours des derniers mois, les craintes suscitées par l'économie mondiale et les données meilleures que prévu sur l'économie américaine – même si elles ont déçu récemment – ayant temporairement freiné la politique d'assouplissement monétaire de la Réserve fédérale. À court terme, nous prévoyons que les monnaies des pays d'Amérique latine vont continuer de se déprécier, puisque les banques centrales de la région entament un cycle d'assouplissement monétaire et que les prix des produits de base demeurent faibles. Les risques politiques régionaux et internationaux pourraient aussi peser sur ces monnaies d'ici la fin de l'année et au début de 2020, mais un éventuel relâchement des tensions commerciales au cours de la prochaine année pourrait donner un second souffle aux monnaies de la région.

À l'heure où la confiance des entreprises et des investisseurs est fortement ébranlée, le Mexique a évité de justesse la récession. Le taux d'expansion de l'économie mexicaine est à son niveau le plus bas de la dernière décennie, et les signes de reprise sont ténus. Dans cette conjoncture économique en dégradation, les inquiétudes concernant la viabilité financière de Pemex – pétrolière contrôlée par l'État – pèsent lourdement sur la solvabilité du gouvernement mexicain et continueront de restreindre toute hausse du peso mexicain. En dépit du fait que les États-Unis semblent avoir renoncé à imposer des tarifs douaniers sur les importations mexicaines et malgré la reprise prévue des négociations entre les États-Unis et la Chine, la confiance des investisseurs à l'égard des actifs mexicains – et des actifs des marchés émergents en général – demeure fragile, ce qui s'explique par une croissance anémique et la présence d'une administration peu favorable aux marchés. Nous nous attendons à ce que la Banxico abaisse de nouveau son taux directeur, de 50 pdb, pour le fixer à 7 %. Nous pensons qu'elle maintiendra ce taux jusqu'à la fin de notre horizon prévisionnel, soit le premier trimestre de 2020, puisqu'elle semble vouloir emboîter le pas à la Réserve fédérale.

Le taux de change du réal brésilien (BRL) s'est stabilisé autour de 4,15/4,20. Rappelons qu'après avoir atteint un pic à la mi-juillet, il avait cédé 11 % au dollar américain, plombé par une réduction cumulative de 100 pdb du taux directeur de la *Banco Central do Brasil* et les inquiétudes soulevées par la situation budgétaire du pays. Le réal brésilien sera sensible à l'évolution de la réforme budgétaire, et la reprise des négociations entre les États-Unis et la Chine, les deux principaux partenaires commerciaux du Brésil, pourrait avoir un effet favorable à court terme sur cette devise. Même si nous prévoyons que la banque centrale brésilienne reprendra sa politique de baisse des taux, nous croyons que la politique

monétaire demeurera relativement conciliante et que le taux directeur réel restera sous le seuil de la neutralité dans un avenir prévisible. Pour l'heure, la réforme des régimes de retraite – qui devrait être adoptée vers la fin octobre – a quelque peu apaisé les craintes liées au déficit public. D'autres progrès devront toutefois être réalisés pour que la dette totale, qui correspond à environ 90 % du PIB, et le déficit budgétaire, qui correspond à environ 7 % du PIB, cessent d'inquiéter les investisseurs. En raison de la précarité des finances publiques, nous pensons que le réal brésilien poursuivra sa tendance baissière.

En Amérique latine, l'économie colombienne continue de se démarquer, forte d'une croissance du PIB réel de 3,2 % cette année – ce qui la place bien au-dessus des économies du Mexique et du Brésil (0,2 % et 1,0 % respectivement) et devant celles du Chili et du Pérou (2,7 % et 2,3 % respectivement) – et d'une croissance moyenne prévue de 3,6 % en 2020 et 2021. Grâce à l'accélération de la croissance économique et au maintien du taux d'inflation autour de sa cible, la BanRep fait partie des quelques banques centrales du monde en position de maintenir sa politique monétaire, voire de la resserrer, d'ici la fin de l'année et au cours de la prochaine année. Le peso colombien devrait s'apprécier par rapport au creux historique dans lequel il se trouve face au dollar américain, celui-ci étant en voie de céder une partie de ses gains récents dans un contexte où les écarts entre les taux colombiens, d'une part, et les taux des États-Unis et des autres pays d'Amérique latine, d'autre part, se creusent.

Le sol péruvien (PEN) et le peso chilien (CLP) seront à la merci des prix des produits de base et des résultats des négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine pour l'ensemble de notre horizon prévisionnel. Le peso chilien s'approche de son plus bas niveau en quatre ans, plombé par le recul des prix du cuivre découlant d'une baisse de la demande, en particulier de la Chine. Il pourrait toutefois s'apprécier d'ici la fin de l'année, l'économie du Chili prenant du galon grâce à des mesures de stimulation budgétaire et à une politique monétaire relativement conciliante. Même si la chute des prix du cuivre a exercé des pressions à la baisse sur le sol péruvien, celui-ci s'est négocié dans une fourchette particulièrement étroite, de 3,20 à 3,40 par rapport au dollar américain, depuis le début de 2016; nous prévoyons qu'il se maintiendra dans la partie supérieure de cette fourchette pour l'ensemble de l'horizon prévisionnel, soutenu par une légère hausse des prix du cuivre.

L'évolution des monnaies des marchés émergents asiatiques au quatrième trimestre de 2019 sera largement tributaire des négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine et de la réunion d'octobre du FOMC (*Federal Open Market Committee*). Les deux géants ont fait des compromis, ce qui a suscité l'espoir que la 13^e ronde de ces négociations au sommet se traduira par une percée mineure. Si un accord était conclu, le taux de change du yuan chinois (CNY et CNH) par rapport au dollar américain se fixerait probablement autour de 7,0/6,9. Un tel accord favoriserait vraisemblablement les monnaies des pays exportateurs de la région, comme le won sud-coréen (KRW) et le dollar taïwanais (TWD). Le baht thaïlandais (THB) pourrait fort bien prendre de la valeur lui aussi, mais dans une moindre mesure, puisqu'il a déjà fait des gains plus importants que prévu depuis le début de l'année et que les autorités thaïes craignent que sa vigueur nuise à la compétitivité du pays dans le secteur de l'exportation. Si les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine s'apaisent, l'accroissement des titres d'emprunt à rendement négatif incitera les investisseurs à rechercher les monnaies à rendement élevé de la région. À l'opposé, une rupture des négociations prévues pousserait le taux de change USD/CNY vers les 7.20, avec l'assentiment de la Banque populaire de Chine, ce qui nuirait aux autres monnaies de la région dans un contexte d'une recrudescence de l'aversion au risque.

L'agitation civile à Hong Kong devrait continuer de peser sur le dollar de Hong Kong (HKD). Pour ce qui est du dollar singapourien (SGD), il restera probablement faible, les autorités monétaires de Singapour étant fortement susceptibles d'assouplir leur politique monétaire en intervenant sur les taux de change, leur principal outil, afin de donner du tonus à une demande anémique.

ANNEXE 1

International	2000–18	2018	2019p	2020p	2021p	2000–18	2018	2019p	2020p	2021p
	PIB réel					Prix à la consommation				
	(variation annuelle, en %)					(variation sur 12 mois, fin de l'année, en %)				
Monde (en parité de pouvoir d'achat)	3.9	3.7	2.9	3.1	3.3					
Canada	2.1	1.9	1.6	1.8	1.9	1.9	2.0	2.0	1.9	2.5
États-Unis	2.1	2.9	2.2	1.4	1.8	2.2	2.2	1.9	2.2	2.2
Mexique	2.2	2.0	0.2	1.0	2.0	4.5	4.8	3.4	3.8	3.7
Royaume-Uni	1.9	1.4	1.1	1.2	1.6	2.1	2.1	1.8	2.0	2.1
Zone euro	1.4	1.9	1.0	1.1	1.3	1.7	1.5	1.2	1.3	1.5
Allemagne	1.4	1.5	0.5	0.8	1.2	1.5	1.6	1.3	1.4	1.6
France	1.4	1.7	1.3	1.3	1.4	1.4	1.6	1.3	1.4	1.5
Chine	9.1	6.6	6.1	6.0	5.8	2.3	1.8	3.0	2.3	2.5
Inde	7.1	7.4	5.8	6.7	7.4	6.5	2.1	3.7	4.5	5.0
Japon	0.9	0.8	0.8	0.5	1.2	0.1	0.3	1.5	0.6	0.8
Corée du sud	3.9	2.7	1.9	2.3	2.5	2.5	1.3	0.6	1.6	2.1
Australie	2.9	2.8	1.8	2.4	2.5	2.7	1.8	1.6	1.9	2.1
Thaïlande	4.1	4.1	2.4	2.1	2.7	1.7	0.4	0.7	1.3	1.8
Brésil	2.4	1.1	1.0	1.8	2.1	6.4	3.8	3.9	4.6	4.1
Colombie	3.8	2.6	3.2	3.6	3.6	5.0	3.2	3.7	3.2	3.1
Pérou	4.9	4.0	2.3	3.0	3.5	2.7	2.2	2.0	2.0	2.3
Chili	3.9	4.0	2.7	3.2	3.0	3.2	2.6	3.1	2.6	3.0
Produits de base										
	(moyenne annuelle)									
Pétrole WTI (\$ US/baril)	62	65	57	55	62					
Pétrole Brent (\$ US/baril)	65	72	64	59	65					
Escompte* du WCS par rapport au WTI (USD/baril)	-17	-26	-13	-19	-24					
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	4.74	3.07	2.61	2.64	2.75					
Cuivre (\$ US/lb)	2.41	2.96	2.70	2.75	3.00					
Zinc (\$ US/lb)	0.87	1.33	1.15	1.08	1.05					
Nickel (\$ US/lb)	7.06	5.95	6.50	7.50	8.00					
Aluminium (\$US/livre)	0.87	0.96	0.90	0.90	0.90					
Minerai de fer (\$US/tonne)	101	70	90	72	65					
Charbon métallurgique (\$US/tonne)	135	206	184	150	150					
Or, à Londres en après-midi (\$ US/once)	910	1,268	1,400	1,550	1,475					
Argent, à Londres en après-midi (\$ US/once)	14.85	15.71	16.50	18.75	17.75					
* Moyenne 2008-18.										
Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Statistique Canada, BEA, BLS, FMI, Bloomberg.										

ANNEXE 2

Amérique du Nord	2000–18	2018	2019p	2020p	2021p	2000–18	2018	2019p	2020p	2021p
	Canada (var. annuelle en %, sauf indication contraire)□					États-Unis (var. annuelle en %, sauf indication contraire)				
PIB réel	2.1	1.9	1.6	1.8	1.9	2.1	2.9	2.2	1.4	1.8
Dépenses de consommation	2.9	2.1	1.7	1.8	1.9	2.4	3.0	2.5	2.0	2.0
Investissement dans le secteur résidentiel	3.4	-1.5	-1.7	3.1	2.5	-0.3	-1.5	-2.6	0.1	1.6
Investissements des entreprises*	2.2	2.2	-2.3	3.0	2.3	3.2	6.4	2.6	1.1	2.3
Gouvernement	2.2	3.0	1.6	1.7	1.6	1.1	1.7	2.3	1.7	1.6
Exportations	1.4	3.2	2.7	2.4	2.3	3.7	3.0	0.0	1.2	2.1
Importations	3.0	2.9	0.9	2.4	2.4	3.8	4.4	2.0	2.9	2.8
PIB nominal	4.2	3.6	3.2	3.8	4.3	4.1	5.4	4.0	3.1	3.7
Indice implicite du PIB	2.1	1.7	1.6	1.9	2.4	2.0	2.4	1.7	1.6	1.9
Indice des prix à la consommation	1.9	2.3	1.9	2.0	2.2	2.2	2.4	1.8	2.2	2.2
IPC hors aliments et énergie	1.6	1.9	2.2	2.1	2.0	2.0	2.1	2.1	2.2	2.1
Bénéfices des sociétés avant impôts	0.0	0.5	1.7	3.4	2.0	4.9	3.4	-0.2	2.7	1.8
Emploi	1.4	1.3	2.1	1.0	1.0	0.8	1.7	1.5	1.0	1.0
Taux de chômage (en %)	7.0	5.8	5.7	5.9	5.9	6.0	3.9	3.8	4.0	4.2
Solde des paiements courants (en G\$ CA, US)	-20.8	-58.5	-35.9	-28.6	-24.5	-500	-491	-582	-661	-723
Balance commerciale (en G\$ CA, US)	20.6	-22.0	-10.6	-8.5	-8.2	-691	-887	-901	-987	-1,064
Solde budgétaire fédéral (EF, en G\$ CA, US)	-4.4	-19.0	-14.0	-19.8	-14.1	-552	-779	-1,008	-1,034	-1,097
pourcentage du PIB	-0.3	-0.9	-0.6	-0.8	-0.6	-3.7	-3.8	-4.7	-4.7	-4.8
Mises en chantier (en milliers)	201	213	210	206	202	1.26	1.25	1.24	1.26	1.26
Ventes de véhicules motorisés (en milliers)	1,694	1,983	1,940	1,915	1,915	15.7	17.2	17.0	17.0	17.1
Production industrielle	1.0	3.1	0.9	2.1	1.8	0.9	4.0	1.0	1.5	1.9
Mexique (variation annuelle, en %)										
PIB réel	2.2	2.0	0.2	1.0	2.0					
Indice des prix à la consommation (fin d'année)	4.5	4.8	3.4	3.8	3.7					
Solde des paiements courants (en G\$ US)	-14.6	-22.0	-16.3	-20.0	-25.6					
Balance commerciale (en G\$ US)	-7.7	-13.6	-7.0	-15.1	-17.3					

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	2019		2020				2021			
	T3e	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Canada										
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	1.5	1.2	2.0	2.0	1.4	1.6	2.0	2.1	2.0	1.9
PIB réel (variation annuelle en %)	1.5	1.7	2.1	1.7	1.6	1.7	1.8	1.8	2.0	2.0
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	1.9	2.0	2.1	1.9	1.9	1.9	2.0	2.1	2.2	2.5
Moyenne des nouveaux indices de référence (évolution sur un an, en %)	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.1	2.1	2.1	2.2	2.2
États-Unis										
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	1.8	1.1	1.3	1.3	1.5	1.8	1.9	1.9	2.0	2.0
PIB réel (variation annuelle en %)	2.0	2.0	1.6	1.4	1.3	1.5	1.6	1.7	1.9	1.9
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	1.8	1.9	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
IPC hors aliments et énergie (évolution sur un an, en %)	2.1	2.1	2.1	2.2	2.2	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1
Déflateur des DCM de base (évolution en % sur un an)	1.6	1.8	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	2.0	2.0

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

ANNEXE 3

Taux des banques centrales	2019		2020				2021			
	T3	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Amérique	(en %, à la fin de la période)									
Banque du Canada	1.75	1.50	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25
Réserve fédérale américaine (limite supérieure)	2.00	1.75	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
Banque du Mexique	7.75	7.50	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00
Banque centrale du Brésil	5.50	5.50	5.50	5.50	6.00	6.50	6.75	6.75	6.75	6.75
Banque de la République de Colombie	4.25	4.25	4.25	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
Banque centrale de réserve du Pérou	2.50	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.50	2.50	2.50	2.50
Banque centrale du Chili	2.00	1.75	1.75	1.75	1.75	2.00	2.25	2.50	2.75	3.00
Europe										
Taux OPR de la Banque centrale européenne	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Taux de dépôt de la Banque centrale européenne	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
Banque d'Angleterre	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
Asie/Océanie										
Banque centrale d'Australie	1.00	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
Banque de Japon	-0.10	-0.15	-0.15	-0.15	-0.15	-0.15	-0.15	-0.15	-0.15	-0.15
Banque populaire de Chine*	4.35	4.10	4.05	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
Banque de réserve de l'Inde	5.40	4.90	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	5.00	5.25	5.50
Banque de Corée	1.50	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.50	1.50
Banque de Thaïlande	1.50	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.50	1.50
Devises et taux d'intérêt										
Amérique	(à la fin de la période)									
Dollar canadien (USD/CAD)	1.32	1.30	1.28	1.28	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25
Dollar canadien (CAD/USD)	0.76	0.77	0.78	0.78	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80
Peso mexicain (USD/MXN)	19.73	20.83	21.08	20.93	21.04	21.36	21.47	21.28	21.34	21.65
Real brésilien (USD/BRL)	4.16	4.18	4.08	4.11	4.07	4.18	4.21	4.24	4.27	4.30
Peso colombien (USD/COP)	3,478	3,310	3,295	3,280	3,265	3,250	3,233	3,215	3,198	3,180
Sol - Pérou (USD/PEN)	3.37	3.35	3.40	3.38	3.43	3.42	3.37	3.38	3.34	3.35
Peso chilien (USD/CLP)	729	690	670	660	650	640	635	635	635	635
Europe										
Euro (EUR/USD)	1.09	1.10	1.12	1.15	1.19	1.20	1.20	1.20	1.22	1.22
Livre sterling (GBP/USD)	1.23	1.22	1.25	1.30	1.32	1.36	1.38	1.38	1.40	1.40
Asie/Océanie										
Yen - Japon (USD/JPY)	108	108	107	107	105	105	103	103	102	102
Dollar australien (AUD/USD)	0.68	0.68	0.69	0.70	0.71	0.72	0.72	0.72	0.74	0.74
Yuan - Chine (USD/CNY)	7.15	6.90	6.80	6.80	6.70	6.70	6.60	6.60	6.50	6.50
Roupie - Inde (USD/INR)	70.9	68.0	67.0	67.0	66.0	66.0	65.0	65.0	64.0	64.0
Won - Corée du sud (USD/KRW)	1,196	1,180	1,160	1,160	1,140	1,140	1,120	1,120	1,100	1,100
Baht - Thaïlande (USD/THB)	30.6	31.0	30.5	30.5	30.0	30.0	29.5	29.5	29.0	29.0
Canada (rendements, %)										
Bon du Trésor à 3 mois	1.65	1.40	1.20	1.20	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.30
Obligation du Canada à 2 ans	1.58	1.30	1.20	1.25	1.30	1.30	1.35	1.40	1.45	1.50
Obligation du Canada à 5 ans	1.40	1.25	1.25	1.30	1.35	1.40	1.45	1.50	1.55	1.60
Obligation du Canada à 10 ans	1.36	1.30	1.40	1.50	1.55	1.60	1.65	1.70	1.75	1.80
Obligation du Canada à 30 ans	1.53	1.45	1.55	1.65	1.75	1.80	1.85	1.90	1.95	2.00
États-Unis (rendements, %)										
Bon du Trésor à 3 mois	1.85	1.60	1.35	1.35	1.35	1.35	1.35	1.35	1.35	1.40
Obligation du Trésor à 2 ans	1.62	1.40	1.45	1.50	1.50	1.60	1.65	1.70	1.70	1.75
Obligation du Trésor à 5 ans	1.55	1.35	1.45	1.60	1.70	1.80	1.80	1.85	1.85	1.90
Obligation du Trésor à 10 ans	1.67	1.50	1.60	1.70	1.85	2.00	2.05	2.10	2.10	2.15
Obligation du Trésor à 30 ans	2.11	2.05	2.10	2.20	2.35	2.50	2.60	2.70	2.75	2.80

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

* Le taux directeur des prêts à 1 an sera remplacé par le taux de base des prêts à 1 an à compter du premier trimestre de 2020.

ANNEXE 4

Les provinces	(variation annuelle en %, sauf indication contraire)										
	CA	NL	PE	NS	NB	QC	ON	MB	SK	AB	BC
PIB réel											
2000–18	2.1	2.4	1.8	1.3	1.2	1.8	2.0	2.3	2.0	2.8	2.7
2018e	1.9	-2.7	2.6	1.2	0.1	2.5	2.3	1.3	1.6	2.3	2.4
2019p	1.6	2.0	2.1	1.3	0.6	2.4	1.7	1.4	1.3	0.5	2.2
2020p	1.8	0.6	1.9	1.3	0.8	1.6	1.7	1.5	1.5	2.4	2.8
2021p	1.9	0.8	1.8	1.1	0.7	1.6	1.6	1.5	1.7	2.7	2.4
PIB nominal											
2000–18	4.3	5.6	4.2	3.3	3.4	3.7	3.9	4.4	5.4	5.9	4.7
2018e	3.6	0.5	4.6	3.2	1.9	4.2	3.5	3.1	3.8	4.5	4.4
2019p	3.2	3.5	4.1	3.0	2.2	3.7	3.3	3.4	3.4	1.9	4.4
2020p	3.8	2.9	3.9	3.2	2.4	3.3	3.4	3.3	3.8	4.5	5.4
2021p	4.3	3.7	3.8	2.8	2.1	3.6	3.9	3.3	4.5	5.7	5.1
Emploi											
2000–18	1.4	0.6	1.1	0.6	0.4	1.3	1.3	1.0	1.1	2.2	1.5
2018	1.3	0.5	3.0	1.5	0.3	0.9	1.6	0.6	0.4	1.9	1.1
2019p	2.1	1.1	1.8	2.2	0.6	1.6	2.6	1.2	1.7	0.8	3.0
2020p	1.0	0.0	0.8	0.3	0.2	0.8	1.2	0.6	0.7	1.0	1.5
2021p	1.0	-0.1	0.6	0.1	0.2	0.8	1.0	0.6	0.6	1.2	1.3
Taux de chômage (%)											
2000–18	7.1	14.3	11.1	8.8	9.5	7.9	7.0	5.1	5.0	5.3	6.5
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	12.1	8.9	6.8	8.1	5.2	5.6	5.4	5.4	6.8	4.6
2020p	5.9	12.1	9.0	6.8	8.1	5.4	5.8	5.5	5.5	6.9	4.8
2021p	5.9	12.0	9.1	6.9	8.0	5.5	5.8	5.6	5.4	6.8	4.9
Mises en chantier de logements (en milliers d'unités)											
2000–18	200	2.5	0.8	4.3	3.4	44	72	5.2	5.2	34	29
2018	213	1.1	1.1	4.8	2.3	47	79	7.4	3.6	26	41
2019p	210	0.9	1.1	4.6	2.8	49	71	6.8	2.5	27	44
2020p	206	1.3	1.1	4.2	2.4	46	76	6.0	3.3	30	37
2021p	202	1.1	1.0	4.2	2.4	44	78	6.0	3.7	31	32
Ventes de véhicules automobiles (en milliers d'unités)											
2000–18	1,674	29	6	48	38	415	646	48	45	217	182
2018	1,984	28	8	51	38	449	853	67	47	226	217
2019p	1,935	31	9	51	39	448	810	60	49	223	215
2020p	1,915	26	7	50	38	435	805	58	50	227	219
2021p	1,915	26	7	47	36	435	805	58	51	231	219
Soldes budgétaires, exercice terminé le 31 mars (en M\$ CA)											
2018	-18,961	-911	1	230	67	2,622	-3,672	-695	-303	-8,023	301
2019e	-14,000	-522	14	120	5	2,500	-7,435	-470	-268	-6,711	1,535
2020p*	-19,800	-575	2	31	38	0	-10,252	-360	26	-7,912	179

* Le solde budgétaire de T.-N.-L. en 2020 ne tient pas compte d'une hausse ponctuelle des revenus découlant de l'incidence de l'Accord atlantique. 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.

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.