

Les marchés et les économistes

- **La croissance mondiale est de toute évidence à bout de souffle. On s’y attendait depuis longtemps. Or, il ne faut pas confondre les signes d’un ralentissement de la croissance et ceux d’un cycle qui vit ses derniers jours.**
- **Les banques centrales qui ont commencé à durcir leurs taux resteront fidèles à ce parcours cette année.**

Le recul des marchés boursiers (graphique 1) et les mouvements dans certains tronçons de la courbe des rendements dans les derniers mois laissent entendre qu’il y a un découplage évident entre les perspectives économiques selon l’évaluation qu’en font les marchés et les prévisions des économistes. Les économistes, dont nous sommes, prédisent depuis longtemps un ralentissement par rapport aux vigoureux taux de croissance enregistrés en 2017-2018. Dans quelques pays, les banques centrales ont modifié les paramètres de leur politique pour tenir fidèlement compte de ce scénario. Il n’est donc guère étonnant que la croissance soit appelée à se ralentir cette année et que nous en entrevoyions aujourd’hui les signes. Nous prévoyons aujourd’hui que la croissance mondiale se ralentira pour passer d’un rythme de 3,7 % en 2018 à une cadence de 3,5 % en 2019. Or, l’évolution des marchés boursiers durant l’automne, de concert avec les mouvements dans la courbe des rendements, laisse entendre qu’il faut prévoir un ralentissement nettement plus marqué, et même, éventuellement, une récession dans certains pays. Le découplage est évident. Soit les résultats de la croissance seront décevants par rapport au consensus des économistes, soit les marchés adapteront leurs attentes pour tenir compte des meilleurs résultats économiques.

Qui a raison? Dans l’ensemble, les indicateurs du Canada et des États-Unis et des indicateurs isolés au Royaume-Uni et en Europe laissent entendre que l’économie va toujours bon train. La croissance de l’emploi étonne à la hausse : elle a même été spectaculaire au Canada et aux États-Unis dans les deux derniers mois de 2018. Les indicateurs de l’humeur économique, qu’il s’agisse des enquêtes de l’ISM ou d’autres baromètres, se sont détériorés; or, ils permettent toujours généralement de croire que les économies sont en croissance. Notre propre modèle des probabilités de récession pour le Canada, qui tient compte de toutes sortes de variables économiques et financières, laisse entendre que le risque de récession reste très faible.

Comme on le dit aujourd’hui couramment, les cycles de croissance ne meurent pas de vieillesse. Des facteurs précis doivent déclencher un ralentissement prononcé ou une récession. Dans les grandes puissances économiques, ces facteurs correspondent traditionnellement aux chocs des cours pétroliers et à un trop grand tour de vis des banques centrales. C’est en partie la raison pour laquelle les marchés ont été si attentifs à l’évolution de la politique de la Fed dans les derniers mois : la Fed entraînera-t-elle, dans son durcissement monétaire, l’économie dans une récession, comme l’ont fait auparavant les banques centrales? À notre avis, cette éventualité est extrêmement improbable, puisqu’aux États-Unis, les taux directeurs réels sont à peine supérieurs à zéro et qu’ils sont toujours négatifs au Canada. Comme le fait observer Derek Holt dans la section [Marchés des capitaux](#), pour déclencher une récession, les taux devraient être nettement supérieurs à nos prévisions pour la Fed ou la BdC.

Le déclencheur le plus probable d’un recul substantiel de la croissance mondiale est toujours, à notre avis, une escalade de la guerre commerciale entre la Chine et les États-Unis. Nous avons cru pendant longtemps que le conflit était davantage appelé à s’apaiser plutôt qu’à s’envenimer; or, l’an dernier, il est devenu évident que les marchés ont fini par s’inquiéter des conséquences de cette querelle commerciale et qu’ils redoutaient la suite. Une escalade du conflit commercial pourrait imposer des coûts substantiels aux pays en cause, ainsi qu’au reste du monde. Si cette éventualité devait se produire, la menace qu’elle

RENSEIGNEMENTS

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

SOMMAIRE

Tour d’horizon	1–2
Canada	3–6
Les provinces	7–9
États-Unis	10–14
La politique monétaire et les marchés financiers aux États-Unis et au Canada	15–22
Mexique	23–25
Amérique latine	26–33
Royaume-Uni	34
Zone euro	35
Asie-Pacifique	36–43
Produits de base	44–48
Marché des changes	49–50
Tableaux des prévisions sommaires	A1–A3

Graphique 1

Rendement des marchés boursiers



brandit sur le marché serait validée *a posteriori*. À l'heure actuelle, tout porte à croire plus sérieusement que le conflit s'apaisera, ou à tout le moins qu'il cessera de s'envenimer. Les diplomates américains et chinois se sont réunis en Chine, et les discussions semblent bien se dérouler, à en croire les propos du président Trump.

Lorsque ce conflit entre la Chine et les États-Unis s'apaisera, le plus grand risque qui pèse sur les perspectives mondiales se dissipera lui aussi, à notre avis. L'incertitude culmine au T4 de 2018 et au T1 de 2019; toutefois, d'autres risques resteront prépondérants dans les premiers mois de 2019, par exemple le feuilleton du Brexit. À notre avis, la conjoncture du risque s'améliorera au premier trimestre lorsque la certitude se précisera dans les relations entre la Chine et les États-Unis et que les marchés finiront par comprendre que le président de la Fed, Jerome Powell, ne coulera pas l'économie. Dans cette conjoncture, la force et la résilience sous-jacentes de l'économie mondiale deviendront plus évidentes, et les banques centrales qui avaient commencé à durcir leurs taux recommenceront probablement à le faire.

Tableau 1

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

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

Canada

LÉTHARGIE PASSAGÈRE

- La croissance se fonde sur un socle beaucoup plus solide que ce que supposent les marchés. Elle continuera de graviter autour de son potentiel jusqu'en 2020. Le risque de récession est très faible.
- Le très vif rebond du cours du pétrole canadien depuis la fin de l'automne, de concert avec les cours mondiaux du pétrole, qui se rétablissent rapidement de leurs creux de la veille de Noël, laisse entendre que l'impact de la baisse des cours du pétrole pourrait ne pas être aussi important qu'on le craignait.
- Puisque l'inflation, selon ses baromètres sous-jacents, est de l'ordre de 2 %, la Banque du Canada restera fidèle à son parcours de normalisation de la politique monétaire, puisque jusqu'à maintenant, les hausses de taux d'intérêt n'ont pas produit les incidences démesurées tant redoutées.

L'économie canadienne repose toujours sur un socle solide et est loin d'être au bord du précipice, comme on pourrait le supposer d'après l'évolution des marchés financiers dans les dernières semaines. Bien que l'on ait raison de s'inquiéter du fléchissement mondial des cours boursiers et de la baisse parallèle des cours pétroliers, les indicateurs économiques canadiens (et américains) restent généralement bien orientés. Les fondamentaux sont toujours aussi sains, et la croissance devrait évoluer légèrement en deçà de 2 % cette année, ce qui correspond assez bien au potentiel de l'économie. Les baromètres sous-jacents de l'inflation continuent de graviter autour de la cible de 2 % de la Banque du Canada. Pour maintenir l'inflation sur cette cible, le gouverneur Poloz devra graduellement dénouer les autres mesures de relance monétaires en ramenant les taux à leur niveau neutre de 2,75 % d'ici le T1 de 2020.

LE CHOIX ENTRE DEUX POINTS DE VUE

Le recul généralisé des marchés et les poussées de volatilité depuis l'automne, l'effondrement des cours du pétrole, l'évolution du Brexit et les faits nouveaux liés à Donald Trump ont capté l'attention des médias ces dernières semaines. Ces facteurs pèsent bien entendu sur la confiance et l'humeur des marchés, en plus d'amener certains observateurs à se demander pendant encore combien de temps durera la croissance mondiale. Sommes-nous sur le point de connaître un ralentissement majeur de la croissance, comme on peut le supposer d'après certains indicateurs financiers, ou entrons-nous simplement dans une période de ralentissement de la croissance, qui reste toujours bien orientée? Nous sommes partisans du dernier point de vue et croyons que les marchés ont surréagi à des changements plutôt mineurs dans les perspectives. Le revirement constaté sur les marchés boursiers dans les dernières semaines cadre avec ce point de vue, tout comme les résultats de notre modèle de probabilités de récession pour le Canada, qui fait appel à l'information économique et financière pour quantifier le risque.

Du point de vue canadien, on fait grand cas de la baisse fulgurante des cours du pétrole et du creusement du différentiel de prix versé pour le pétrole canadien l'an dernier.

Comme l'indique la Banque du Canada, la baisse de 20-30 dollars US des cours pétroliers internationaux représente un choc commercial brutal pour le Canada en raison du volume de pétrole que nous produisons. En outre, les lacunes de la capacité d'emport et la fermeture de raffineries aux États-Unis ont fait plonger le prix payé pour le Western Canadian Select à près de 15 \$ en novembre, alors que le prix du bitume a été négatif pour un temps. Depuis, ces raffineries ont été remises en service, les cours pétroliers internationaux ont brusquement rebondi (graphique 1), et le gouvernement de l'Alberta a obligé les sociétés pétrolières à réduire

RENSEIGNEMENTS

Jean-François Perrault, PVP et économiste en chef

416.866.4214

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

Marc Desormeaux, économiste, Provinces

416.866.4733

 Études économiques de la Banque Scotia
marc.desormeaux@scotiabank.com

Juan Manuel Herrera, économiste

416.866.6781

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

René Lalonde, premier directeur, Recherche

416.862.3174

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

Nikita Perevalov, économiste principal

416.866.4205

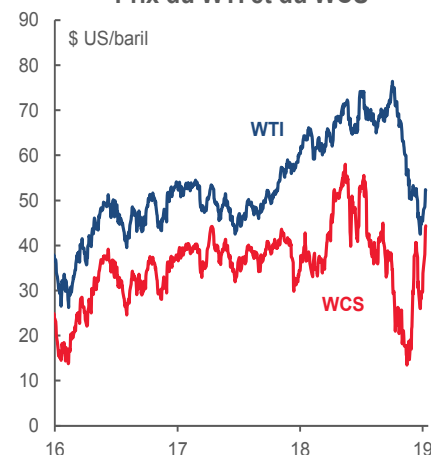
 Études économiques de la Banque Scotia
nikita.perevalov@scotiabank.com

Canada	2017	2018e	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	3,0	2,1	1,8	2,0
IPC (% sur un an, fp)	1,8	2,0	1,7	2,2
Taux directeur banque centrale (% fp)	1,00	1,75	2,50	2,75
Dollar canadien (CAD-USD, fp)	0,80	0,73	0,79	0,81

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1

Prix du WTI et du WCS



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

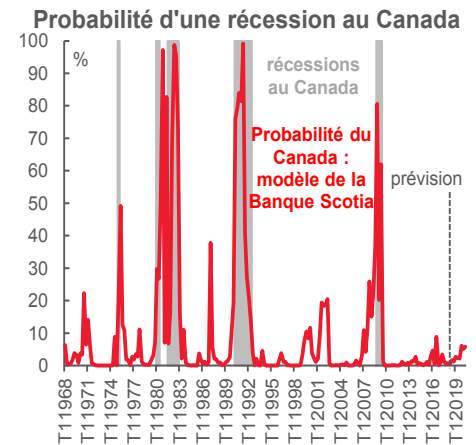
leur production de 9 % pour tenir compte de la capacité d'import limitée et pour drainer les stocks. Bien que le contingent de production décrété par le gouvernement réduira sans aucun doute la production dans le secteur pétrolier et le PIB réel, le prix du Western Canadian Select a largement rattrapé le terrain cédé et se situe généralement au-delà des niveaux relevés en 2016-2017. **Cette constatation laisse entendre que l'impact de la baisse des cours du pétrole n'est peut-être pas aussi brutal pour le Canada que ce que croit la Banque du Canada.** Ceci dit, le plongeon des cours du pétrole depuis l'été 2018 et les contingents de production dans le secteur pétrolier auront un effet déprimant sur la croissance au T4 de 2018 et au T1 de 2019, lorsque ces contingents atteindront leur point culminant. Puisque ces contingents sont temporaires et qu'ils seront abaissés lorsque la capacité de transport ferroviaire augmentera, nous croyons qu'essentiellement, l'impact de la conjoncture du marché pétrolier aura une incidence temporaire sur la croissance.

Un deuxième motif de préoccupation a trait à l'impact de la baisse des marchés boursiers sur la confiance et les dépenses des Canadiens. Le recul de l'ordre de 10 % de l'indice composé S&P/TSX est un choc qui réduit la richesse canadienne, ce qui vient ensuite diminuer les dépenses de consommation. L'importance de cet impact dépend de deux facteurs : l'ampleur du recul de la richesse et sa longévité. Puisque nous croyons que les marchés ont surréagi aux statistiques économiques et à la conjoncture politique, nous supposons que la richesse financière augmentera pour atteindre graduellement des niveaux qui cadrent mieux avec les fondamentaux économiques sous-jacents. Le relèvement des indices boursiers dans les deux dernières semaines est le signe qui confirme que cette évolution est déjà en train de se dérouler. Cette constatation laisse entendre que l'impact du recul n'est pas aussi important que certains le redoutaient. En outre, l'incidence de la richesse financière sur les dépenses est nettement moindre au Canada qu'aux États-Unis. Le graphique 3, dérivé de notre modèle macroéconomique, le démontre clairement.

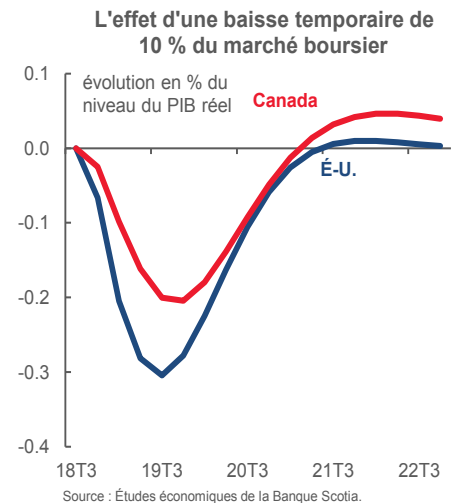
Bien que ces facteurs nous obligent à élarger nos prévisions à la baisse à 1,8 % en 2019 et à les relever à 2,0 % en 2020, il est essentiel de noter que ces taux de croissance correspondent à peu près aux taux de la croissance potentielle. Le léger repli de la croissance par rapport au rythme de 2,1 % observé en 2018 ne représente pas une détérioration importante des perspectives et correspond à des fondamentaux qui sont toujours généralement bien orientés :

- la politique monétaire reste très conciliante, puisque le taux directeur réel est toujours négatif et que les taux nominaux sont nettement inférieurs à la fourchette des taux neutres estimatifs de 2,5 % à 3,5 % de la Banque du Canada;
- les mesures de relance démographiques, dites de « croissance démographique », progressent comme jamais depuis presque 10 ans en raison de l'accroissement de l'immigration (graphique 4);
- la croissance de l'emploi est toujours aussi solide et s'est accélérée en 2018, ce qui a fait monter les traitements et les salaires de près de 3 % au T3 de 2018, soit la période la plus récente pour laquelle nous disposons de statistiques. Cette progression viendra réduire l'impact de la baisse de la richesse sur les dépenses de consommation, même si les ventes au détail se sont fortement repliées en octobre 2018, mois le plus récent pour lequel nous disposons de statistiques. Les ventes de voitures se replient elles aussi, même si ce repli se déroule par rapport à des niveaux extrêmement élevés;
- les bilans des ménages canadiens restent relativement sains. Le ratio de la dette par rapport à la valeur nette se situe à peu près au même niveau que celui de 2007 (graphique 5). Bien que la charge de la dette évolue de concert avec la hausse des taux d'intérêt, cette progression est graduelle et on ne peut guère croire, jusqu'à maintenant, qu'elle entraîne des difficultés généralisées pour les ménages. La proportion de l'arrangement des prêts hypothécaires est proche de creux statistiques et est nettement inférieure aux niveaux constatés avant que s'amorce l'augmentation des taux d'intérêt;
- dans l'industrie manufacturière, les commandes réelles non exécutées augmentent de 8 % sur un an (graphique 6), tandis que les commandes non exécutées en proportion des livraisons se situent à leur plus haut depuis deux ans.

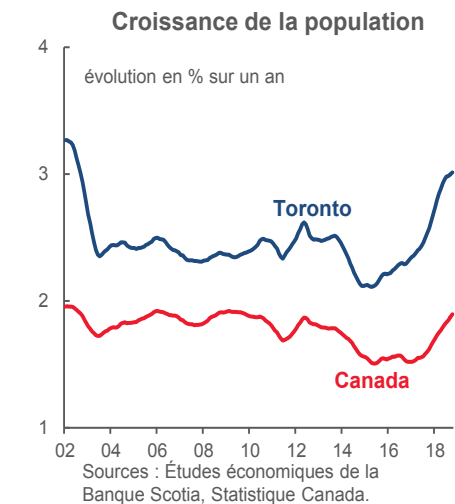
Graphique 2



Graphique 3



Graphique 4



On relève toutefois une léthargie dans certains secteurs :

- **comme nous l'avons mentionné, la conjoncture du secteur pétrolier pèse actuellement sur la croissance**, ce qui se répercutera sur la progression des exportations : la croissance des exportations non pétrolières a déçu dans le dernier semestre de 2018. Les contraintes de capacité dans les industries exportatrices constituent probablement un facteur qui sous-tend cette évolution, malgré le ralentissement généralisé du commerce mondial cette année;
- **le secteur du logement s'est ralenti par rapport à l'an dernier : les ventes et les mises en chantier reculent par rapport à 2017**. Toutefois, la construction résidentielle reste vigoureuse dans la plus grande partie du Canada. Le rythme des ventes et des gains de prix s'est essentiellement stabilisé après une timide reprise pendant la période estivale, ce qui a coïncidé avec l'accélération de la croissance économique et des taux d'intérêt toujours faibles et ce qui s'est enchaîné avec une première et forte réaction au durcissement des règles hypothécaires entrées en vigueur le 1^{er} janvier 2019. Nous continuons de nous attendre à ce que le marché du logement canadien connaisse une période de stabilité relative des prix en 2019, malgré certaines variations régionales. À l'échelle nationale, les mises en chantier de logements devraient se ralentir par rapport à 213 000 logements en 2018 et s'établir à une moyenne légèrement supérieure à 200 000 logements en 2019-2020, soit environ 10 % de moins que le pic de la construction de 2017. Cette évolution se matérialisera par une baisse de l'investissement résidentiel par rapport à 2018.
- **De même, il est évident que l'investissement des entreprises se modère, après avoir inscrit un rythme fulgurant au début de 2018**. Le deuxième semestre de 2018 a été marqué par des niveaux extrêmes d'incertitude. Allait-on renégocier l'ALÉNA? La guerre commerciale des États-Unis avec la Chine allait-elle dérapage? Les marchés télégraphiaient-ils un risque de récession? Ces facteurs ont probablement déprimé l'investissement des entreprises à la fin de l'an dernier, et nous croyons qu'ils continueront d'asphyxier l'investissement dans les premiers mois de 2019, puisque l'incertitude restera exacerbée. Or, les contraintes de capacité sont importantes, et les commandes non exécutées s'accumulent. Les entreprises devront soit accroître le rythme de l'embauche sur un marché du travail extrêmement tendu, soit enrichir leurs immobilisations pour répondre à cette demande.

Les pressions qui s'exercent sur la capacité de production du Canada restent considérables, même si les indicateurs traditionnels de la capacité comme l'écart de production laissent entendre qu'elle gravite autour de zéro. Ces pressions sont absolument évidentes sur le

Graphique 5



Graphique 6

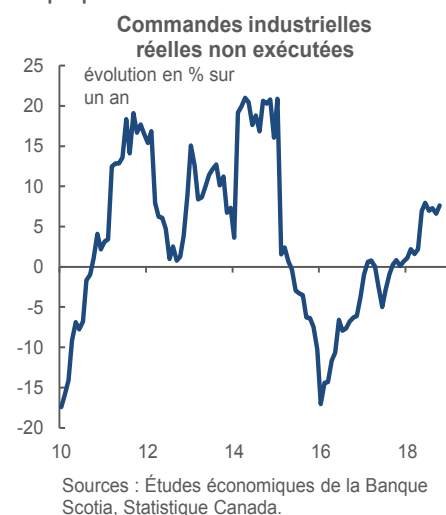


Tableau 1

Prévisions canadiennes trimestrielles	2018		2019				2020			
	T3	T4e	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Économique										
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	2,0	1,7	0,9	2,4	2,2	1,9	2,2	2,0	1,5	1,5
PIB réel (variation annuelle en %)	2,1	2,1	1,9	1,8	1,8	1,9	2,2	2,0	1,9	1,8
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	2,7	2,0	1,8	1,5	1,6	1,7	1,9	2,1	2,2	2,2
Moyenne des nouveaux indices de référence (évolution sur un an, en %)	2,0	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Financier										
Dollar canadien (USD/CAD)	1,29	1,36	1,32	1,30	1,27	1,27	1,25	1,25	1,23	1,23
Dollar canadien (CAD/USD)	0,77	0,73	0,76	0,77	0,79	0,79	0,80	0,80	0,81	0,81
Taux à un jour de la Banque du Canada (%)	1,50	1,75	1,75	2,00	2,25	2,50	2,75	2,75	2,75	2,75
Bon du Trésor à 3 mois (%)	1,58	1,65	1,80	2,05	2,30	2,55	2,80	2,80	2,80	2,80
Obligation du Canada à 2 ans (%)	2,21	1,86	2,00	2,20	2,45	2,65	2,85	2,85	2,85	2,85
Obligation du Canada à 5 ans (%)	2,34	1,89	2,10	2,30	2,55	2,75	2,95	2,95	2,95	2,95
Obligation du Canada à 10 ans (%)	2,43	1,97	2,20	2,35	2,60	2,80	3,00	3,00	3,00	3,00
Obligation du Canada à 30 ans (%)	2,42	2,18	2,35	2,50	2,75	2,90	3,10	3,10	3,10	3,10

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

marché du travail : les postes à pourvoir atteignent un sommet sans précédent de 550 000, ce qui représente une augmentation de près de 40 % sur les deux dernières années. **Les pénuries de main-d'œuvre font peser une contrainte aiguë sur l'activité des entreprises**, et alors qu'il s'agit d'un frein pour la croissance, elles rendent compte du rythme élevé de l'activité économique canadienne. L'énigme porte toujours sur les salaires, puisque la pression qui s'exerce sur les traitements reste en quelque sorte timide. On n'en connaît toujours pas clairement les raisons; toutefois, il y a lieu de croire que les travailleurs rémunérés à l'heure, et donc probablement moins fidèles à leur employeur, récoltent les avantages de la vigueur de la demande de main-d'œuvre, puisque leurs salaires progressent, même en tenant compte de la hausse des salaires minimums l'an dernier. Dans l'industrie, les taux d'utilisation de la capacité sont nettement supérieurs à la moyenne post-récessionniste, même s'ils sont toujours inférieurs aux moyennes statistiques.

L'inflation reste bien orientée au Canada. Son évolution cadre toujours avec les prévisions de notre modèle macroéconométrique. Les baromètres sous-jacents de l'inflation s'inscrivent, à toutes fins utiles, dans la fourchette des 2 % de la BdC (le chiffre réel s'établit à 1,9 %) et devraient rester dans cette fourchette sur notre horizon prévisionnel, puisque la BdC durcit graduellement les taux pour garder l'inflation sur sa cible. Il y a bien entendu un risque que les pressions inflationnistes s'apaisent à la longue, si les pressions sur les salaires s'atténuent ou que la croissance déçoit; or, nous ne nous attendons ni à l'un ni à l'autre de ces résultats au moment d'écrire ces lignes.

Tableau 2

Canada	2000-17	2017	2018e	2019p	2020p
(variation annuelle en %, sauf indication contraire)					
PIB réel	2,1	3,0	2,1	1,8	2,0
Dépenses de consommation	2,9	3,5	2,2	1,9	1,8
Investissement dans le secteur résidentiel	3,6	2,4	-1,1	-0,4	0,9
Investissements des entreprises	2,2	2,2	4,8	1,1	6,2
Gouvernement	2,2	2,7	3,0	1,5	1,6
Exportations	1,3	1,1	3,1	2,5	2,4
Importations	3,0	4,2	3,2	1,0	3,1
PIB nominal	4,3	5,6	4,1	3,4	4,3
Indice implicite du PIB	2,1	2,6	2,0	1,6	2,3
Indice des prix à la consommation (IPC)	1,9	1,6	2,3	1,7	2,1
IPC de base (IPCX)	1,6	1,6	1,9	1,9	2,0
Bénéfices des sociétés avant impôts	0,0	20,1	5,0	6,1	2,1
Emploi	1,4	1,9	1,3	1,1	0,7
Taux de chômage (en %)	7,1	6,3	5,8	5,7	5,9
Solde des paiements courants (en G\$ CA)	-19,4	-60,1	-58,6	-55,8	-56,5
Balance commerciale (en G\$ CA)	22,3	-24,6	-22,0	-24,3	-28,5
Solde budgétaire fédéral (en G\$ CA)	-3,6	-17,8	-19,0	-18,1	-19,6
pourcentage du PIB	-0,2	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8
Mises en chantier (en milliers)	200	220	213	202	200
Ventes de véhicules motorisés (en milliers)	1 678	2 034	1 984	1 930	1 900
Production industrielle	0,0	4,9	2,4	-0,7	2,3
Pétrole WTI (\$ US/baril)	62	51	65	58	62
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	4,83	3,02	3,07	3,25	3,25

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

Les perspectives comportent bien des risques. **Puisque nous nous rapprochons de la fin du cycle économique, ces risques sont bien entendu davantage orientés à la baisse qu'à la hausse.** Le risque négatif prépondérant est toujours l'escalade de la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine. Les signes actuels laissent poindre la détente que nous avons adoptée comme hypothèse il y a longtemps sous cet angle; or, comme pour tout ce qui a trait au président Trump, il y a toujours des risques que tout s'emballe. Nous entrevoyons un regain de la volatilité du fait des interventions de l'administration Trump, lorsque le président réagira à ses perspectives de réélection et aux enquêtes de la Chambre des représentants sur ses affaires personnelles et professionnelles. La réaction du président à ces faits nouveaux pourrait créer de l'incertitude et provoquer la volatilité des marchés financiers, en plus d'entraîner éventuellement des répercussions sur les États-Unis et sur les autres pays. **Les risques ne sont pas expressément orientés à la baisse.** Il se peut très bien que l'impact estimé des cours du pétrole sur notre économie soit surévalué ou même que les cours du pétrole prolongent leur séquence haussière exceptionnelle des deux dernières semaines. Il se peut aussi que nous sous-estimions le rythme de l'accroissement de la population et ses conséquences économiques. Enfin, il se peut que l'investissement des entreprises se relève plus brusquement que ce que nous supposons lorsque l'ensemble des facteurs à l'origine de l'incertitude s'estomperont dans les premiers mois de la nouvelle année.

Les provinces

- Nous prévoyons toujours une modération de la croissance dans la plupart des provinces en 2019-2020 : la Colombie-Britannique continue de s'inscrire en tête grâce à d'importants chantiers, et la baisse des prévisions sur l'Alberta pour 2019 représente la révision la plus importante.
- Quelques provinces s'attendent à ce qu'en milieu d'année, leur solde budgétaire s'améliore pour l'EF19 et adoptent une politique budgétaire plus stimulante; or, la léthargie des cours du pétrole et la querelle chronique de la taxe sur le carbone compliquent les plans de réduction des déficits budgétaires.

LE CONTINGEMENT DE LA PRODUCTION PÉTROLIÈRE PÈSERA SUR LA CROISSANCE

En Alberta, les contingents imposés aux grands producteurs de pétrole par le gouvernement de cette province pour réduire le différentiel record dans les cours du pétrole lourd constituent le changement le plus important depuis nos *Perspectives mondiales d'octobre*. La hausse des cours du pétrole lourd par rapport à l'indice repère WTI devrait alléger le carnet des livraisons constitué sur fond de rabais béant; or, ces contingents pèseront sur la production du secteur pétrogazier. Nous avons donc réduit de un point, à 1,5 %, nos prévisions de croissance de l'Alberta pour 2019. La province devrait n'apporter que 0,2 point à la croissance nationale en 2019, ce qui est nettement inférieur au coup de pouce de 0,7 point de l'an dernier et à la moyenne de 0,9 point pour la période de 2010-2014 (graphique 1).

Dans la plupart des autres provinces, nos perspectives sont toujours caractérisées par le ralentissement généralisé de la croissance économique jusqu'en 2020; les principaux facteurs sont essentiellement intacts. Nous nous attendons à une baisse des dépenses des ménages dans la plupart des régions, puisque les consommateurs seront davantage sur leurs gardes à cause du ralentissement des gains de l'emploi et de la hausse des taux d'intérêt. Nous continuons aussi de prévoir des gains plus modestes à l'exportation, lorsque la croissance de l'économie américaine reprendra un rythme plus durable. Le centre du Canada devrait porter le fardeau de cet effet, étant donné sa forte part des livraisons destinées au marché américain, surtout en 2020, puisque la croissance de l'économie américaine se ralentira plus substantiellement.

Quelques provinces résisteront probablement à la tendance de ce ralentissement de la croissance. La Colombie-Britannique devrait être favorisée par le chantier de 40 milliards de dollars CA de LNG Canada. La création d'emplois en plus grand nombre et les grands chantiers plus stables sous-tendent le relèvement du profil de croissance prévisionnel de la Saskatchewan pour 2019-2020. Terre-Neuve-et-Labrador devrait profiter du relèvement de la production pétrolière et des travaux consacrés à l'agrandissement d'une plateforme de forage en mer.

Le bond des dépenses de machinerie et d'équipement (ME), qui a contribué aux gains réalisés en début d'année dans plusieurs provinces, s'essouffle comme prévu.

L'investissement réel dans la ME a reculé au Québec au T3 de 2018, ainsi qu'en Ontario et partout ailleurs au Canada au T2 de 2018 (graphique 2), ce qui s'explique par le déclin des taux d'utilisation de la capacité dans l'ensemble du pays. Il faut toujours répondre, d'un océan à l'autre, à des impératifs d'agrandissement des usines et de modernisation de l'équipement; or, nous nous attendons à un nouveau ralentissement des dépenses de ME cette année, puisque beaucoup d'entreprises semblent avoir déjà atteint leurs limites de capacité.

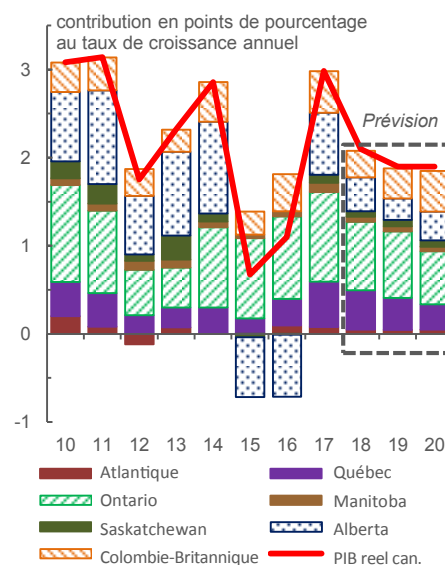
Les pénuries de main-d'œuvre se généralisent et s'intensifient. Le nombre d'emplois à pourvoir a suivi une tendance à la hausse au début de l'année dans le centre du Canada et, dans une moindre mesure, en Colombie-Britannique et en Alberta; toutefois, l'Enquête sur les postes vacants et les salaires de Statistique Canada fait depuis état de hausses substantielles dans les provinces de l'Atlantique et dans les Prairies (graphique 3, page 2). Le quasi-plein-emploi a tendance à faire monter les salaires; pourtant, le déséquilibre des compétences limite aussi la capacité de croissance des entreprises. La hausse de la cible nationale d'immigration jusqu'en 2021 devrait permettre d'alléger ces pressions, de concert avec un processus

RENSEIGNEMENTS

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

Graphique 1

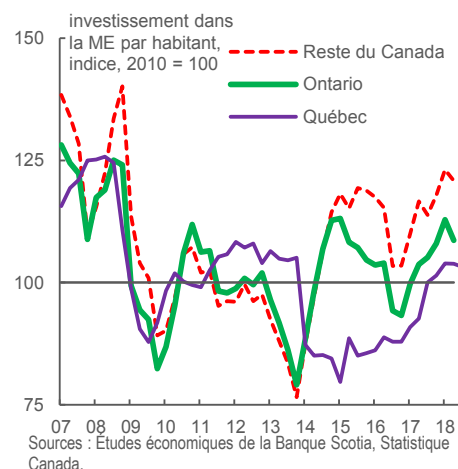
Contribution des provinces à la croissance du Canada



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

Graphique 2

Les dépenses de ME plafonnent



rigoureux de sélection des nouveaux arrivants et des programmes régionaux sur mesure. Nous continuons de surveiller la situation au Québec, mais nous doutons du bien-fondé de réduire de plus de 20 % le nombre des nouveaux arrivants admis en 2019 par rapport à l'an dernier, à la lumière du ralentissement de la croissance de la population et du marché du travail extrêmement tendu.

L'accroissement des mesures vitrioliques du protectionnisme mondial est une autre grande menace qui plane sur les perspectives économiques des provinces. La possibilité d'une guerre commerciale sino-américaine pourrait paralyser les gains à l'exportation d'un océan à l'autre, qu'il s'agisse des provinces de l'Atlantique et du centre, qui ont des liens étroits avec le marché américain, ou de la Colombie-Britannique, dont une part importante des livraisons est destinée à l'Asie. En outre, les sanctions tarifaires américaines sont toujours en vigueur sur les importations d'acier et d'aluminium. Or, nous restons optimistes et croyons que les esprits se calmeront dans un cas comme dans l'autre. L'Accord de partenariat transpacifique global et progressiste (PTPGP), qui entre également en vigueur cette année, donne accès à de nouveaux marchés en Amérique du Sud et sur la côte du Pacifique, régions qui ne sont généralement pas bien servies par les exportateurs canadiens (graphique 4).

LE BOND DES RECETTES, LES COURS DU PÉTROLE ET LA QUERELLE DE LA TAXE SUR LE CARBONE MODIFIENT LE PAYSAGE BUDGÉTAIRE

La conjoncture économique et les révisions comptables sous-tendent l'amélioration des projections des soldes budgétaires pour l'exercice financier 2018-2019 (EF19) dans certaines provinces (graphique 5). En raison des redressements au titre des exercices financiers précédents, dans la foulée de la mise à jour des données sur les déclarations de revenus, du relèvement des prévisions de croissance ou de ces deux facteurs à la fois, les recettes budgétaires devraient être supérieures aux attentes dans la plupart des régions. Le Québec prévoit de mieux garnir ses coffres pendant l'EF21 grâce à des méthodes actualisées de prévision financière. La Nouvelle-Écosse et la Saskatchewan constituent des exceptions, puisque leur profil de fiscalité des revenus régressera dans l'EF19. Même s'ils ne sont pas permanents, ces faits nouveaux, qui constituent de bonnes nouvelles pour les recettes budgétaires, sont appelés à devenir plus difficiles à l'approche de la fin du cycle économique.

Dynamisées par l'amélioration de leurs résultats budgétaires, certaines provinces voudront relancer l'investissement des entreprises et offrir un répit aux ménages. En reprenant les mesures fédérales et en réaction à la réforme fiscale américaine, le Québec autorise l'amortissement complet de certaines dépenses jusqu'en 2024, en offrant une nouvelle aide fiscale aux personnes âgées et aux familles. L'Ontario emboîtera aussi le pas avec la politique fédérale dans l'amortissement des dépenses consacrées aux nouveaux actifs amortissables et a lancé un crédit d'impôt pour les contribuables à faible revenu. L'Île-du-Prince-Édouard relèvera son crédit personnel de base (CPB) au-delà de l'allègement déjà offert et réduira les impôts sur la petite entreprise et les nouveaux investissements en immobilisations en 2019. Le Nouveau-Brunswick prévoit d'éliminer son impôt sur la petite entreprise et les droits qu'il prélève sur les propriétés secondaires. En outre, nous croyons que dans son prochain budget, la Colombie-Britannique sera plus attentive aux coûts et aux frais, puisque ce gouvernement vise désormais à améliorer l'accessibilité des prix.

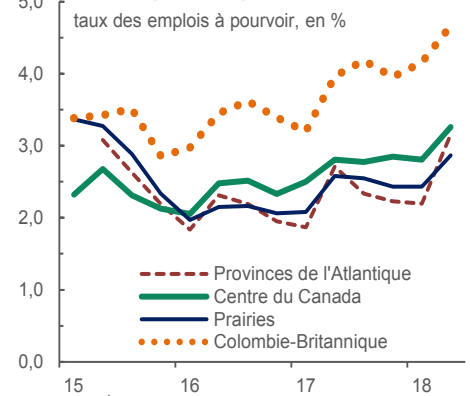
En Alberta, les mouvements des cours du pétrole comportent un risque pour les plans de réduction de la dette et du déficit. Les cours du brut léger — dont l'augmentation est responsable des révisions à la hausse des prévisions de redevances sur les ressources non renouvelables — sont orientés à la baisse. Le ralentissement de l'activité économique en raison du contingentement de la production pétrolière pourrait freiner l'embauche et les bénéfices des entreprises et, par extension, les recettes fiscales. En tenant compte des coûteux wagons ferroviaires achetés pour réduire le rabais correspondant à l'écart entre le pétrole léger et le pétrole lourd et des mesures de rigueur budgétaire prévues à partir de l'EF20, il n'y a plus guère de marge de manœuvre dans l'éventualité d'un effondrement des recettes budgétaires.

Les autres provinces qui produisent plus de pétrole qu'elles n'en importent sont mieux protégées contre le mauvais sort qui s'acharne actuellement sur les cours du pétrole dans l'Ouest canadien. Le socle économique de la Saskatchewan, moins tributaire de la production du pétrole lourd, a l'avantage d'être diversifié parmi différents secteurs de ressources. Le plan directeur budgétaire de Terre-Neuve-et-Labrador s'en remet à une maîtrise encore plus rigoureuse des dépenses; or, son pétrole a l'avantage d'avoir accès au transport maritime.

L'opposition exprimée contre la taxe fédérale sur le carbone — qui devrait entrer en vigueur cette année — explique aussi la révision des plans directeurs budgétaires. L'Ontario renonce à 1,5 G\$ CA en recettes pour l'EF19 en mettant fin à son régime de plafonnement et d'échange; le

Graphique 3

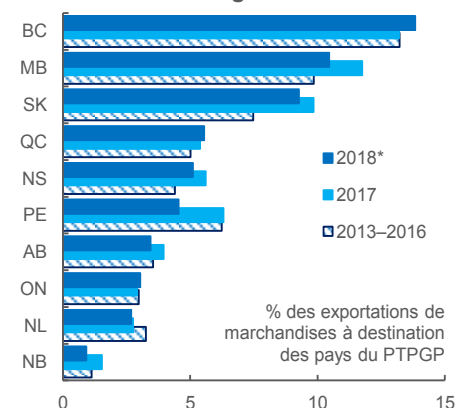
Les marchés provinciaux du travail de plus en plus tendus



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Statistique Canada, Enquête sur les postes vacants et les salaires.

Graphique 4

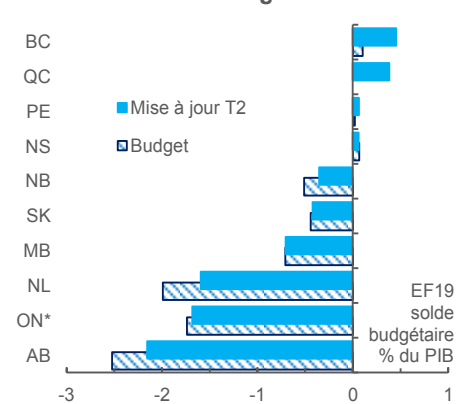
Nouvelles perspectives commerciales grâce au PTPGP



* Janv.-oct. Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Industrie Canada.

Graphique 5

Redressement budgétaire accéléré



*Projection budgétaire redressée pour tenir compte des changements comptables apportés par la Commission d'enquête financière indépendante de la province. Sources : Études économiques de la Banque Scotia, documents budgétaires.

contrecoup budgétaire est atténué par l'annulation des dépenses correspondantes; le gouvernement ontarien incitera plutôt le secteur privé à investir dans la technologie propre. Le Manitoba a annulé la taxe sur le carbone qu'il proposait d'adopter; toutefois, il a renoncé à la hausse du crédit personnel de base prévue pour l'année d'imposition 2019 afin de compenser les recettes perdues. Le Nouveau-Brunswick a rejeté le plan fédéral dans le cadre des efforts qu'il consacre à réduire le coût de la vie, ce qui sera compensé par une baisse des dépenses d'infrastructures pour atteindre l'équilibre budgétaire d'ici 2020. La Saskatchewan continue de résister à la tarification du carbone au motif que cette mesure empêchera d'adopter des technologies moins polluantes; elle a donc fixé des cibles d'émission propres à certains secteurs.

Le gouvernement fédéral offre de nouvelles mesures d'aide pour promouvoir la compétitivité des entreprises de concert avec sa décision générale d'accélérer le rythme auquel les entreprises peuvent amortir leurs investissements dans les immobilisations. Il affectera 800 millions de dollars CA de plus que ce qu'il avait attribué auparavant sur les cinq prochains exercices financiers au *Fonds stratégique pour l'innovation* afin de relancer la recherche-développement et d'attirer de nouveaux investissements. La nouvelle *Stratégie de diversification des exportations* — qui prévoit un investissement de 1,1 G\$ CA durant les EF19-24 — a pour objectif de rehausser, de 50 % d'ici 2025, les exportations du Canada à l'étranger. Ces mesures apporteront une certaine aide dans le développement du secteur de la technologie de concert avec les initiatives déjà lancées dans certaines provinces. Elles seront en outre complétées par un financement fédéral de 230 millions de dollars CA pour les supergrappes de l'intelligence artificielle et des industries de pointe et de 153 millions de dollars CA pour chacune des supergrappes des industries des protéines, de l'économie océanique et des technologies numériques dans les dix prochaines années.

Tableau 1

Les provinces	(variation annuelle en %, sauf indication contraire)										
	CA	NL	PE	NS	NB	QC	ON	MB	SK	AB	BC
PIB réel											
2000–17	2,1	2,4	1,8	1,3	1,2	1,8	2,0	2,3	2,0	2,8	2,7
2017	3,0	0,9	3,5	1,5	1,8	2,8	2,8	3,2	2,2	4,4	3,8
2018e	2,1	-0,5	2,0	1,2	1,1	2,3	2,1	1,8	1,5	2,3	2,4
2019p	1,8	1,5	1,6	1,0	0,9	1,8	1,9	1,8	1,8	1,5	2,6
2020p	2,0	0,7	1,1	0,9	0,9	1,6	1,6	1,5	1,8	2,4	3,5
PIB nominal											
2000–17	4,3	5,6	4,2	3,3	3,4	3,7	3,9	4,4	5,4	5,9	4,7
2017	5,6	4,3	4,8	2,9	4,3	5,0	4,1	5,4	4,8	10,0	6,9
2018e	4,1	2,9	3,9	3,1	2,8	4,4	3,5	3,6	3,9	5,0	4,8
2019p	3,5	3,8	3,6	2,8	2,6	3,4	3,4	3,7	3,8	2,9	4,8
2020p	4,2	3,9	3,0	2,8	2,5	3,7	3,7	3,5	4,4	5,2	6,0
Emploi											
2000–17	1,4	0,6	1,1	0,6	0,4	1,3	1,3	1,0	1,1	2,2	1,5
2017	1,9	-3,7	3,1	0,6	0,4	2,2	1,8	1,7	-0,2	1,0	3,7
2018	1,3	0,5	3,0	1,5	0,3	0,9	1,6	0,6	0,4	1,9	1,1
2019p	1,1	0,1	1,1	0,3	0,2	0,9	1,3	0,6	0,8	1,0	1,2
2020p	0,7	0,0	0,7	0,2	0,2	0,6	0,7	0,6	0,6	1,0	1,0
Taux de chômage (%)											
2000–17	7,1	14,3	11,1	8,8	9,5	7,9	7,0	5,1	5,0	5,3	6,5
2017	6,3	14,8	9,8	8,4	8,1	6,1	6,0	5,4	6,3	7,8	5,1
2018	5,8	13,8	9,4	7,6	8,0	5,5	5,6	6,0	6,1	6,6	4,7
2019p	5,7	13,5	9,4	7,6	7,9	5,4	5,4	5,9	6,0	6,6	4,7
2020p	5,9	13,4	9,5	7,6	7,9	5,6	5,5	5,9	6,0	6,7	4,7
Mises en chantier de logements (en milliers d'unités)											
2000–17	200	2,5	0,8	4,3	3,4	44	72	5,2	5,2	34	29
2017	220	1,4	0,9	4,0	2,3	46	79	7,5	4,9	29	44
2018	213	1,1	1,1	4,8	2,3	47	79	7,4	3,6	26	41
2019p	202	1,4	0,8	3,9	2,0	42	74	6,1	4,6	30	38
2020p	200	1,4	0,8	3,8	2,0	41	72	6,1	5,0	31	37
Ventes de véhicules automobiles (en milliers d'unités)											
2000–17	1 657	29	6	48	38	413	635	47	45	216	180
2017	2 041	33	9	59	42	453	847	62	56	245	235
2018	1 984	28	8	51	38	449	853	67	47	226	217
2019p	1 930	30	8	48	35	430	826	60	48	220	225
2020p	1 900	30	8	47	34	420	810	55	48	215	233
Soldes budgétaires, exercice terminé le 31 mars (en M\$ CA)											
2017	-19 000	-1 148	-1	151	-117	2 361	-991	-764	-1 218	-10 784	2 737
2018e	-18 100	-911	75	230	67	2 622	-3 700	-695	-303	-8 023	301
2019p	-18 100	-547	4	27	-131	1 650	-14 544	-518	-348	-7 512	1 350

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

États-Unis

L'ÉCONOMIE : IRRÉPROCHABLE

- La plupart des économistes l'avaient largement prévu : l'effet du coup de pouce temporaire apporté par la *Tax Cuts and Jobs Act* (TCJA) et par l'augmentation des dépenses du gouvernement fédéral a commencé à se dissiper, et la croissance de l'économie américaine s'est ralentie pour tomber en deçà de son potentiel en 2019-2020.
- Les erreurs non provoquées de Washington, notamment le spectre qui plane de plus en plus haut sur le commerce, la paralysie des services de l'État et la valse à la direction du pouvoir exécutif, ont multiplié les incertitudes et expliqué le redressement chaotique des cours qui s'est produit pendant des semaines sur les marchés des actifs, mais qui devrait entraîner d'autres dégâts limités pour la consommation, l'investissement et la croissance.
- En juillet, les États-Unis s'attendaient à pulvériser un record pour la plus longue séquence de croissance dans les annales. Le risque qu'une récession se produise dans les deux prochaines années reste faible.

RALENTISSEMENT AU RENDEZ-VOUS EN 2019

Après deux trimestres de croissance exceptionnelle, qui s'expliquent par le programme de relance budgétaire adopté par la Maison-Blanche au début de 2018, l'économie américaine est revenue sur terre comme prévu, après avoir atteint un zénith. Bien que l'on s'attende à ce que la croissance soit proche de 3 % en glissement trimestriel et en chiffres annualisés et désaisonnalisés au T4, nous croyons que l'activité continuera de se ralentir en 2019 et en 2020, lorsque l'impact des réformes fiscales et du programme de dépenses de 2018 sur la croissance s'atténuera.

Malgré la récente correction des marchés boursiers, nos prévisions pour les États-Unis n'ont guère changé par rapport au dernier trimestre : nous continuons de projeter la croissance du PIB à 2,4 % en 2019 et un plongeon du PIB un peu en deçà du potentiel de 1,9 % des États-Unis à 1,7 % en 2020, en raison du ralentissement graduel de la croissance trimestrielle (tableau 1).

- Selon le [Modèle macroéconomique mondial des Études économiques de la Banque Scotia](#), la conjoncture ternie des marchés boursiers devrait se prolonger substantiellement pour écorner considérablement nos prévisions sur la croissance américaine.
- En outre, nous avons abaissé nos prévisions sur l'économie américaine en raison de l'incertitude commerciale qui règne depuis le milieu de 2018. Puisque la correction des marchés boursiers semble avoir été déclenchée par les craintes d'une escalade dans l'épreuve de force commerciale entre la Chine et les États-Unis, l'effondrement du marché boursier valide, à nos yeux, nos prévisions, sans laisser entendre que l'économie sera plus léthargique.

Bien que nous nous attendions toujours à trois hausses de 25 points de base du taux directeur de la Fed en 2019, en laissant la limite supérieure de la fourchette cible des fonds de la Fed au pic cyclique de 3,25 % au T4 de 2019 (cf. l'article [Politique monétaire et marchés des capitaux](#)), le durcissement des conditions financières et la modération de la croissance mondiale nous ont amenés à décaler la première hausse au T2 de 2019, alors que nous nous attendions à ce qu'elle intervienne au T1 de 2019 dans notre [mise à jour](#) des prévisions mensuelles de décembre 2018.

En l'absence de chocs retentissants des politiques officielles, nous n'entrevoyons pas de récession à l'horizon dans notre prévision de base : l'écart de production de l'économie américaine devrait se combler sur l'horizon prévisionnel, et la croissance devrait plonger en deçà du niveau correspondant à la croissance potentielle du PIB.

- D'après les données existantes, les probabilités d'une récession américaine dans les 12 prochains mois ne se sont que légèrement accentuées dans le modèle des probabilités de récession de la Fed de New York (graphique 1).

RENSEIGNEMENTS

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

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

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

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

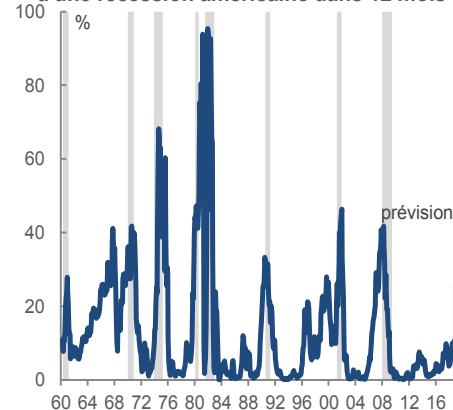
Nikita Perevalov, économiste principal
 416.866.4205
 Études économiques de la Banque Scotia
nikita.perevalov@scotiabank.com

États-Unis	2017	2018e	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	2,2	2,9	2,4	1,7
IPC (% sur un an, fp)	2,1	2,0	2,1	2,3
Taux directeur banque centrale (% fp)	1,50	2,50	3,25	3,25
Dollar canadien (USD-CAD, fp)	1,26	1,36	1,27	1,23

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1

Écart sur les bons du Trésor : probabilité d'une récession américaine dans 12 mois



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, FRBNY. Zones en grisé : périodes de récession

LES PRÉVISIONS REPOSENT SUR L'ÉQUILIBRE DES RISQUES DES POLITIQUES OFFICIELLES

Nos prévisions pour un ralentissement graduel de l'économie américaine reposent sur trois grandes évaluations.

- Premièrement, nous ne nous attendons pas à ce que l'épreuve de force commerciale des États-Unis avec la Chine s'intensifie davantage, puisqu'elle imposerait des coûts énormes aux consommateurs et aux entreprises américains en prévision des élections présidentielles américaines de 2020.
- Deuxièmement, l'impasse budgétaire actuelle et la paralysie des bureaux de l'État seront probablement réglées plus rapidement que ce que laisse entendre le discours actuel de Washington : même si auparavant, la fermeture des bureaux de l'État avait causé des dégâts limités pour la croissance, la suspension des services gouvernementaux antagonise les électeurs et impose des difficultés aux employés fédéraux. Les mesures d'incitation s'alignent pour laisser entrevoir un compromis qui permettra de sauver l'honneur, et il y a, de part et d'autre, un large éventail de moyens pour revendiquer une victoire.
- Enfin, dans la mesure où, pour reprendre les termes du président de la Réserve fédérale américaine, Jerome Powell, les marchés financiers ont pris « une nette avance sur les données », nous nous attendons à ce que leur volatilité s'apaise de concert avec les perspectives toujours aussi vigoureuses de l'économie américaine en l'absence d'autres chocs provoqués par les politiques officielles.

Dans les pages qui suivent, nous faisons état des évaluations qui étayent ces perspectives de l'économie américaine en chiffres réels.

LES FONDAMENTAUX SONT TOUJOURS GÉNÉRALEMENT SOLIDES

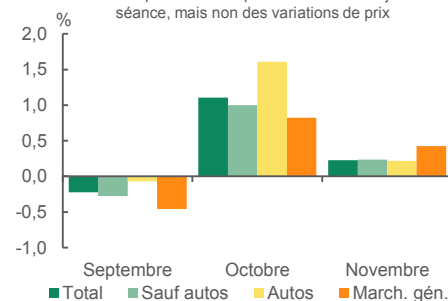
Les grands indicateurs de l'économie américaine affichent certaines faiblesses; or, dans l'ensemble, les données récentes révèlent la résilience sous-jacente de cette extension de la croissance en fin de cycle (tableau 3), comme l'indique le vaste ensemble de statistiques qui viennent expliquer la plupart des grandes surprises dans les indices et les modèles d'actualisation du PIB. Bien que les indicateurs rétrospectifs soient relativement solides (la production industrielle a gagné près de 4 % par rapport à il y a un an en novembre, et les biens durables ont inscrit une forte croissance) — certains indicateurs prospectifs ont été plus contrastés.

- L'indice manufacturier PMI a accusé un recul de 5,2 points en décembre en raison de la léthargie des nouvelles commandes, ce qui explique le pire recul de l'indice global sur un mois depuis 2008.

L'inflation des dépenses de consommation des ménages (DCM) a été légèrement inférieure à la cible de 2 % de la Réserve fédérale, grâce aux solides gains de l'emploi, au creux historique du taux de chômage et à la demande excédentaire de l'économie, ainsi qu'à la progression des salaires, qui

Graphique 2
Évolution en pourcentage des ventes au détail et des ventes de services d'alimentation par rapport au mois précédent

Données corrigées des variations saisonnières et des différences pour tenir compte des fêtes et des jours de séance, mais non des variations de prix



Sources : Études économiques de la Banque Scotia; Census Bureau des États-Unis : Advanced Monthly Retail Trade Survey, 14 décembre 2018.

Prévisions trimestrielles pour les États-Unis	2018		2019				2020			
	T3	T4e	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Économique										
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	3,4	2,7	2,1	1,8	1,8	1,7	1,7	1,7	1,6	1,7
PIB réel (variation annuelle en %)	3,0	3,1	3,1	2,5	2,1	1,9	1,8	1,7	1,7	1,7
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	2,6	2,0	1,6	1,6	1,7	2,1	2,3	2,3	2,3	2,3
Indice de référence (variation annuelle en %)	2,2	2,1	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Déflateur des DCM de base (variation annuelle en %)	2,0	1,9	2,0	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Financier										
Euro (EUR/USD)	1,16	1,15	1,17	1,22	1,26	1,30	1,30	1,30	1,32	1,32
Livre sterling (GBP/USD)	1,30	1,28	1,32	1,35	1,37	1,40	1,42	1,42	1,45	1,45
Yen - Japon (USD/JPY)	114	110	110	110	108	108	107	107	105	105
Fed Funds Rate (limite supérieure, %)	2,25	2,50	2,50	2,75	3,00	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25
Bon du Trésor à 3 mois (%)	2,20	2,36	2,40	2,65	2,90	3,15	3,15	3,15	3,15	3,15
Obligation du Trésor à 2 ans (%)	2,82	2,49	2,75	2,90	3,10	3,30	3,30	3,30	3,30	3,30
Obligation du Trésor à 5 ans (%)	2,95	2,51	2,80	3,00	3,20	3,35	3,35	3,35	3,40	3,45
Obligation du Trésor à 10 ans (%)	3,06	2,68	2,90	3,10	3,30	3,40	3,45	3,45	3,50	3,55
Obligation du Trésor à 30 ans (%)	3,21	3,01	3,10	3,25	3,50	3,50	3,60	3,60	3,65	3,65

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

dépassent les hausses de prix. Ces augmentations de salaire se transposent directement dans une hausse des revenus et un accroissement de la confiance des consommateurs, qui expliquent ensemble l'augmentation des ventes au détail au T4 en prévision de la période des fêtes (graphique 2), grâce à l'expansion du crédit à la consommation après des années d'assainissement des bilans des ménages et de réduction du fardeau de l'endettement (graphique 3). Bien que notre parcours de taux pour la Fed soit appelé à accroître la charge de la dette des ménages, la croissance nominale de plus de 4 % du revenu disponible devrait permettre de s'assurer que la progression de la consommation reste vigoureuse, même si elle se modère.

L'INVESTISSEMENT ET L'ACTIVITÉ MANUFACTURIÈRE SE RALENTISSENT MALGRÉ LES BAISSSES D'IMPÔTS DES SOCIÉTÉS

En dépit des importantes mesures budgétaires adoptées pour aider le secteur des entreprises, par exemple la baisse des taux d'imposition des sociétés adoptée dans la TCJA de 2017, les dépenses d'investissement des entreprises ont été relativement discrètes, comme nous nous y attendions. Après un pic de la croissance dans le premier semestre de 2018, qui s'explique en partie par l'essor du secteur pétrogazier et par les baisses d'impôts, la croissance de l'investissement des entreprises s'est modérée au T3 de 2018.

- L'investissement dans la construction non résidentielle a baissé contre toute attente au T3 de 2018, alors que les dépenses consacrées à la machinerie et à l'équipement se sont modérées (graphique 4), même si dans la plupart des secteurs de l'activité manufacturière, l'utilisation de la capacité a monté au-delà de sa moyenne dans la période qui a suivi la crise financière mondiale. (Cf. les industries manufacturières sélectionnées dans le graphique 5.)
- Toujours est-il qu'en 2018, les ventes de véhicules automobiles ont apporté une bonne nouvelle : essentiellement grâce à la demande des entreprises, les ventes de ces biens, à prix unitaire élevé, sont restées vigoureuses. Les solides ventes de voitures en décembre ont fini l'année 2018 à 17,2 millions de véhicules vendus, ce qui représente la troisième année en importance dans les annales.

Dans l'ensemble, la réaction discrète de l'investissement des entreprises aux mesures de relance fiscales peut s'expliquer par : i) la part relativement modeste des bénéfices réalisés à l'étranger et rapatriés aux États-Unis (plus de 500 G\$ pour les trois premiers trimestres de 2018, contre les 3 000 G\$ engrangés à l'étranger selon les estimations; cf. le graphique 6); ii) la préférence exprimée pour les rachats d'actions en faisant appel aux fonds supplémentaires rapatriés : entre le T1 et le T3 de 2018, les entreprises du S&P 500 y ont consacré plus de 500 G\$; et iii) l'incertitude causée par les mesures commerciales officielles erratiques de l'administration américaine, ce qui explique que les entreprises craignent d'engager des fonds dans l'expansion de leur capacité aux États-Unis, surtout celles qui dépendent du commerce international (comme les multinationales).

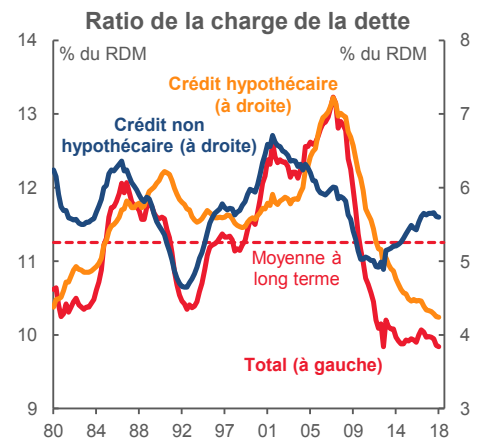
À terme, nous nous attendons à ce que l'investissement des entreprises continue de se modérer, de concert avec le ralentissement de la demande des ménages, de la demande à l'exportation et de la hausse des taux d'intérêt.

PANORAMA CONTRASTÉ DANS L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL

L'immobilier résidentiel représente l'un des secteurs les plus faibles selon les récentes statistiques et prévisions à court terme sur l'économie américaine.

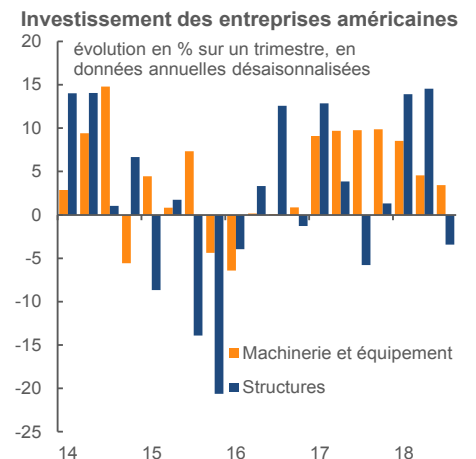
- À partir du début de 2018, l'investissement dans l'immobilier résidentiel a régressé pendant trois trimestres : les mises en chantier de logements se sont établies à 1,26 million en moyenne (en données annualisées et désaisonnalisées) jusqu'en novembre et à moins de 1,5-1,6 million de logements, seuil qu'il fallait atteindre pour répondre à la demande sous-jacente.
- Même si la croissance des prix des logements s'est ralentie à 5,0 % sur un an en octobre 2018, l'accessibilité des prix des logements représente toujours un obstacle selon l'indice d'accessibilité au logement de la National Association of Realtors (NAR), qui s'inscrit à son plus creux ou presque depuis 2008 dans les quatre grands marchés analysés par cet organisme (graphique 7).

Graphique 3



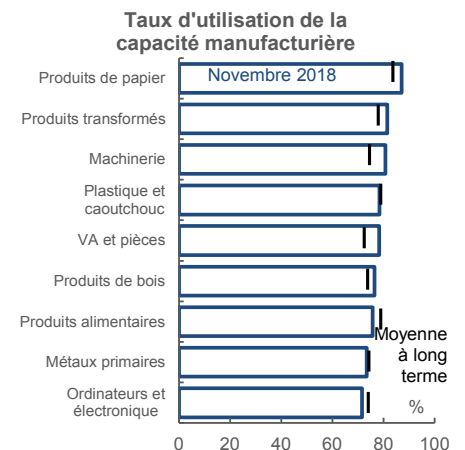
Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Réserve fédérale américaine.

Graphique 4



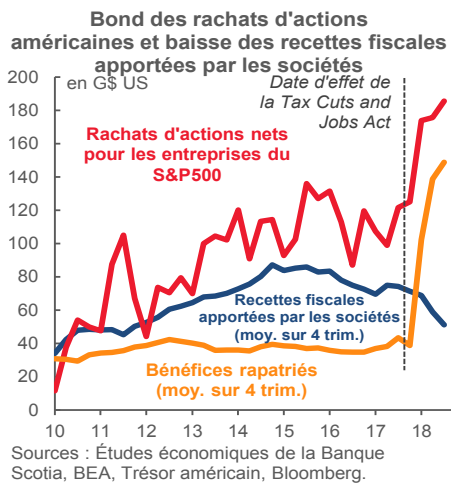
Sources : Études économiques de la Banque Scotia, BEA.

Graphique 5

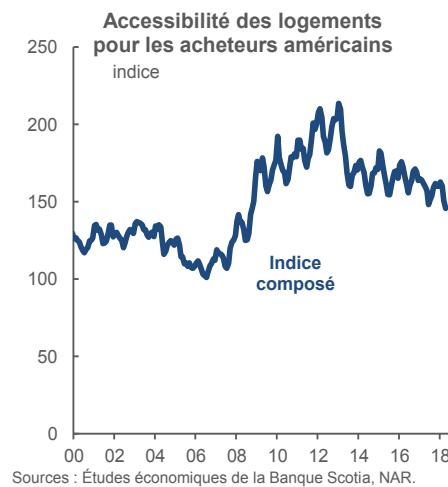


Sources : Études économiques de la Banque Scotia, BEA

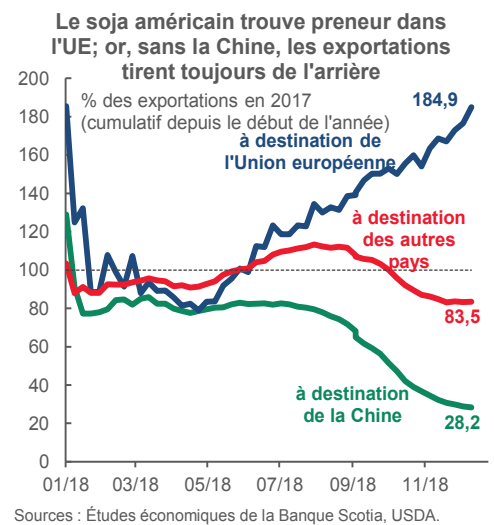
Graphique 6



Graphique 7



Graphique 8



- En novembre 2017, les ventes de logements ont plafonné, et les ventes de logements neufs et existants ont continué de dériver à la baisse depuis, en particulier sur le marché bas de gamme, dans lequel les stocks sont circonscrits notamment en raison du poids que font peser la hausse des taux sur le refinancement et les acheteurs qui convoitent des logements plus chers.

LA BALANCE DES PAIEMENTS S'ALOURDIT

Malgré la volonté qu'elle a exprimée de réduire le déficit commercial des États-Unis, l'administration américaine a adopté des politiques budgétaires prévoyant des baisses d'impôts et des hausses de dépenses expansionnistes, en misant sur la vigueur du dollar américain, au lieu de continuer de creuser les déficits commerciaux américains en étayant l'accroissement des importations.

Par contre, les politiques commerciales de l'administration américaine, dans la mesure où elles provoquent des mesures de rétorsion de la part des partenaires commerciaux des États-Unis, ont pour effet d'abaisser les exportations à terme. Cette dynamique est devenue parfaitement évidente au T3 de 2018 :

- les exportations américaines ont perdu près de 5 % en glissement trimestriel et en données annualisées et désaisonnalisées; il en a été de même de la part des marchés exportateurs qu'ont perdue les États-Unis, par exemple en Chine. Le graphique 8 nous apprend qu'avec la flambée des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine au milieu de 2018, les exportations de soja des États-Unis à destination de la Chine ont commencé à reculer par rapport à 2017, même si ce recul a été en partie masqué par les exportations à destination de l'Union européenne;
- par contre, le total des importations de biens et de services a augmenté de plus de 9 % en glissement trimestriel et en données annualisées et désaisonnalisées, notamment en prévision de l'imposition des sanctions tarifaires.

Nous nous attendons à ce que les relations commerciales entre la Chine et les États-Unis continuent d'être tendues en 2019. Or, nous ne croyons pas à la probabilité d'une guerre commerciale à grande échelle, avec une escalade de sanctions tarifaires sur une part toujours plus vaste des échanges commerciaux bilatéraux, ce qui imposerait des coûts énormes aux consommateurs et aux entreprises des États-Unis

Tableau 2

États-Unis	2000-17	2017	2018e	2019p	2020p
(variation annuelle en %, sauf indication contraire)					
PIB réel	2,0	2,2	2,9	2,4	1,7
Dépenses de consommation	2,4	2,5	2,7	2,6	1,9
Investissement dans le secteur résidentiel	-0,3	3,3	0,0	0,7	1,9
Investissements des entreprises	3,0	5,3	6,8	3,1	2,2
Gouvernement	1,0	-0,1	1,7	2,3	1,6
Exportations	3,7	3,0	4,0	1,6	1,9
Importations	3,7	4,6	4,7	4,0	2,9
PIB nominal	4,0	4,2	5,2	4,5	3,8
Indice implicite du PIB	1,9	1,9	2,2	2,1	2,0
Indice des prix à la consommation	2,2	2,1	2,4	1,8	2,3
IPC de base	2,0	1,8	2,1	2,0	2,1
Déflateur des DCM de base	1,7	1,6	1,9	2,0	2,0
Bénéfices des sociétés avant impôts	5,3	3,2	8,1	4,2	1,9
Emploi	0,7	1,6	1,6	1,3	1,0
Taux de chômage (en %)	6,1	4,4	3,9	3,7	3,8
Solde des paiements courants (en G\$ US)	-501	-449	-480	-571	-641
Balance commerciale (en G\$ US)	-680	-807	-884	-985	-1068
Solde budgétaire fédéral (en G\$ US)	-540	-665	-805	-1 000	-1 045
pourcentage du PIB	-3,7	-3,4	-3,9	-4,7	-4,7
Mises en chantier (en millions)	1,26	1,20	1,26	1,25	1,26
Ventes de véhicules motorisés (en millions)	15,6	17,1	17,2	16,8	16,7
Production industrielle	0,7	1,6	3,9	3,1	2,1
Pétrole WTI (\$ US/baril)	62	51	65	58	62
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	4,83	3,02	3,07	3,25	2,80

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

dans le contexte des élections qui s'annoncent et de la nervosité des marchés de capitaux. Même si on s'attend à ce que l'impasse finisse par se dénouer, et si l'arrivée de la délégation américaine à Beijing le 7 janvier 2019 est un signe encourageant, nous croyons que les exportations continueront de progresser à un rythme anémique en raison de la modération de la demande exportatrice dans le monde entier et de la vigueur du dollar américain. Outre la croissance plus forte des importations sur l'horizon prévisionnel, la léthargie des exportations laisse entendre qu'en chiffres nets, les échanges commerciaux devraient rogner la croissance du PIB en 2019-2020.

L'ÉCART DE PRODUCTION SE REFERME

À terme, grâce au plein-emploi, nous nous attendons à une modération généralisée de la plupart des composants du PIB, dont les dépenses de consommation, les dépenses de l'État, l'investissement et le commerce (tableau de la page précédente). La régression de l'impact des mesures de relance budgétaires sur la croissance en 2020, le relèvement du taux sur les fonds fédéraux et le ralentissement de la demande chez les partenaires commerciaux des États-Unis laissent entendre que le PIB américain est appelé à commencer à se rétablir au niveau de la production potentielle en 2019. Par conséquent, l'écart de production, qui devrait culminer à 0,7 % du PIB en 2019, devrait se réduire de moitié en 2020. La diminution de la demande excédentaire devrait apaiser les pressions inflationnistes alors que les cours du pétrole monteront, ce qui permettra à l'inflation fondamentale des DCM de rester stable à 2,0 % en 2019-2020 et à l'inflation totale des DCM d'augmenter pour passer à 2,1 % en 2020.

RISQUES À TERME

Bien que nous croyons que les risques seront équilibrés à terme, un certain nombre de facteurs de risque s'inscrivent de part et d'autre du grand livre.

- L'impuissance à s'entendre pour rouvrir les bureaux du gouvernement américain peut finalement peser davantage sur la croissance si une part progressivement plus vaste des services de l'État est paralysée.

Les risques commerciaux brandissent toujours un spectre énorme sur les prévisions.

- La trêve commerciale entre les États-Unis et la Chine expire à la fin de février. Faute de mesures constructives pour résoudre l'impasse, une escalade du conflit est envisageable, ce qui représente un risque de baisse pour l'économie américaine. Par contre, une solution fructueuse apportée à l'épreuve de force commerciale représente un risque de hausse, pour l'économie américaine comme les autres puissances économiques mondiales.
- On s'attend à ce que les sanctions tarifaires sur l'automobile soient revues à la mi-février, ce qui pourrait constituer un déclencheur éventuel dans un conflit commercial entre les États-Unis et un nombre plus considérable de partenaires commerciaux.

Par contre, le Congrès et l'administration américaine pourraient avoir l'occasion de s'entendre sur une nouvelle hausse des dépenses, surtout en ce qui a trait au programme des infrastructures.

Tableau 3
Indicateurs économiques américains

évolution en % (sauf indication contraire)	1 mois	3 mois	12 mois	Évolution récente ¹
PIB réel	--	0,8	3,0	
Prix				
Indice des prix à la consommation	0,0	0,4	2,2	
Indice des prix à la consommation sauf alim. et éner.	0,2	0,5	2,2	
Indice des prix à la consommation des ménages	0,1	0,4	1,8	
Indice des prix à la consommation des ménages de base	0,1	0,4	1,9	
Marché du travail				
Emploi	0,2	0,5	1,8	
Taux de chômage (évolution du niveau, en points)	0,2	0,2	-0,2	
Gains horaires moyens, secteur privé	0,4	0,8	3,2	
Demandes initiales d'assurance-emploi	-7,3	0,5	-12,6	
Demandes continues d'assurance-emploi	5,3	4,2	-8,1	
Détail, distribution et échanges commerciaux				
Balance commerciale (évolution du niveau, G\$ US)	-0,9	-5,1	-8,5	
Ventes au détail	0,2	1,1	4,2	
Stocks des grossistes	0,8	2,5	6,9	
Ventes de véhicules	0,6	0,6	-1,5	
Secteur du logement				
Mises en chantier de logements	3,2	-1,9	-3,6	
Ventes de logements existants	1,9	-0,2	-7,0	
Ventes de logements neufs	-8,9	-10,2	-12,0	
Indice des maisons S&P CoreLogic Case-Shiller 20 villes	0,0	0,1	5,0	
Secteur industriel				
Production industrielle	0,6	0,6	3,9	
Commandes de biens durables	0,8	-3,6	5,3	
Commandes des usines	-2,1	0,8	6,9	
Stocks des entreprises	0,6	1,6	5,2	
Indice manufacturier ISM (évolution du niveau, en points)	-5,2	-5,7	-5,2	
Indice non manufacturier ISM (évolution du niveau, en points)	-3,1	-4,0	1,6	
Secteur des ménages				
Confiance des consommateurs	-6,1	-5,3	4,1	
Revenu nominal des ménages	0,2	1,0	4,2	
Dépenses nominales des ménages	0,4	1,3	4,7	
Crédit nominal à la consommation	0,6	1,5	4,3	
Marchés financiers				
Rendement des bons du Trésor à 10 ans (niveau, %)	2,70 ³	3,16	2,56	
S&P 500	-2,6	-7,8	-6,5	
Pétrole WTI	1,5	-29,2	-18,5	
\$ US pondéré des échanges commerciaux ⁴	-0,6	0,5	7,5	

¹Depuis janvier 2017 : évolution en % sur un an

²Depuis janvier 2017 : niveaux

³Rendement actuel

⁴Réserve fédérale : \$ US pondéré des échanges commerciaux dans l'ensemble

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

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

- Après avoir temporisé au T1, la Réserve fédérale devrait relever ses taux trois autres fois cette année.
- La Banque du Canada devrait elle aussi relever ses taux trois autres fois en 2019.
- Les rendements obligataires devraient augmenter (graphiques 1 et 2).
- Nous évaluons les signes et les risques de l'interaction entre l'évolution des marchés, l'économie et la politique monétaire.

LA RÉSERVE FÉDÉRALE : PLAIDOYER POUR UN DURCISSEMENT SOUTENU

Nous prévoyons cette année trois hausses de taux cumulatives, qui porteront le taux des fonds fédéraux à une limite supérieure de 3,25 %, avant que la Réserve fédérale temporise sur la durée de l'horizon prévisionnel. Le taux de la Fed devrait alors être égal ou légèrement supérieur au taux directeur neutre. Il s'agit d'un parcours au ralenti par rapport à la tendance constante de quatre hausses dans chacune des deux dernières années. Au T1 de 2019, la Fed mettra ses hausses de taux en veilleuse, pour ensuite les relever au T2 à la condition que la conjoncture générale témoigne de la résilience de l'économie américaine et de la stabilisation des risques externes. La Fed laisse entendre qu'elle est « patiente », « souple », « attentive » et « attentiste », et nous le sommes nous aussi, dans certaines limites, tout en surveillant attentivement l'instabilité du gouvernement américain et les risques externes.

Le bilan de la Fed devrait continuer de s'alléger à un rythme inchangé sur notre horizon prévisionnel. La masse théorique constante de 50 G\$ US par mois en bons du Trésor et en titres adossés à des créances hypothécaires (TACH), à raison de 60/40, devrait se contracter, en fonction des sommes disponibles chaque mois. Le bilan de la Fed devrait ainsi emprunter le parcours représenté dans le graphique 3 : les actifs devraient baisser pour s'établir à environ 3 000 G\$ US d'ici le milieu des années 2020 environ. Jusqu'alors, on assistera probablement à un débat plus sérieux sur le niveau optimal du bilan en fonction de l'économie actuelle et des perfectionnements intervenus dans le système de paiement, et par le fait même, sur le moment précis où la Fed cessera de réduire son bilan. Avec l'évolution de la normalisation bilancielle, le FOMC pourrait tenter d'« infléchir » la courbe des bons du Trésor en réduisant l'échéance moyenne des positions afin de se donner la marge de manœuvre qui lui permettra de prolonger l'échéance des positions si la conjoncture économique et l'état des marchés l'y obligent. La réduction des échéances moyennes devrait avoir pour effet d'accentuer la pentification de la courbe des bons du Trésor; il s'agit d'un effet partiel et d'un risque pour nos prévisions sur la pente à terme.

Pour ce qui est de l'affirmation populaire voulant que le dénouement du bilan de la Fed ait provoqué les craintes d'une récession, le graphique 4 illustre ce qu'il est advenu de la prime à terme des bons du Trésor à 10 ans. Si de nombreux observateurs s'attendaient à une hausse de la prime à terme avec la compression du bilan de la Fed, cette prime à terme n'a jamais vraiment augmenté pendant cette période de réductions jusqu'à maintenant très limitée du bilan. Effectivement, cette prime a de nouveau baissé pour retomber à son plus creux dans les annales. La volatilité continue de régner sur les marchés boursiers même si les cours des marchés obligataires éliminent la possibilité de nouvelles hausses de taux et que la prime à terme ne tient pas compte de la compression du bilan. Il s'agit d'un indice pour l'administration américaine, qui doit chercher d'autres coupables que la Fed, à laquelle elle impute l'instabilité des marchés — en commençant par réfléchir à ses propres politiques commerciales et budgétaires.

On ne s'attend pas à d'autres changements de l'écart entre les intérêts sur les réserves excédentaires par rapport à la limite supérieure de la fourchette cible des taux sur les

RENSEIGNEMENTS

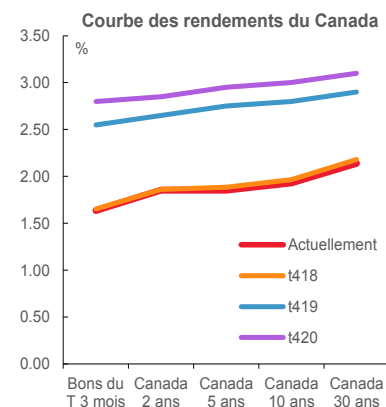
Derek Holt, VP et chef des Études économiques sur les marchés des capitaux

416.863.7707

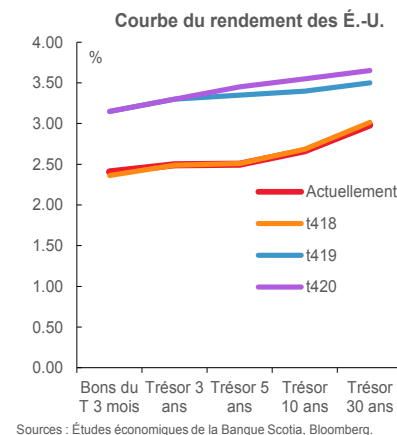
Études économiques de la Banque Scotia

derek.holt@scotiabank.com

Graphique 1

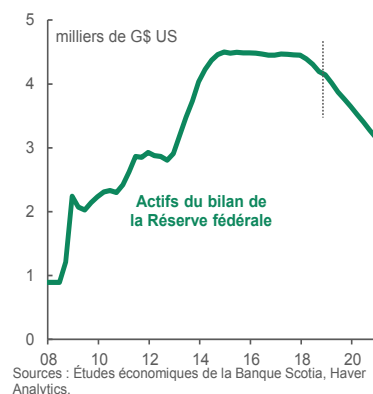


Graphique 2



Graphique 3

Le débouclage du bilan de la Fed



fonds de la Fed. Il faut se rappeler que c'est le taux d'intérêt sur les réserves excédentaires (TIRE) qui est le taux directeur effectif de ce cycle, puisque les intérêts versés sur les réserves que détiennent les banques auprès de la Fed est le point d'ancrage pour les taux du marché à court terme selon les contraintes de l'arbitrage. Le FOMC dispose de différents outils pour maîtriser toute pression à la hausse sur les taux du marché par rapport au taux effectif des fonds de la Fed lorsque les réserves du système bancaire diminuent — notamment d'autres baisses relatives du TIRE, les opérations traditionnelles sur le marché libre, la fin des rachats d'actifs des portefeuilles à des niveaux relativement élevés de réserves, ainsi que d'autres outils envisageables sur lesquels on se penche à l'heure actuelle. Il n'y a pas de changement dans l'écart entre le TIRE et le taux effectif des fonds fédéraux (TEFF); or, la marge de manœuvre qui permet de maîtriser les taux du marché à court terme correspond à la prétention de notre scénario de base.

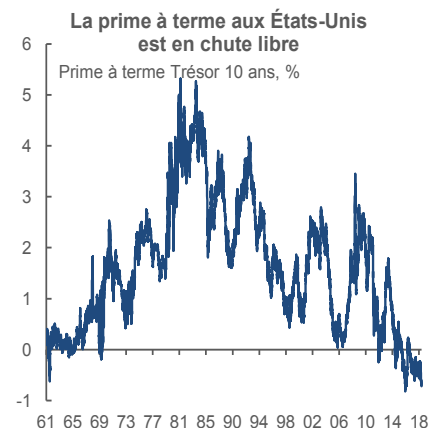
La prévision des Études économiques de la Banque Scotia pour l'évolution traditionnelle et non traditionnelle des taux directeurs a toujours été un peu plus prudente que celle du FOMC. Il faut se rappeler qu'avant décembre 2018, le consensus du FOMC laissait entendre qu'il y aurait quatre hausses de taux en 2019-2020, avant d'en supprimer une dans le « tracé en pointillés » de décembre 2018, pour prévoir désormais trois hausses de taux avant d'abandonner la partie. En 2018, nous avons estimé que les risques d'une fin de cycle, de la conjoncture géopolitique et de la politique commerciale permettraient difficilement au FOMC de mener aussi ambitieusement le parcours qu'il proposait pour le relèvement de ses taux, et nous avons constamment soutenu que le taux neutre s'établirait aux alentours de 2,75 %, ce qui correspond à l'idée que s'en fait le FOMC. La Fed est désormais davantage sur ses gardes, de sorte que l'abaissement de la prévision de la Banque Scotia cadre parfaitement avec la prévision révisée de la Fed. **Il est important de le noter, puisque même s'il se révélait que nous avons tort à mesure que l'année se déroule, cette évolution contredit la prétention que si la Fed est désormais davantage sur ses gardes, nous devrions peut-être l'être nous aussi.**

Devrions-nous réviser encore notre prévision à la baisse? Nous hésitons à aller plus loin que les marchés l'ont fait puisqu'ils ont non seulement fait table rase de nouvelles hausses de taux, mais qu'ils ont aussi commencé à miser sur des baisses de taux dans les dernières semaines. Il est difficile d'envisager qu'il n'y ait pas de hausse ni de baisse de taux, et qu'il en faut beaucoup pour avoir tout à fait tort à cette étape, ce que nous ne sommes pas prêts à supposer. Effectivement, notre prévision a pour conséquence d'écourter l'amont de la courbe des bons du Trésor américain, et toute la courbe des bons du Trésor reste modérément survalorisée à notre avis.

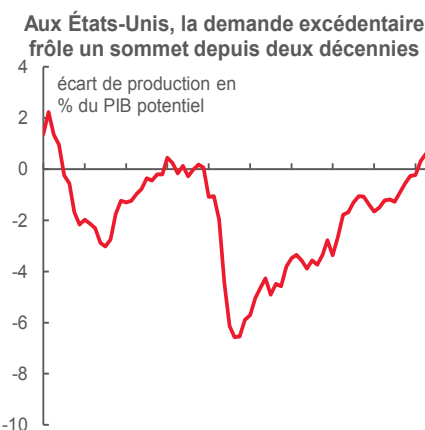
L'essentiel du débat consiste à se demander si la politique monétaire et les marchés financiers sont allés trop loin dans le durcissement des conditions pour rapprocher les États-Unis du bord d'une récession sur notre horizon prévisionnel. Pour bien des raisons, il est difficile de l'admettre.

Pour le justifier, nous faisons valoir que l'économie américaine a basculé dans un territoire dans lequel **la demande agrégée n'a jamais été aussi excédentaire depuis près d'une vingtaine d'années** (graphique 5). L'écart de production selon le CBO s'est établi à 1,3 % au T3 de 2018 et gravite probablement aujourd'hui aux alentours de 1,5 %. L'inflation fondamentale a augmenté pour se rapprocher de la cible de 2 % de la Fed dans l'année écoulée et ne s'est récemment ralenti que légèrement, pour s'inscrire à 1,9 %.

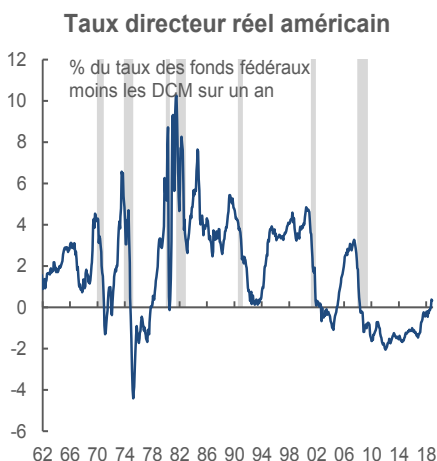
Il est essentiel de noter que la hausse estimée d'un point de pourcentage dans l'écart de production depuis la fin du T1 avant le basculement en territoire de demande excédentaire considérable **devrait donner lieu à des incidences positives décalées sur les pressions qui s'exercent sur les prix**, et ces incidences devraient perdurer en 2019 et en 2020. En outre, **les hausses de salaires culminent à ce qui correspond à peu près à un sommet en 10 ans et devraient fortifier les pressions sur les prix selon les approches conjuguées de la courbe de Phillips augmentée et de la courbe des salaires de Phillips.** Cette prétention devrait se vérifier à des niveaux de durcissement plus aplanis qu'ils le sont traditionnellement dans la relation entre le taux de chômage et la croissance des salaires, de même que dans la relation entre le taux de chômage et l'inflation des prix. Puisque les pressions qui s'exercent sur les prix des produits de base se sont apaisées et ont porté l'inflation de synthèse à la baisse dans les effets de la première vague, il est envisageable que les effets de deuxième vague puissent hausser les prix fondamentaux, sauf les aliments et l'énergie, en produisant un impact positif sur les salaires corrigés de l'inflation et sur les contraintes budgétaires

Graphique 4


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

Graphique 5


Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Congressional Budget Office.

Graphique 6


Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Réserve fédérale, Bureau of Economic Analysis.

des ménages. S'agissant des incidences du dollar, la recherche de la Fed a tendance à laisser entrevoir des effets désinflationnistes qui commencent à s'amenuiser dans les six mois de la fin de la stabilisation de la valorisation. Selon notre prévision interne, le dollar US devrait baisser cette année.

C'est pourquoi nous croyons que les écarts de production et les frais de main-d'œuvre viendront renforcer un revirement des effets désinflationnistes de la valorisation générale du dollar sur le parcours qui débouche sur une légère augmentation de l'inflation fondamentale. Il faudrait alors durcir un peu plus les taux directeurs pour circonscrire les risques d'une hausse de l'inflation.

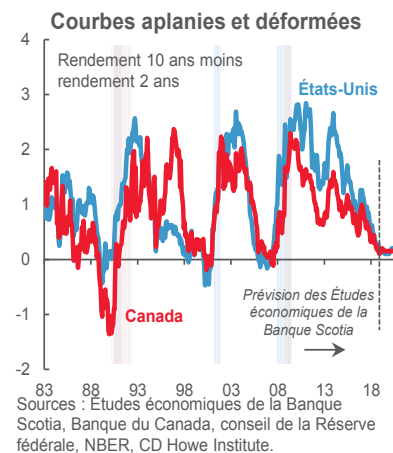
Le risque inflationniste supplémentaire s'explique par la possibilité de faire marche arrière sur des décennies de libéralisation de l'ordre du commerce mondial et sur ses incidences négatives pour la productivité, sur l'offre de l'économie mondiale en général, et en définitive, sur l'inflation. Les sanctions tarifaires ponctuelles produisent des incidences fluctuantes sur l'inflation de synthèse et pourraient même écorner le pouvoir de fixation des prix dans les effets de deuxième vague. Or, les querelles tarifaires soutenues et l'isolationnisme nuisent à la stabilité des attentes inflationnistes à la longue, ce qui est la raison pour laquelle **les banques centrales lancent un avertissement sur la possibilité que le protectionnisme replonge le monde dans la stagflation** et que le double mandat de la Fed soit tenaillé entre le risque pour le chômage et la nécessité de préserver de la stabilité des prix. Pour l'heure, nous affichons un optimisme prudent sur l'évolution des tensions commerciales en définitive, mais nous attirons l'attention sur les risques, en raison de la démoralisante instabilité de l'administration américaine.

Il faut aussi noter que malgré les craintes d'un durcissement des taux de la Fed, **il n'y a jamais eu de récession qui a suivi un taux directeur aussi faible sur les fonds de la Fed corrigé de l'inflation que celui que nous connaissons à l'heure actuelle** (graphique 6). En reprenant le taux de synthèse de l'inflation des dépenses de consommation des ménages (DCM), le taux réel sur les fonds de la Fed se chiffre à peine à +45 points de base, alors que d'après l'inflation fondamentale des DCM, le taux directeur réel est de l'ordre de +35 points de base. Il faut alors rogner les deux estimations de 10 points de base par rapport à ce qu'elles étaient auparavant puisque le TIRE est le taux directeur pertinent de ce cycle et qu'il s'établit à 10 points de base de moins que la limite supérieure du taux des fonds de la Fed. Peut-on vraiment s'attendre à une récession alors que le taux directeur réel est de 25-35 points de base?

Il serait également exceptionnel qu'une récession suive la pente actuelle de la courbe des rendements des bons du Trésor américain, qui est elle-même déformée par les programmes de rachat d'actifs des banques centrales dans le monde (graphique 7). Il en va de même de la pente de la courbe des obligations de sociétés, qui est plus pentue que la courbe des titres souverains (graphique 8). Le modèle des probabilités récessionnistes de la Fed de NY sur un horizon d'un an se fonde sur la pente de la courbe des rendements et s'établit aujourd'hui à 16 % environ (lien). Bien qu'il s'agisse d'un modèle imparfait, **la probabilité actuelle d'une récession d'après la courbe correspond à la récession la moins grave depuis des dizaines d'années.**

Pour ce qui est des signaux que lancent les marchés boursiers, les graphiques 9 et 10 servent à rappeler que les **dégagements boursiers surprédisent considérablement les replis de l'économie.** Jusqu'à maintenant, les baisses de l'ordre de 12 % de l'indice S&P 500 ne sont statistiquement pas suivies de récessions. Les baisses plus brutales de plus de 15 % des marchés : a) surprédisent les récessions selon une vaste marge; et b) correspondent généralement à des récessions selon les définitions du NBER. Il est utile de noter que selon l'une des raisons de ces observations, la plupart des titres boursiers sont détenus par un nombre limité d'investisseurs, et lorsque les valorisations s'amointrissent, cette constatation a tendance à coïncider avec l'intervention de stabilisateurs automatiques comme la baisse des rendements obligataires ou des prix de l'essence, que nous relevons actuellement. En outre, le facteur prépondérant de la consommation est la liquidité des fonds, ce qui est beaucoup plus important que l'évolution de la richesse sur papier. Les solides gains de l'emploi et la hausse des pressions sur les salaires viennent étayer la liquidité des fonds.

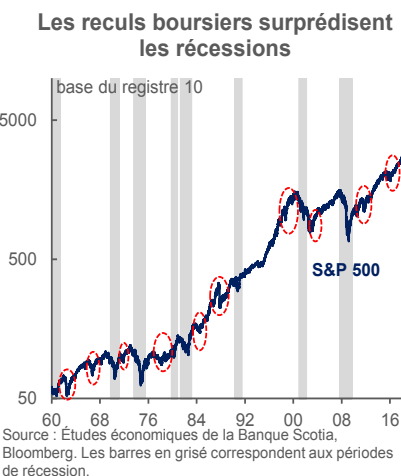
Graphique 7



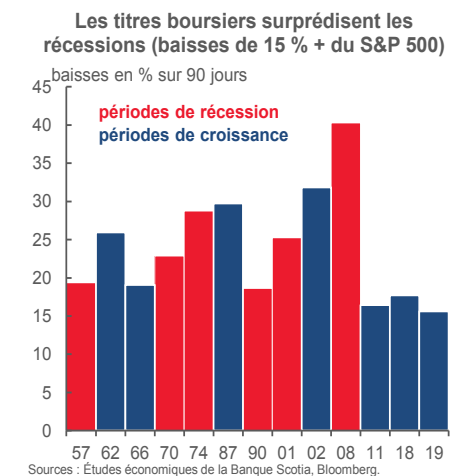
Graphique 8



Graphique 9



Graphique 10



Mais l'effet de causalité inverse se vérifie-t-il? Autrement dit, hormis la prévision d'un fléchissement, **la léthargie récente des marchés boursiers causera-t-elle un effondrement?** Les efforts de modélisation laissent entendre que cette léthargie pourrait légèrement ralentir la croissance et produire plus d'impact si l'intolérance au risque augmente durablement. [Ce document](#) des économistes de la Fed jette toutefois un plus grand doute sur un effet de la richesse essentiellement positif dans les dernières années et, corollairement, on peut se demander si un effet négatif sur la richesse peut se produire éventuellement. Il est plus probable que les valorisations soient redevenues un peu plus attrayantes pour les titres boursiers mondiaux (graphique 11).

S'agissant de ce que les fondamentaux nous apprennent sur les risques d'une récession, **il serait exceptionnel de connaître une récession prononcée en raison de la très grande vigueur statistique des bilans des ménages.** Récemment, les flux du crédit à la consommation se sont raffermis. Le taux d'épargne — à même le revenu disponible — ne s'est pas appauvri même si les gains de la richesse ont été consacrés à des dépenses; ce taux se maintient plutôt aux alentours d'un niveau stable de 6 % depuis des années (graphique 12). De concert avec la part la plus faible des revenus consacrée au remboursement de la dette dans les annales (graphique 13) et avec la solide croissance des revenus et de l'emploi, les signes de graves difficultés qui se répercuteraient sur les deux tiers de l'économie que représentent les consommateurs sont rares.

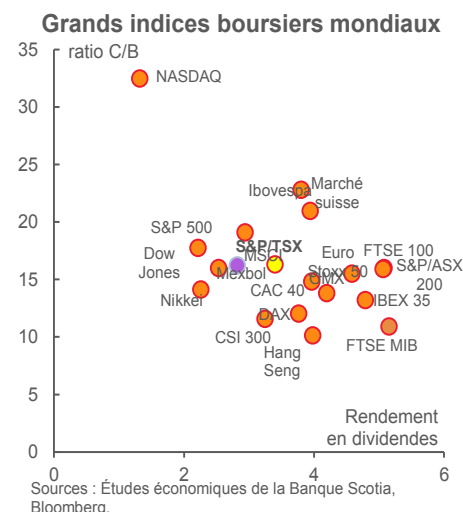
Pour ce qui est du risque du crédit aux entreprises, il ne fait aucun doute que ce risque est repris en compte dans les cours en raison d'un surciblage de la tolérance au risque; mais à notre avis, cette évolution nous ramène à des valorisations plus raisonnables, au lieu de télégraphier la fin de la croissance. Le graphique 14 offre une illustration de ce point de vue. En fait, l'indice des obligations américaines à rendement élevé a rattrapé essentiellement le terrain perdu depuis le récent dégelage.

Bien que jusqu'à maintenant, l'orientation privilégiée ait nettement consisté à se pencher sur les liens entre l'évolution des marchés financiers et les mécanismes de répercussion sur l'économie et sur la politique monétaire, de concert avec les signes de la vigueur des fondamentaux de l'économie américaine, nous terminerons par un exposé sur les défis que doit relever la Fed et qui s'apparentent à ceux de la BCE. Le président Trump souhaite sans doute que son discours pro-croissance soit encouragé par une politique beaucoup plus conciliante de la Fed — alors qu'il avait déjà critiqué cette politique monétaire conciliante avant d'être élu président; or, la Fed ne peut pas donner l'impression de récompenser les intransigeances nombreuses, variées et onéreuses de l'administration Trump. **Un problème de danger moral pèse donc sur la politique monétaire, puisqu'en devenant plus conciliante, elle pourrait alléger la pression qui oblige l'administration à renoncer à son parti pris ultra-protectionniste et à ses accès de volatilité, compte tenu de la rançon que ce discours impose aux marchés.** En restant plutôt fidèle au durcissement de sa politique monétaire, l'institution pourrait imposer la rigueur nécessaire au chaos inutile de la Maison-Blanche, ce qui ferait rejaillir des avantages à long terme sur l'économie américaine et sur l'économie mondiale. Ce qui est en cause, c'est l'équivalent américain des inconvénients de la fermeté de Mario Draghi (« quoi qu'il en coûte »), qui est venue stabiliser les marchés et qui explique le coût très faible du crédit des gouvernements moyennant le lourd tribut à long terme d'une paralysie des réformes budgétaires et réglementaires nécessaires dans la zone euro, qui auraient profité de la croissance à long terme. Si l'administration Trump souhaite apaiser les marchés, elle devrait plutôt : a) cesser de menacer la Fed; b) s'entendre sur un pacte commercial avec la Chine; c) devenir moins isolationniste; et d) mettre fin à la paralysie des bureaux de l'État et aux risques connexes en prévision de la date butoir du 1^{er} mars pour le plafonnement de la dette.

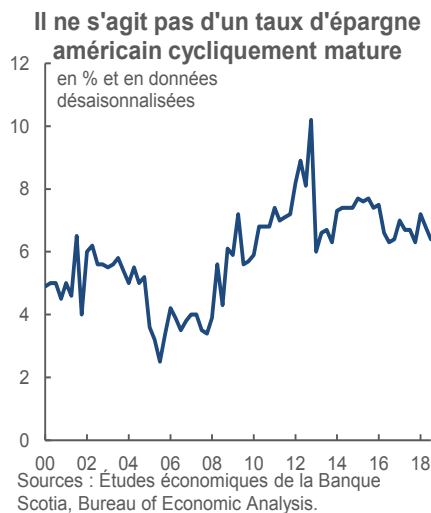
LA BANQUE DU CANADA : INTERRUPTION PASSAGÈRE DU RELÈVEMENT DES TAUX

Notre prévision pour la Banque du Canada (BdC) est relativement ambitieuse : nous nous attendons à trois hausses de taux cette année et, éventuellement, à une autre en 2020, avant que la banque centrale abandonne la partie pour ce cycle. À ce rythme, la BdC se situerait dans la fourchette des taux neutres jusqu'au début de 2020. Les risques de cette prévision penchent en faveur de hausses de taux moins nombreuses et d'un délai plus long pour réaliser ce rythme de durcissement, au lieu d'adopter un rythme plus rapide. **Toutefois, l'objectif premier de notre prévision est de faire savoir aux marchés qu'ils font potentiellement fi, à leurs risques et**

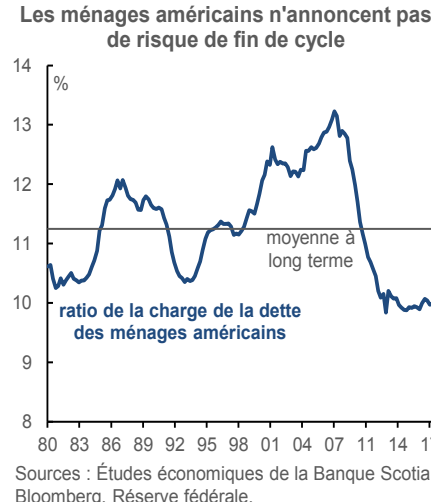
Graphique 11



Graphique 12



Graphique 13



périls, des indices d'un relèvement des taux de la Banque du Canada, puisqu'ils ont fait table rase de presque toutes les perspectives de nouvelles hausses de taux.

En fait, la BdC a fait catégoriquement savoir, récemment, que les hausses de taux sont interrompues, et non abandonnées. Veuillez [cliquer sur ce lien](#) pour prendre connaissance d'un récapitulatif et d'une interprétation de ses dernières prévisions et de ses plus récents communiqués. Il se pourrait très bien que la BdC relève ses taux dès le deuxième trimestre cette année, en partie parce que le gouverneur Poloz a récemment annoncé que « l'économie retrouvera, en l'espace de quelques mois, son allant d'il y a quelques mois à peine ».

Il va de soi qu'une part considérable des perspectives pour la Banque du Canada dépend des questions débattues dans la discussion sur les perspectives de la politique de la Réserve fédérale américaine. Plusieurs arguments déjà débattus sur l'interaction entre les marchés financiers d'une part et, d'autre part, l'économie et la politique monétaire sont transposables dans le contexte de la BdC. En l'absence d'une récession américaine et de la confiance de la Réserve fédérale de pouvoir durcir encore ses taux directeurs, la Banque du Canada peut, corollairement, moins s'inquiéter des incidences d'un durcissement de la politique monétaire canadienne pour la monnaie et des effets de contagion sur la compétitivité des exportations et sur le risque inflationniste.

Une distinction essentielle s'impose toutefois entre les deux banques centrales : **le coût du crédit corrigé de l'inflation reste négatif au Canada** (graphique 15 par rapport au graphique 6), et la Réserve fédérale est en train de dénouer ses mesures de relance non traditionnelles, en plus de relever ses taux. L'assouplissement de la conjoncture de la politique monétaire au Canada dispose d'une marge de manœuvre relative pour rattraper la Réserve fédérale, sans toutefois l'avoir fait. C'est ce qui explique les épisodes répétés de léthargie du dollar canadien, qui vient à peine de s'améliorer, en partie grâce à la reprise des cours du pétrole. **Une économie en situation de quasi-plein-emploi, alors que le taux de chômage atteint un creux sans précédent, n'a surtout pas besoin de taux réels négatifs.**

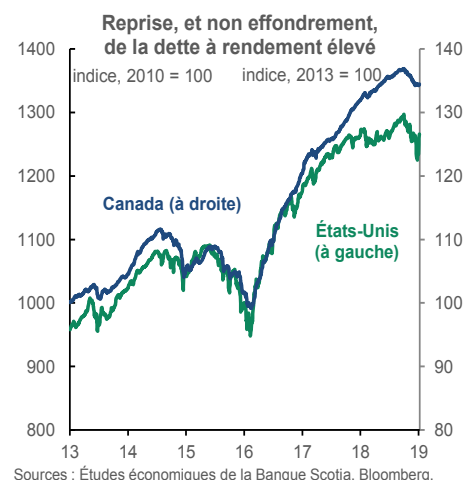
Cet argument vaut également pour le dollar canadien. **Le huard reste sous-valorisé** selon les modèles d'équilibre à long terme, par exemple la parité du pouvoir d'achat, qui donne un ordre de grandeur des valorisations à long terme (graphique 16). Le Canada — à la différence des États-Unis — n'est pas aux prises avec une monnaie richement valorisée. La léthargie du dollar pourrait plutôt faire monter l'inflation importée, surtout si elle est soutenue et renchérie.

Ainsi qu'en témoigne la détente de la conjoncture financière, comme on pourrait le faire valoir, **la BdC devrait être rassurée par les indicateurs des écarts de crédit, au lieu de chercher à se protéger contre une conjoncture du marché très délétère.** Le marché des obligations à rendement élevé du Canada, comme celui des États-Unis, vient à peine de se remettre d'un surcyclage, mais reste campé en territoire de richesse (graphique 14). Les écarts sur les obligations hypothécaires restent relativement rapprochés (graphique 17). Les écarts sur les obligations provinciales, qui se sont creusés, continuent de s'inscrire à des niveaux vigoureux qui rappellent la conjoncture du début de 2017 : ils offrent des valorisations relatives plus attrayantes, au lieu de donner des signes d'un éclatement plus risqué des écarts (graphique 18).

Au Canada comme aux États-Unis, la pente de la courbe des rendements obligataires ne lance pas de signaux de récession (graphique 19). La courbe canadienne surpasse les replis, et même si elle reste aplaniée dans sa voûte, elle laisse apparaître des écarts légèrement positifs de 2 ans/10 ans et de 90 jours/10 ans, qui sont eux-mêmes indirectement déformés comme facteurs prévisionnels du cycle par les effets importés des programmes de rachat d'actifs des banques centrales dans le monde entier.

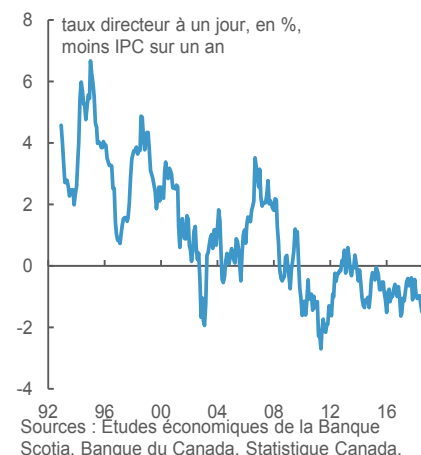
Les données récentes qui ont fait temporairement dérailler les plans de durcissement de la BdC concernent toutefois essentiellement l'évolution des marchés de l'énergie. Les signes d'un durcissement des conditions sont éphémères. Le plongeon des cours pétroliers et, surtout, le rabais sur les prix du pétrole intérieur ont fait craindre un retour à la conjoncture de 2014-2015,

Graphique 14

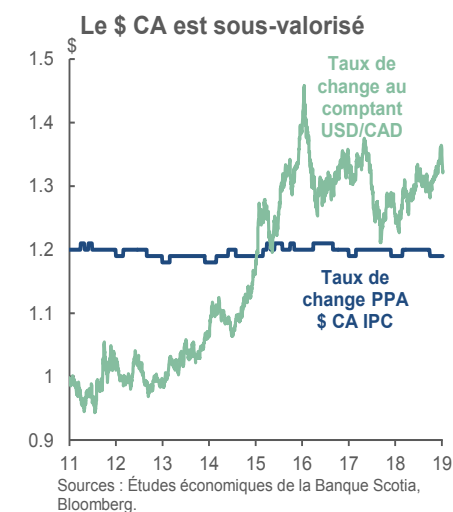


Graphique 15

Taux directeur réel négatif de la BdC



Graphique 16



lorsque la BdC a fini par s'assouplir en raison de la chute des prix des produits de base. Si cette évolution de la conjoncture se répercute sur les perspectives, c'est en raison du mécanisme de la vente, à des prix inférieurs, des produits de base canadiens exportés et de l'érosion du pouvoir d'achat sur les marchés mondiaux. Le choc négatif pour la balance commerciale — le ratio des prix à l'exportation sur les prix à l'importation — a pour effet d'abaisser le revenu national. Cet effet se traduit ensuite par une baisse des bénéfices des entreprises et des revenus des ménages, ce qui détériore les soldes budgétaires. Tous ces effets peuvent entraîner dans leur sillage les indicateurs de l'activité économique comme la consommation, le logement et l'investissement des entreprises. Par contrecoup, ils accentuent la mollesse et amoindrissent les pressions sur les prix, ce qui explique la politique monétaire relativement plus conciliante.

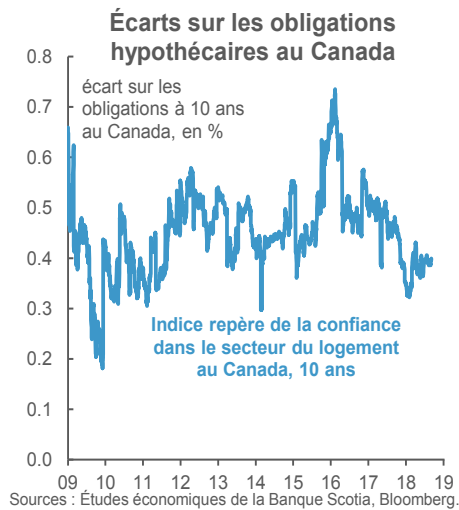
Lorsque la baisse des cours du pétrole s'est répercutée sur l'économie canadienne, l'Alberta est intervenue en imposant de lourds contingents de production, qui ont eu essentiellement pour effet de rogner la production de 8 % dès le début de l'année. Ces contingents pèseront sur les variables de l'activité économique et accentueront un peu plus la mollesse à court terme.

Toujours est-il que cette conjoncture — osons-nous dire — est différente pour la BdC. D'une part, les facteurs ne sont plus les mêmes : l'engorgement du transport est aux prises avec une hausse de la production, puisque des chantiers ont commencé à produire. Cet engorgement est en train de se réduire. D'autre part, **la correction des cours pétroliers canadiens a déjà pris l'autre orientation.** Le rabais qu'accuse le Western Canadian Select par rapport au WTI est représenté dans le graphique 20. Le différentiel, qui a atteint à son plus creux -50 \$ US le 11 octobre 2018, s'est rapproché de -8 \$ US à peine. Il s'agit d'un niveau de durcissement qu'on n'avait pas vu depuis environ quatre ans et demi. Le cours du WCS même a augmenté d'environ 30 \$ US depuis le creux de novembre jusqu'au pic atteint depuis le début de septembre; il a alors commencé à baisser. Cette évolution devrait permettre à la balance commerciale de se rétablir assez rapidement (graphique 21). **La BdC est donc tentée de mûrir — prudemment et à juste titre — cette correction, au lieu de considérer qu'il s'agit d'une répétition de l'épisode précédent.** Nous devons affronter la réalité des contingents de production et de la mollesse parallèle de l'économie, tout en continuant d'afficher un optimisme prudent et en nous disant qu'il s'agit d'un effet passager de la croissance du PIB, qui est appelé à se rétablir pour atteindre des taux supérieurs durant l'année. Le fait que l'industrie de l'énergie ait une incidence nettement moindre sur l'économie par rapport à 2014-2015 est une autre considération, qui est étayée par différents indicateurs. Selon l'un de ces indicateurs, l'investissement dans le secteur de l'énergie s'établit déjà couramment à moins de la moitié de ce qu'il était à son plus haut (graphique 22).

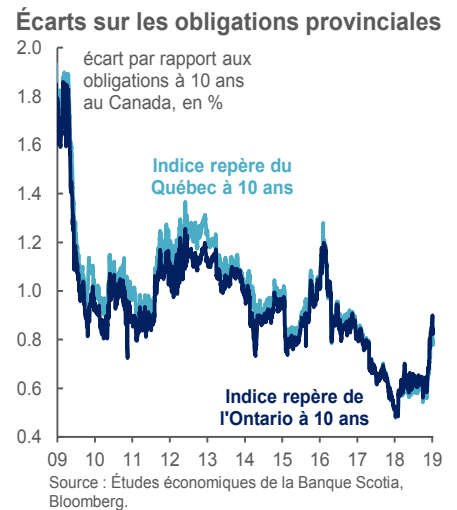
Dans l'ensemble, le secteur non énergétique de l'économie inscrit un rendement satisfaisant, comme en témoignent les salaires, qui augmentent nettement plus rapidement dans les provinces non productrices d'énergie.

Dans ce contexte, si une grande partie de la médiatisation populaire de la conjoncture économique se fonde sur des facteurs négatifs, **les facteurs positifs importants sont nombreux.** Les pactes commerciaux de l'ACÉUM, du PTPGP et de l'Accord économique et commercial global (AECG) soutiennent et renchérisent la libéralisation du commerce, ce qui fait rejaillir des bienfaits sur l'industrie canadienne. Souvent, dans les débats publics sur les risques pour les perspectives, il semble que l'on oublie que le plus grand risque — les bouleversements de la politique

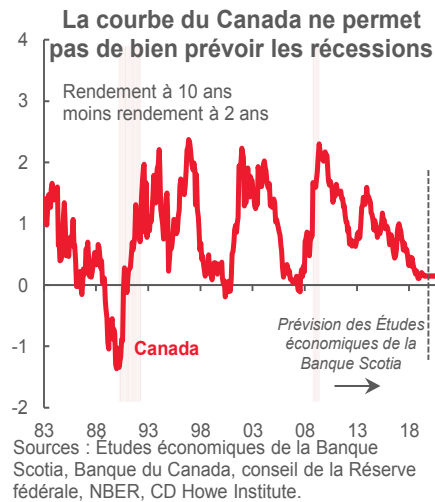
Graphique 17



Graphique 18



Graphique 19



Graphique 20



commerciale — a été évité en faveur d'une libéralisation modérée. On n'en tient probablement toujours pas parfaitement compte dans les relevés quand même généralement résilients de la conjoncture économique (graphique 23).

En outre, il s'est créé plus de 170 000 emplois en quatre mois à peine malgré un ralentissement frustrant de la croissance des salaires par rapport aux États-Unis. Si l'investissement reprend — ce qu'il devrait effectivement faire en réaction aux mesures d'incitation fédérales pour l'investissement adoptées dans le mini-budget d'octobre —, la productivité pourrait s'accroître et, dans la foulée, les salaires pourraient progresser. Le relèvement de l'investissement devrait entraîner la croissance des exportations, puisque l'augmentation de la capacité portera les ventes exportatrices. Le relèvement de l'investissement devrait aussi être complémentaire de la croissance de l'emploi. C'est pourquoi les années 2019 et 2020 pourraient déclencher un cycle vertueux.

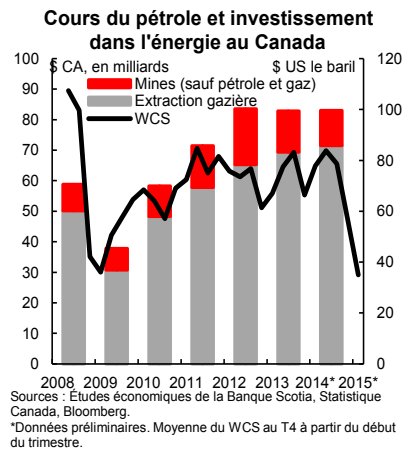
En raison de ces attentes, nous croyons que **les déséquilibres du marché du logement se révéleront gérables dans un scénario d'atterrissage en douceur**. Les stocks et les ratios des ventes par rapport aux inscriptions restent plus vigoureux que les problèmes qui ont tourmenté les marchés après la croissance des années 1980 (graphique 24). Le durcissement des règles macroprudentielles du Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) et de certains gouvernements provinciaux au Canada devrait avoir des effets transitoires et donner de nouveau lieu à une légère croissance des marchés du logement, grâce aux gains de l'emploi.

Il n'empêche qu'un grand motif de préoccupation pourrait paralyser la Banque du Canada : l'impact de la hausse des coûts du crédit sur la qualité du crédit à la consommation et ses répercussions sur l'ensemble de l'économie et du système financier. La BdC doit effectivement être sur ses gardes; or, le risque d'une trop grande prudence est considérable. Les faillites de consommateurs restent très bien maîtrisées et ne réagissent essentiellement pas à la hausse des coûts du crédit. En fait, **les faillites de consommateurs n'ont jamais été aussi faibles** qu'elles l'ont été ces dernières années selon la tendance de leur évolution (graphique 25). Or, l'insolvabilité comprend à la fois les faillites et les propositions aux créanciers. Les *propositions* des consommateurs ont augmenté — et sont souvent interprétées à tort comme des faillites; il faut toutefois rappeler qu'il s'agit d'une « offre de règlement d'une dette présentée aux créanciers à des conditions différentes des modalités existantes ». Les propositions s'expliquent par des raisons nombreuses et variées; or, le fait qu'elles évoluent sans donner lieu à des faillites témoigne de la capacité relative du système bancaire canadien à s'adapter à un scénario d'atterrissage en douceur. Les propositions misent sur une volonté de restructurer les paiements et les dettes sans nécessairement acculer les clients à la faillite et à saisir des valeurs liquidatives incertaines, diminuées des coûts correspondants. Selon un exemple extrême des différences relevées dans le système canadien, les défauts stratégiques n'existent généralement pas au Canada; se sortir

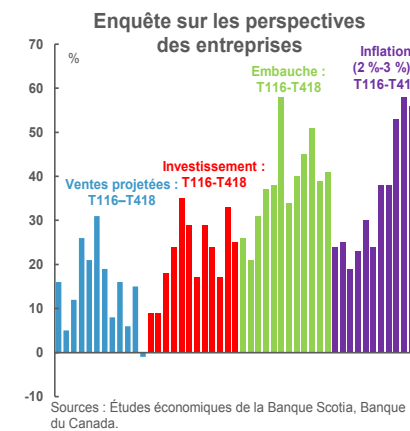
Graphique 21



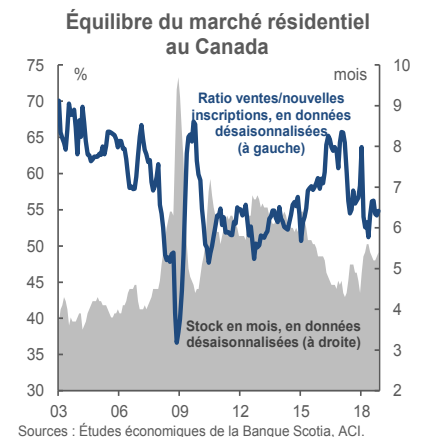
Graphique 22



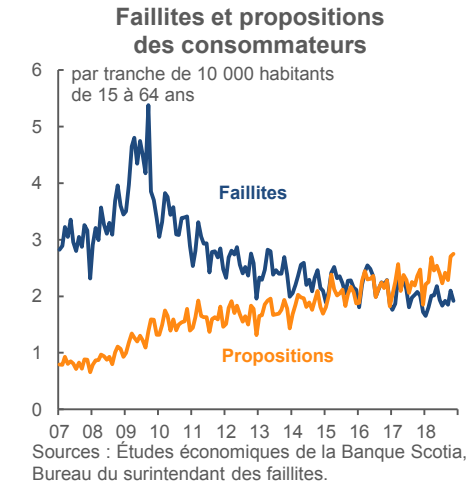
Graphique 23



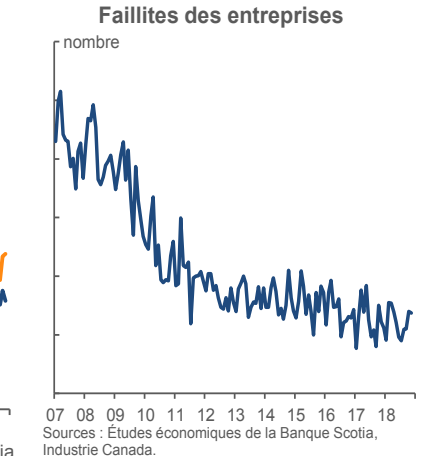
Graphique 24



Graphique 25



Graphique 26



impunément de cette situation n'est généralement pas envisageable, par opposition au remaniement des obligations financières de manière satisfaisante de part et d'autre. Nous constatons généralement, à la longue, que les caractéristiques exceptionnelles du système bancaire canadien restent sous-appréciées par bien des observateurs, ce qui n'est toutefois pas le cas de tous les comptes étrangers qui privilégient l'argent facile.

Il faut aussi noter que les faillites commerciales sont elles aussi très bien orientées vers des creux cycliques, sans toutefois guère attirer l'attention (graphique 26)! Les *propositions* des entreprises ont augmenté dans le dernier mois; toutefois, la volatilité de la séquence ne tient pas compte des observations individuelles : il faut rester sur ses gardes dans l'évolution de la tendance.

Dans l'ensemble, on peut avancer un solide plaidoyer pour faire valoir que généralement, la conjoncture financière est trop facile pour une économie qui réunit les caractéristiques générales du Canada et que la Banque du Canada doit être attentive, sans toutefois être paralysée par l'inquiétude sur la capacité du cycle de la qualité du crédit à absorber un nouveau durcissement.

CONCLUSION : ÊTRE ATTENTIF AUX RISQUES, MAIS ÊTRE PRÊT À CHANGER SON FUSIL D'ÉPAULE AU BESOIN

Nos prévisions pour les interventions de la banque centrale dans chaque pays resteront attentives à la surveillance des grands risques mondiaux, notamment les trois faits de l'actualité géopolitique dont les dates butoirs sont fixées en mars. D'abord, même si nous supposons que la volatilité peut s'accroître, un règlement négocié du Brexit finira par intervenir à l'approche de la date butoir actuelle du 29 mars. Cette date butoir pourrait être décalée, ce qui pourrait faire perdurer l'incertitude; or, la conjoncture politique du Royaume-Uni est trop instable pour se faire une bonne idée des risques à ce stade.

Puis, les États-Unis et la Chine s'entendront sur un règlement négocié qui évitera un dénouement négatif à l'expiration, le 1^{er} mars, du moratoire tarifaire de 90 jours. Les deux pugilistes dans l'arène sont mal en point, pour les fondamentaux chinois comme pour les bénéficiaires des entreprises américaines, et en prévision de l'année des élections présidentielles américaines, nous nous attendons à ce que la pression s'accroisse pour obliger l'administration des États-Unis à stabiliser les risques de la politique officielle. On peut s'attendre à des années d'ambitions conflictuelles, puisque les superpuissances luttent pour leur suprématie; or, le calme pourrait se rétablir à court terme.

Enfin, un dénouement négocié mettra fin à la plus longue paralysie de l'État américain dans les annales, rétablira le financement et, idéalement, relèvera le plafond de la dette en prévision de la date butoir du 1^{er} mars, ou du moins nettement avant la date à laquelle le Trésor américain épuisera ses soldes de fortes liquidités et ses pouvoirs exceptionnels aux environs du milieu de l'été.

Comme celles de la Fed, de la BdC et d'autres banques centrales, nos prévisions seront attentives à cette évolution de la conjoncture. Dans l'ensemble, nous nous attendons à ce que les institutions centrales se comportent comme des adultes, sans toutefois dangereusement courtiser le danger moral afin de se prémunir contre l'instabilité de la conjoncture politique mondiale, surtout monopolisée par les États-Unis.

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

	2018		2019			2020			
	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
(fin de trimestre, en %)									
Canada	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Taux cible à un jour de la BdC	1,75	1,75	2,00	2,25	2,50	2,75	2,75	2,75	2,75
Taux de base	3,95	3,95	4,20	4,45	4,70	4,95	4,95	4,95	4,95
Bons du Trésor à trois mois	1,65	1,80	2,05	2,30	2,55	2,80	2,80	2,80	2,80
Obligations du Canada à deux ans	1,86	2,00	2,20	2,45	2,65	2,85	2,85	2,85	2,85
Obligations du Canada à cinq ans	1,89	2,10	2,30	2,55	2,75	2,95	2,95	2,95	2,95
Obligations du Canada à dix ans	1,97	2,20	2,35	2,60	2,80	3,00	3,00	3,00	3,00
Obligations du Canada à 30 ans	2,18	2,35	2,50	2,75	2,90	3,10	3,10	3,10	3,10
États-Unis	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Taux cible des fonds fédéraux	2,50	2,50	2,75	3,00	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25
Taux de base	5,50	5,50	5,75	6,00	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25
Bons du Trésor à trois mois	2,36	2,40	2,65	2,90	3,15	3,15	3,15	3,15	3,15
Bons du Trésor à deux ans	2,49	2,75	2,90	3,10	3,30	3,30	3,30	3,30	3,30
Bons du Trésor à cinq ans	2,51	2,80	3,00	3,20	3,35	3,35	3,35	3,40	3,45
Bons du Trésor à dix ans	2,68	2,90	3,10	3,30	3,40	3,45	3,45	3,50	3,55
Bons du Trésor à 30 ans	3,01	3,10	3,25	3,50	3,50	3,60	3,60	3,65	3,65

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Mexique

UN AIR DE DÉJÀ-VU

- Le Mexique affronte une conjoncture complexe, en raison de perspectives externes plus difficiles et de l'incertitude qui règne dans ce pays sur l'orientation de la politique macroéconomique de la nouvelle administration.
- Le Programme économique 2019 laisse entrevoir une vaste réaffectation des dépenses publiques et un basculement des priorités de la politique officielle. Même si le nouveau gouvernement s'engage à faire preuve de rigueur budgétaire, la grande question porte sur sa capacité à respecter le budget.
- En 2019, nous nous attendons à une croissance inférieure à la normale, de l'ordre de 1,6 %, en raison de la multiplication des incertitudes intérieures, de la montée des inquiétudes des marchés et de l'impact des taux d'intérêt élevés.
- Pour ce qui est de la Banxico, nous nous attendons à un autre relèvement de 25 points de base au S1 de 2019 et à un taux directeur de 8,50 % à la fin de 2019.

En 2018, les électeurs mexicains se sont prononcés pour secouer le statu quo politique et ont choisi, comme nouveau président, Andres Manuel Lopez Obrador (AMLO), en donnant à son mouvement une majorité au Congrès qui est très proche de ce qu'il faut pour pouvoir modifier la Constitution. Le grand message de la campagne d'AMLO consistait à mettre un terme à la corruption, ce qui viendra libérer une multitude de ressources consacrées en pure perte à cette lutte et dont le gouvernement pourra se servir pour promouvoir une croissance économique supérieure et plus inclusive. À son avis, le « néolibéralisme » explique la croissance anémique du Mexique, qui devrait donc s'infléchir. Dans ses prévisions, il est nostalgique de la performance économique des années 1960 : à l'époque, la croissance du Mexique s'établissait à une moyenne de 6 %, l'inflation était maîtrisée et le gouvernement exerçait une mainmise forte (et autoritaire) sur l'économie. Il semble que sa présidence tâchera de ranimer ce modèle : le gouvernement entend en quelque sorte prendre de nombreuses décisions économiques, et le président adoptera toutes les décisions importantes au Palais national. Il semble que le Mexique ait oublié tout ce qu'il a perdu à la fin des années 1970 et dans les années 1980, alors que le pays était aux prises avec la correction de toutes les distorsions et de tous les problèmes créés par l'ancien « modèle » de gouvernement « à la main lourde », et que le monde ait spectaculairement changé depuis.

Certaines idées du nouveau gouvernement à propos d'une gouvernance plus inclusive sont préoccupantes. Les soi-disant *consultations publiques* tenues pour savoir s'il faut mettre en œuvre des chantiers publics ont déjà servi à justifier l'annulation du nouvel aéroport à Texcoco et certaines autres décisions. Ce nouveau mécanisme politique était loin d'être représentatif, puisqu'à peine 1 % environ de l'électorat s'est exprimé par scrutin, en faisant fi des critères de l'efficacité économique et en privilégiant des convictions idéologiques. La décision de l'aéroport de Texcoco a provoqué une forte incertitude dans le paysage économique, ce qui devrait peser lourdement sur les investissements dans les années à venir. De plus, en raison du discours ambivalent d'AMLO sur la réforme de l'énergie, le rythme et l'envergure de la mise en œuvre de cette réforme seront probablement réévalués, puisqu'on a mis fin aux nouvelles enchères pétrolières et reporté au deuxième semestre de 2019 les accords d'affermage programmés.

RENSEIGNEMENTS

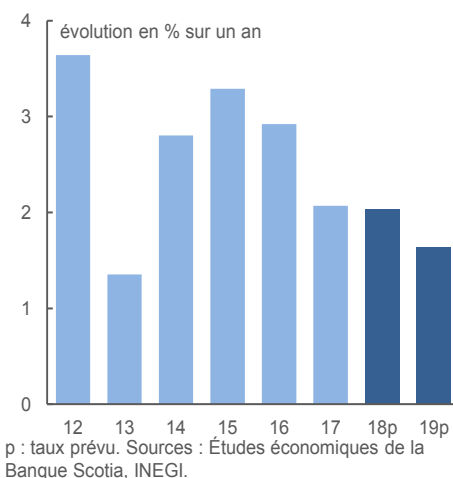
Mario Correa, premier directeur,
Études économiques
 52.55.5123.2683 (Mexique)
 Scotiabank Mexico
mcorrea@scotiab.com.mx

Mexique	2017	2018e	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	2,1	2,0	1,6	2,3
IPC (% sur un an, fp)	6,8	4,8	4,3	3,8
Taux directeur banque centrale (% fp)	7,25	8,25	8,50	7,50
Peso mexicain (USDMXN, fp)	19,66	19,65	21,36	21,81

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

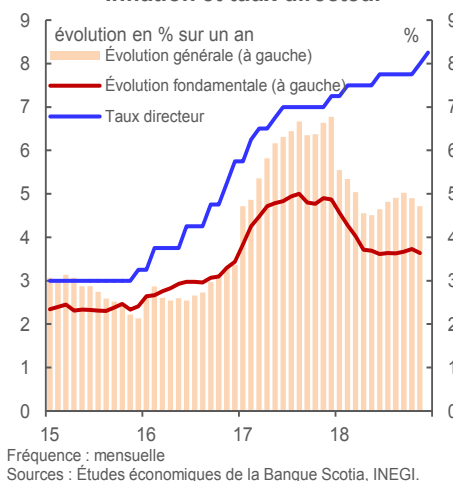
Graphique 1

Taux de croissance annuel du PIB



Graphique 2

Inflation et taux directeur



Ces annonces ont eu tôt fait de multiplier les inquiétudes des marchés, comme en témoigne la détérioration importante des variables financières. En ce qui a trait aux facteurs évoqués ci-dessus, la monnaie mexicaine a été fortement dévalorisée dans les derniers mois, alors que l'accroissement du risque que représente ce pays est venu montrer que les investisseurs exigeaient des primes de risque supérieures sur les actifs mexicains. En outre, dans la foulée de la décision d'annuler le chantier du nouvel aéroport, la perception du risque du Mexique a augmenté brutalement et les taux d'intérêt M Bono sur 10 ans ont atteint des niveaux qu'on n'avait pas vus depuis la crise financière (+9,24 %), alors que les swaps sur défaillance de crédit à 10 ans du Mexique ont aussi bondi pour atteindre des niveaux comparables à ceux qu'ils avaient inscrits après la victoire de Trump.

En revanche, le nouveau pacte commercial conclu entre les gouvernements mexicain, canadien et américain pour l'actualisation de leur accord de libre-échange a permis de tempérer l'incertitude en ce qui concerne les règles des échanges commerciaux entre les trois pays. Même si ce nouvel accord peut affronter une certaine opposition au Congrès américain, notre scénario de base suppose qu'il sera approuvé plus tôt que tard par l'assemblée législative des trois pays.

Le Programme économique approuvé pour 2019 a donné aux marchés un certain répit et a été vu d'un bon œil par les investisseurs puisque, dans l'ensemble, les hypothèses macroéconomiques sous-jacentes n'étaient pas exagérées, alors que les estimations officielles des finances publiques laissent entendre que le nouveau gouvernement s'engage à faire preuve de rigueur financière, en dégagant un excédent primaire de 1 % du PIB et en maintenant à 45,3 % le ratio total de la dette par rapport au PIB.

En règle générale, le budget laisse entrevoir une vaste réaffectation des dépenses publiques et un rééquilibrage important des ressources parmi les institutions et les organismes autonomes, ainsi qu'un basculement des priorités de la politique officielle. En outre, le gouvernement a donné la priorité à la consolidation budgétaire, même s'il n'a guère de marge de manœuvre. De surcroît, même si la croissance des recettes fiscales (+7,0 % en chiffres annuels réels par rapport à la croissance attendue à la fin de 2018) et les compressions de dépenses opérationnelles (de l'ordre de 0,7 % du PIB) peuvent paraître légèrement optimistes, la grande question est la capacité ou la volonté du gouvernement de respecter le budget. On ne connaît toujours pas les incidences de la réaffectation des dépenses publiques sur l'activité économique.

Les grands projets envisagés par la nouvelle administration pour le budget des dépenses de 2019 gonflent ce budget de 251,6 milliards de MXN. On peut classer ces projets dans trois grandes catégories : premièrement, les programmes sociaux, constitués essentiellement de l'aide financière offerte aux citoyens dans le besoin, dont la *pension pour les personnes handicapées* (7 milliards de MXN) et la *pension pour le mieux-être des personnes âgées* (100 milliards de MXN). Deuxièmement, les programmes d'infrastructures publiques auxquelles l'État donne la priorité, comme le *train maya* (6,0 milliards de MXN), la *modernisation et la réfection de l'aéroport et des infrastructures de connectivité* (18 milliards de MXN), et enfin, le *plan de reconstruction*, qui vise à remettre en état les zones dévastées par le séisme (8 milliards de MXN). Troisièmement, les programmes d'emplois et de production, sur lesquels s'est également penché le gouvernement, dont le programme qui s'adresse à la *population des jeunes appelés à bâtir l'avenir* (44,3 milliards de MXN); ces programmes permettront de verser des bourses aux étudiants du premier cycle et d'offrir des stages aux étudiants du deuxième cycle. Enfin, le Plan de l'énergie déposé par AMLO prévoyait la construction d'une nouvelle raffinerie à Dos Bocas, dans l'État de Tabasco, pour la somme totale de 50 milliards de MXN.

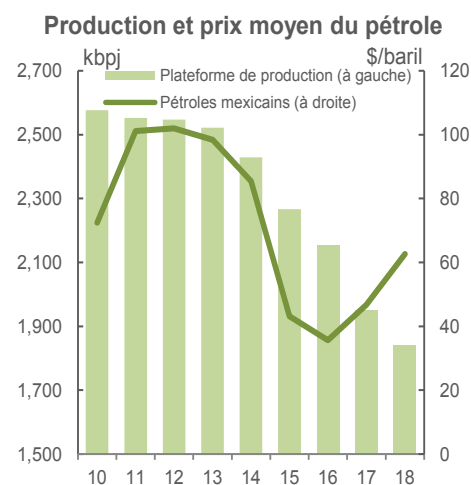
PERSPECTIVES

Du point de vue des perspectives économiques, 2019 s'annonce plutôt difficile pour l'économie mexicaine, et nous avons remanié notre scénario macroéconomique central pour tenir compte de l'incertitude intérieure exacerbée par les politiques du nouveau gouvernement, sur fond de perspectives externes plus complexes et de durcissement des conditions financières.

Sous l'angle de la conjoncture externe, nous considérons que les risques de baisse des perspectives ont augmenté. Même si l'on s'attend à ce que la croissance mondiale se poursuive à un rythme satisfaisant en 2019, on s'inquiète de plus en plus de l'éventuelle décélération de l'économie, qui pourrait être plus fulgurante qu'attendu, dans les grandes puissances économiques comme dans les marchés émergents. En plus de ralentir encore l'activité économique du fait de la maturation des forces cycliques, nous croyons que les tensions commerciales chroniques, la montée des risques géopolitiques et le durcissement des conditions financières mondiales pourraient assombrir l'humeur des investisseurs et déclencher sur les marchés financiers une volatilité qui pourrait peser encore plus sur les marchés émergents.

Pour ce qui est de la conjoncture intérieure, nous nous attendons à ce que l'incertitude prime dans le nouveau cadre politique, ce qui aura de profonds retentissements sur l'investissement comme sur la consommation des ménages. On s'attend cette année à un décalage considérable

Graphique 3



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, PEMEX.

des dépenses publiques, puisque le processus d'apprentissage naturel de la nouvelle administration sera alourdi par les changements spectaculaires que met en œuvre le nouveau gouvernement, par exemple la *Loi fédérale sur les salaires des fonctionnaires*, qui plafonne les traitements des hauts fonctionnaires, ce qui décourage nombre d'entre eux de se consacrer à une carrière dans le secteur public. Cet exode du capital humain viendra probablement écorner l'efficacité de l'État. Le Programme économique de 2019 a même pour objectif la rigueur budgétaire; il y a un risque d'exécution en ce qui concerne la capacité du gouvernement à appliquer le nouveau budget, en plus de la réaction en chaîne produite sur l'économie par la réaffectation des ressources budgétaires publiques.

Sous cet angle, nous nous attendons à une croissance léthargique de l'activité économique et de l'emploi, ainsi qu'à des niveaux légèrement inférieurs de taux d'intérêt et à des pressions à la hausse sur le taux de change. De plus, la consommation des ménages devrait se décélérer encore du fait de l'incertitude et de la multiplication des inquiétudes des marchés. Selon notre évaluation, l'investissement privé est censé inscrire une contraction en raison des facteurs évoqués ci-dessus, ainsi que de l'effritement de la confiance des investisseurs, qu'il ne sera pas facile de rétablir et qui a de fortes chances de se détériorer encore plus. Il est utile de signaler que même le ministère des Finances s'attend à une croissance nulle de l'investissement pour 2019 dans son cadre macroéconomique.

Par contre, nous nous attendons à ce que le marché externe continue d'être le secteur le plus dynamique. Même si l'activité industrielle est en quelque sorte en train de se ralentir aux États-Unis, nous prévoyons que les exportations inscriront des chiffres positifs, grâce à la léthargie de la monnaie mexicaine. Nous notons également que ce secteur a l'occasion d'accroître sa part du marché, puisque les sanctions tarifaires imposées sur les importations américaines au départ de la Chine pourraient rendre les exportations mexicaines plus attrayantes pour la clientèle nord-américaine. Enfin, les perspectives inflationnistes sont appelées à s'améliorer légèrement en 2019, puisque l'inflation de synthèse tombera à 4,34 %. Par contre, nous nous attendons à une certaine résistance contre la diminution de l'inflation fondamentale en raison des récents effets d'entraînement provoqués par la léthargie de la monnaie.

Brésil

CROISSANCE EN DEMI-TEINTE ET MODESTES RÉFORMES À VENIR

- Nous nous attendons à ce que l'économie brésilienne progresse à un rythme plutôt modeste de 2,3 % en 2019, alors que la production industrielle et la demande intérieure viendront plafonner la croissance. Les dépenses publiques ne devraient guère bouger, puisque le programme de réformes du nouveau gouvernement : a) n'est pas très ambitieux; et b) affronte des vents contraires sur la scène politique. Sans remaniement budgétaire, la baisse des investissements privés continuera de représenter un problème, et sans réforme, la productivité continuera de limiter la croissance.
- L'indépendance de la banque centrale (BCB) fait partie des quelques réformes pour lesquelles nous entrevoyons un dénouement favorable. En concédant à la banque centrale une plus grande autonomie officielle, de concert avec la réforme du président Temer pour le TJLP (le taux de référence à long terme de la BNDES), il se pourrait que dans l'ensemble, le taux directeur réel neutre de la BCB soit abaissé, ce qui est l'un des rares changements structurels positifs que nous entrevoyons pour l'économie brésilienne. Or, malgré ces améliorations, nous nous attendons à ce que la BCB relève plus vigoureusement ses taux que ce que laissent entendre la courbe DI (des swaps de taux d'intérêt IRS) et l'enquête Focus de la BCB.

LA CROISSANCE EST APPELÉE À RESTER TIMIDE

L'enquête Focus de la BCB chiffre à 2,55 % le taux de croissance de 2019, ce qui est légèrement supérieur à notre prévision de 2,3 % pour l'année. En raison des faibles taux d'investissement du pays (qui sont presque en permanence inférieurs à 18 % du PIB), du ralentissement de l'économie mondiale et des cours amoindris et plus volatils des produits de base, le taux de croissance potentiel du Brésil n'est plus que l'ombre de ce qu'il était au début des années 2000. Nous n'avons pas encore vu de grandes propositions de relance de la productivité de la nouvelle administration, et à notre avis, les efforts de remaniement budgétaire et la réforme des pensions ne viendront améliorer que marginalement le déficit budgétaire; autrement dit, la désintervention du secteur public continuera de représenter un enjeu.

La production industrielle du Brésil s'est un peu améliorée dans la dernière année; or, elle n'a progressé qu'à un rythme annuel moyen de 2,3 % dans les 12 derniers mois pour lesquels nous disposons de statistiques. Puisque la croissance mondiale se ralentit et que les taux d'intérêt du pays sont orientés à la hausse, il est improbable que l'activité industrielle prenne beaucoup de vitesse à court terme. Toujours est-il qu'il semble y avoir eu un ralentissement dans les derniers mois. De même, la demande intérieure des ménages s'est elle aussi accélérée quelque peu dans les derniers mois; or, le rythme de cette accélération est lui aussi timide. Dans l'ensemble, il n'y a guère de signe qui milite en faveur d'une accélération de la croissance, sauf s'il se produit un choc externe retentissant et inattendu, qu'il s'agisse des cours des produits de base ou de la demande externe.

Pour ce qui est des réformes, comme nous le faisons valoir depuis quelques mois, il n'y a guère de chance, à nos yeux, que le nouveau gouvernement puisse réaliser beaucoup plus : 1) qu'une modeste réforme des pensions (qui ne toucherait essentiellement que les travailleurs du secteur public — selon notre scénario de base, cette réforme s'étendrait aux « nouveaux travailleurs » et si elle s'étendait à « tous les travailleurs », ce serait une surprise à la hausse); b) que le projet de loi sur l'indépendance de la BCB (qui donnerait aux membres du conseil d'administration des mandats fixes hiérarchisés); et c) que de modestes progrès dans la capitalisation des sociétés à capital ouvert et, selon le scénario des bonnes surprises, dans de nouvelles prises de participation privatisées dans des sociétés comme Eletrobras. Dans l'ensemble, ces réformes sont de bonnes nouvelles à notre avis; or, elles sont loin de ce qu'il faut réaliser sous l'angle de la productivité et des finances publiques.

RENSEIGNEMENTS

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

Brésil	2017	2018e	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	1,1	1,1	2,3	2,5
IPC (% sur un an, fp)	3,0	4,1	5,2	5,4
Taux directeur banque centrale (% fp)	7,00	6,50	8,25	8,75
Réal brésilien (USDBRL, fp)	3,31	3,88	4,27	4,52

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



LE CASSE-TÊTE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Le Brésil a l'un des taux directeurs neutres les plus élevés dans le monde, qui sont estimés dans une fourchette de 4,5 % à 5,5 %. [Plusieurs raisons l'expliquent](#), notamment : 1) un taux d'épargne léthargique; 2) la segmentation du marché du crédit; 3) une prime de risque budgétaire; 4) l'inertie de l'inflation à cause de l'indexation; et 5) la non-indépendance, officiellement, de la banque centrale brésilienne; autrement dit, le cycle politique gêne le cycle monétaire. Voici les bonnes nouvelles sous cet angle :

- La réforme du TJLP adoptée par le président Temer, qui permet de réduire la segmentation du marché du crédit brésilien. Plusieurs raisons expliquent cette segmentation; ainsi, la BNDES a consenti d'énormes prêts à un taux d'intérêt fortement subventionné (le TJLP); or, au lieu de consentir ces prêts à des acteurs qui n'avaient pas accès au marché du crédit, l'État les a consentis à des « champions nationaux », ce qui a eu pour effet de sortir du marché les emprunteurs très solvables, en laissant les marchés publics aux prises avec un fonds collectif de titres de crédit plus risqué.
- Bien que nous doutions que le gouvernement Bolsonaro soit super réformateur, notre scénario de base prévoit une version modeste de la réforme des pensions, de concert avec le projet de loi sur l'« indépendance de la BCB », comme principaux résultats de la nouvelle administration. On s'attend à ce que la BCB attribue, aux membres permanents de son conseil d'administration, des mandats hiérarchisés, ce qui la rendrait moins vulnérable aux changements dans le pouvoir exécutif.

Nous croyons que ces deux mesures réunies auront pour effet de dénouer partiellement les facteurs qui expliquent les taux d'intérêt élevés du Brésil. Nous ne pensons pas que ces mesures seront suffisantes pour comprimer, dans la fourchette de 1,5 % à 2,5 %, les « taux neutres réels » qui existent en Colombie (et qui existaient au Mexique jusqu'à une époque récente); or, nous ne serions pas surpris que les taux neutres réels du Brésil chutent graduellement dans la fourchette des 3,5 % à 4,5 %, puisque les marchés du crédit sont de moins en moins segmentés et que la BCB jouira d'un statut officiel d'indépendance. Par conséquent, il est essentiel d'être attentif à l'approbation du projet de loi sur la BCB, ainsi qu'à la dynamique de l'inflation, pour savoir si les attentes actuelles vis-à-vis du taux SELIC sont exactes.

Pour ce qui est de la dynamique de l'inflation, nous avons eu de bonnes nouvelles à propos de l'indice d'inflation IGP-DI [qui est le composite des prix de gros (60 %), des prix à la consommation (30 %) et des coûts de construction (10 %)], qui a plongé pour passer d'un pic de 10,5 % à 8,5 % environ. Pourtant, une bonne partie de cette baisse s'explique par le rebond du BRL à l'époque des élections, et à notre avis, la déception vis-à-vis des réformes est un facteur potentiel important de risque pour la monnaie brésilienne dans le prochain trimestre. S'agissant de l'IPP manufacturier, nous continuons de relever des pressions récalcitrantes sur les prix, puisque l'inflation des producteurs s'inscrit toujours à 14 %. Malgré la hausse de l'indice IGP-DI et de l'IPP manufacturier, l'IPCA continue de plutôt bien se tirer d'affaire, en se chiffrant à 4,05 % en novembre 2018. À notre avis, pour continuer d'enrayer la dynamique de l'inflation, il faudra miser surtout, dans une large mesure, sur le BRL, et la question des répercussions du couple inflation-taux de change continue de militer en faveur de la désinflation (le Brésil a un taux de répercussion du couple inflation-taux de change relativement élevé, à 20 %-30 %), puisque lorsque l'inflation s'emballe, ce que la monnaie peut déclencher, le pays est toujours aux prises avec de nombreux facteurs d'inflation trop cycliques, qu'il est difficile de mettre en échec.

D'après le marché des taux des DI, la BCB relèvera essentiellement ses taux directeurs de 25 points de base en 2019. Autrement dit, puisque l'inflation dégage un consensus (4,0 %), l'année devrait se terminer avec des paramètres de politique monétaire qui se trouveront toujours en territoire de détente (avec des taux réels d'à peine 2,75 %). En supposant que les réformes adoptées permettront de comprimer les « taux neutres réels », nous croyons toujours que les taux des DI sous-estiment le cycle des hausses de taux de la BCB et leur évolution chronologique. Selon notre scénario de base, la BCB amorcera son cycle de durcissement au début du T2 de 2019 et le taux SELIC terminera l'année 2019 à 8,25 %, avec un taux d'inflation IPCA de 5,2 % au terme de 2019, plutôt qu'au taux de 4,01 % selon la prévision consensuelle de l'enquête Focus de la BCB.

Sous l'angle des taux de change, comme de nombreuses monnaies des marchés émergents, le réal brésilien a profité du ralentissement du cycle de hausses de taux auquel on s'attendait de la Fed à la réunion du FOMC en décembre. Toutefois, à terme, nous nous attendons à ce que l'attention des acteurs du marché soit monopolisée par la question de savoir si le gouvernement Bolsonaro sera en mesure de réaliser les réformes, pour lesquelles nous entrevoyons des résultats limités. Par conséquent, nous nous attendons à ce que la paire USD/BRL s'oriente à la hausse lorsque le T1 de 2019 tirera à sa fin. En outre, les titres boursiers américains représentent un risque à surveiller : une baisse soutenue pourrait avoir pour effet d'accroître la concurrence pour les investissements dans les marchés émergents en raison des moindres valorisations.

Colombie

LA RÉFORME BUDGÉTAIRE PORTE FRUIT; LA BANREP EN RETARD SUR LA COURBE?

- Bien que la réforme budgétaire du gouvernement ait été encore diluée avant d'être adoptée par le Congrès, elle devrait porter fruit dans la solidification de la note de la Colombie pour les titres de qualité investissement. En outre, les baisses des impôts sur les sociétés devraient relancer l'investissement privé, ce qui pourrait accroître la croissance potentielle à long terme.
- Par contre, nous ne sommes pas convaincus par les estimations de la banque centrale (BanRep) selon lesquelles les « taux réels neutres » soient proches de 1,4 %, et nous craignons que la BanRep puisse accuser du retard sur la courbe dans ses hausses de taux, surtout parce qu'elle ne tient pas compte du durcissement de la conjoncture mondiale et qu'elle s'attend à ce que l'économie se rétablisse à son potentiel cette année.

RÉFORME BUDGÉTAIRE : DÉCEVANTE, MAIS FRUCTUEUSE

Bien que la réforme fiscale déposée par le gouvernement en octobre ait été encore diluée par le législateur, elle paraît être à peine suffisante pour porter fruit et atteindre les cibles budgétaires de 2019-2020. On estime que cette réforme viendra rehausser les recettes budgétaires d'environ 80-90 points de base du PIB, ce qui est inférieur aux 140 points de base du PIB que visait le gouvernement Duque, ce qui devrait toutefois être largement suffisant pour préserver la note de qualité investissement de l'État. À notre avis, la mauvaise nouvelle à propos de ce processus était essentiellement le « manque à gagner » qui aurait consisté à opérer un véritable changement budgétaire qui aurait réduit la dépendance budgétaire à l'endroit du pétrole — autrement dit, traditionnellement, une baisse du cours du pétrole de 10 \$ US le baril permet d'atteindre l'équilibre budgétaire avec une détérioration de 40 points de base du PIB.

Sous l'angle de la croissance, l'impact sera négatif, puisque pour atteindre les cibles budgétaires fixées selon la règle du budget, compte tenu de la dilution de 50 à 60 points de base du PIB dans le cadre de la réforme budgétaire, il faudra comprimer d'autant les dépenses. La bonne nouvelle, c'est que le gouvernement Duque a effectivement pu alléger le fardeau fiscal du secteur privé; on pourrait donc constater une certaine relance de l'investissement privé — surtout si nous nous trompons et que la BanRep mène des hausses de taux plus vigoureuses que le consensus et que les cours du pétrole se stabilisent.

Quelle est l'importance des baisses d'impôts des sociétés?

- L'impôt sur les bénéfices passera de 37 % en 2018 à 33 % en 2019, à 32 % en 2020, à 31 % en 2021 et à 30 % à partir de 2022.
- Les sociétés auront également droit, dans leurs investissements, à des allègements fiscaux au titre de la TVA.
- Le gouvernement imposera aussi un impôt de 15 % sur les dividendes de plus de 10,2 millions de COP, ce qui pourrait relancer l'investissement des entreprises.

Le ministre des Finances, Alberto Carrasquilla, s'attend à ce que les baisses d'impôts des sociétés relèvent la croissance potentielle de 40 points de base à long terme — ce que nous croyons envisageable. Par contre, deux volets de la réforme fiscale pourraient avoir des incidences plus incertaines :

- Le relèvement temporaire de l'impôt sur les bénéfices des banques de 4 % pour 2019, qui tombe à 3 % en 2020 et en 2021, pourrait malmener le secteur bancaire.

RENSEIGNEMENTS

Eduardo Suárez, VP, Études économiques, Amérique latine

52.55.9179.5174 (Mexique)

Études économiques de la Banque Scotia

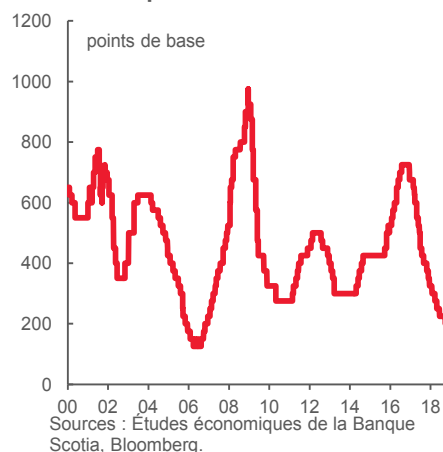
eduardo.suarez@scotiabank.com

Colombie	2017	2018e	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	1,8	2,5	3,3	3,6
IPC (% sur un an, fp)	4,1	3,2	4,8	4,1
Taux directeur banque centrale (% fp)	4,75	4,25	5,75	6,75
Peso colombien (USDCOP, fp)	2 986	3 254	3 210	3 185

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

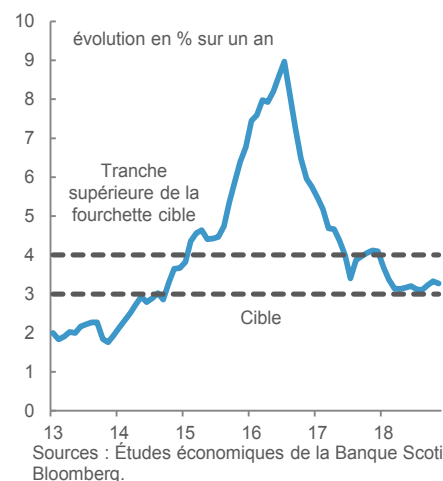
Graphique 1

Écart entre le taux à un jour de la BanRep et les fonds fédéraux



Graphique 2

Inflation en Colombie



- L'impôt temporaire sur la fortune de 1 %, qui s'étend jusqu'en 2021 sur la valeur nette de plus de cinq milliards de COP, pourrait provoquer un exode de capitaux — ce qui pourrait toutefois être compensé par une prorogation de l'amnistie dans le rapatriement des actifs étrangers.

Dans l'ensemble, la réforme fiscale a été fructueuse malgré les nouvelles peu spectaculaires — qui sont à notre avis suffisantes pour sécuriser à terme la note de qualité investissement du pays.

LA CROISSANCE REPREND ENFIN

Sous l'angle de la croissance, nous constatons enfin que l'économie prend de la vitesse, et nous nous attendons à ce que la croissance de l'économie colombienne s'articule autour du potentiel pour cette année (3,3 %) et s'accélère encore plus en 2020 et 2021 (à 3,6 % et 3,7 % respectivement). On pourrait soutenir que les plus récentes statistiques sur les ventes au détail (+6,5 % sur un an) et sur la production industrielle (+5,8 % sur un an) étaient trop élevées pour perdurer; or, elles n'en révèlent pas moins une économie qui suit une trajectoire beaucoup plus vigoureuse. Il est remarquable que pour l'ensemble de 2018, nous constatons un raffermissement constant du secteur industriel. Les ventes au détail, qui avaient évolué latéralement, ont quand même fortement progressé. Sous l'angle de la croissance, nous nous préoccupons essentiellement de l'impact que la léthargie des cours du pétrole pourrait avoir sur l'investissement; or, nous croyons que ce risque est largement masqué par la vigueur de la demande intérieure. À ce stade, l'économie est désormais assez solide pour justifier le durcissement de la politique monétaire.

LE CYCLE DES HAUSSES DE TAUX DE LA BANREP EN RETARD SUR LA COURBE?

Selon le directeur général de la BanRep, Juan José Echavarría, les taux neutres réels de la Colombie sont assez proches de 1,4 % et la croissance actuelle est inférieure au potentiel. À notre avis, la croissance potentielle de ce pays est comprise entre 3,0 % et 3,5 %, et nous croyons que les taux neutres réels gravitent autour de 2,0 % et de 2,5 % : par conséquent, nous sommes d'accord pour dire que la croissance de l'économie colombienne est toujours inférieure à son potentiel, mais nous croyons que la banque centrale accuse un peu de retard sur la courbe sous l'angle de l'inflation. En toute logique, le délai de transmission de la politique monétaire est de l'ordre de 18 mois, et puisque la Colombie n'est pas « affranchie de la politique monétaire mondiale » (autrement dit, elle ne fonctionne pas isolément du cycle des politiques monétaires mondiales), la BanRep joue avec le feu en accusant autant de retard sur la courbe par rapport à la Fed. L'écart entre le taux à un jour de la BanRep et le taux des fonds fédéraux américains se chiffre actuellement à 175 points de base, et puisque l'on s'attend à ce que le FOMC décrète de nouvelles hausses de 25 points de base avant que le consensus s'attende à ce que la BanRep relève l'écart entre les deux, le taux s'inscrirait à son plus bas dans les annales.

À l'heure actuelle, la dynamique de l'inflation reste favorable, puisque l'IPC de novembre s'inscrit à 3,27 % (dans la moitié supérieure de la fourchette cible et latéralement); or, nous craignons que la léthargie chronique du COP risque de faire décoller l'inflation, alors même que l'économie continue de prendre de l'élan — pour atteindre cette année son taux de croissance potentiel. Par conséquent, puisque nous pensons que la BanRep accuse déjà du retard en raison du délai de transmission de la politique monétaire de 18 mois, notre prévision de l'inflation pour 2019 (4,8 %) est supérieure au consensus, et le cycle de durcissement est plus ambitieux que celui dont tiennent compte les taux d'intérêt du pays. (Nous prévoyons des hausses de taux de 250 points de base d'ici le T2 de 2020, alors que les taux d'intérêt du pays ne tiennent compte que de hausses de taux comprises entre 100 points de base et 125 points de base sur les deux prochaines années.)

Le COP est la pire des grandes monnaies des marchés émergents depuis le début d'octobre, puisqu'il a perdu plus de 7,5 % dans le quatrième trimestre de 2018. Le plongeon des cours du pétrole, de concert avec le faible portage de la monnaie en raison de la politique monétaire conciliante de la BanRep — qui justifie un rapprochement de l'écart par rapport à la Fed —, explique les pertes du COP. À notre avis, la « réforme budgétaire » n'a pas suffi à relancer un rebond du peso porté par la conjoncture; autrement dit, à terme, la monnaie est toujours à la merci des sautes d'humeur des cours du pétrole à l'échelle mondiale et explique les différentiels — ce qui paraît, dans ce dernier cas, se répercuter encore plus sur le peso dans les prochains mois. C'est pourquoi nous prévoyons que le peso fléchira graduellement, même si un basculement de la politique de la BanRep devait permettre de stabiliser le peso si ce basculement se matérialise. Or, d'après le communiqué le plus récent de la banque centrale, rien ne laisse entendre qu'elle se fera moins conciliante.

Pérou

2019 : COMPARABLE À 2018, MAIS AVEC UNE MEILLEURE ORIENTATION À LA HAUSSE

- Le Pérou amorce 2019 avec des dépenses de consommation vigoureuses et un solide marché du travail.
- Les chantiers miniers augmentent la croissance de l'investissement privé, qui serait autrement modeste.
- L'investissement de l'État sera le facteur de basculement, qui comporte à la fois des risques élevés de hausses et de baisses.
- Les comptes budgétaires étonnamment solides en 2018 constituent une plateforme saine pour 2019.
- La politique monétaire pourrait rester en veilleuse pendant plus longtemps, en raison de l'inflation anémique et de l'incertitude sur les marchés financiers mondiaux.

La croissance du PIB finit 2018 sur une très bonne note. Pour le T4 de 2018, elle devrait frôler les 5 %, et pour l'année entière, elle devrait être supérieure à notre prévision de 3,7 % et se rapprocher de 4,0 %.

Pour 2019, notre prévision du PIB se chiffre à 4,0 %. Nous croyons généralement que la croissance sera comparable à celle de 2018, grâce aux contributions de quelques projets d'investissements importants, soit essentiellement le chantier d'extraction du cuivre de Quellaveco, de 5,3 G\$ US. La progression de certains chantiers d'infrastructures comme l'aéroport de Lima pourrait également contribuer à la croissance.

L'année 2018 a donné des signes particulièrement encourageants, qui devraient se transposer sur 2019 : les principaux facteurs de croissance ont été la demande intérieure des ménages et les secteurs distincts des ressources. En particulier, 2018 s'est soldée par les signes d'un portefeuille en quelque sorte plus vaste de projets d'investissement privés à l'horizon et par une croissance du marché du travail privé formel de plus de 4,0 %, ce qui devrait soutenir une croissance de la consommation de 3,5 % en 2019 (contre 3,4 % en 2018). L'essor de l'agro-industrie a apporté un concours particulièrement solide à la croissance formelle de l'emploi.

Notre prévision de croissance de l'investissement privé de 6,5 % en 2019 représente une légère amélioration sur 2018 et est loin de la croissance dans les deux chiffres comptabilisée avant 2014. Toutefois, nous sommes un peu sur nos gardes, compte tenu de l'incertitude mondiale en 2019, surtout en ce qui concerne les cours des métaux. Nous nous attendons à ce que ce chiffre soit orienté à la hausse. La conjoncture économique actuelle est plutôt optimiste malgré les secousses politiques intérieures, et l'industrie minière y contribuera. Nous nous attendons à ce que l'investissement dans les mines gagne 13 % en 2019, ce qui est un peu plus modeste que les 20 % que nous estimons pour 2018.

Dans le même temps, la croissance de l'investissement de l'État est beaucoup plus incertaine. Dans les deux dernières années, on pourrait dire que le désordre politique a eu un impact plus retentissant sur l'investissement public que sur l'investissement privé. Toutefois, le nombre de changements au sommet de la hiérarchie, qu'il s'agisse du président ou des membres du cabinet, qui se sont produits en 2018 a été atypique et ne devrait pas se reproduire (faut-il l'espérer!) en 2019. Par conséquent, puisque l'actuel gouvernement se stabilise, l'investissement public devrait s'améliorer. Pourquoi alors prévoir que la croissance de l'investissement public se ralentira à 2,8 % en 2019 contre 8,8 % en 2018? Parce que les deux tiers du budget de l'investissement public sont confiés aux administrations régionales et locales, qui viennent de se renouveler après les élections

RENSEIGNEMENTS

Guillermo Arbe, chef, Études économiques

511.211.6052 (Pérou)

Scotiabank Peru

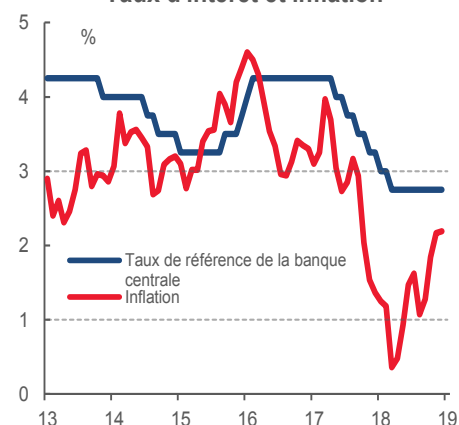
guillermo.arbe@scotiabank.com.pe

Pérou	2017	2018e	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	2,5	3,7	4,0	4,0
IPC (% sur un an, fp)	1,4	2,2	2,4	2,5
Taux directeur banque centrale (% fp)	3,25	2,75	3,25	3,50
Sol péruvien (USDPEN, fp)	3,24	3,37	3,30	3,25

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1

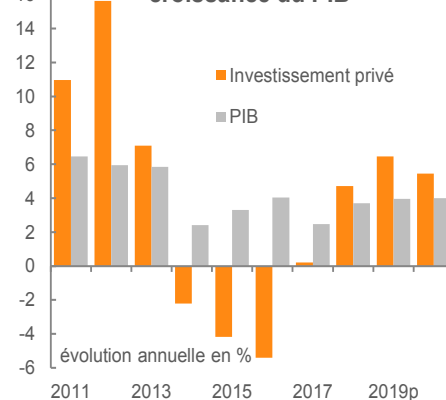
Taux d'intérêt et inflation



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Banque centrale du Pérou, INEI.

Graphique 2

Investissement privé et croissance du PIB



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Banque centrale du Pérou.

récentes. Généralement, l'investissement des administrations régionales et locales baisse en flèche dans les années au cours desquelles les nouveaux responsables entrent en fonction, en raison de la forte rotation et de la léthargie des cadres institutionnels.

Par souci de précision, des risques assombrissent l'horizon de 2019, notamment une éventuelle pression sur les cours des métaux, l'incertitude de la conjoncture politique, ainsi que la volatilité et l'incertitude des marchés financiers mondiaux; le marché des changes constituera un grand motif de préoccupation. Or, ces risques ont déjà existé, dans une large mesure, en 2018, ce qui n'a pas empêché le PIB de croître assez vigoureusement, peut-être même plus que ce à quoi on aurait pu s'attendre dans les circonstances.

Le déficit budgétaire constituait un motif de préoccupation pour bien des observateurs au début de 2018; or, l'inquiétude s'est apaisée depuis : au lieu de se gonfler à 3,5 % (contre 3,1 % en 2017) comme l'avaient prévu le gouvernement et une grande partie du marché, le déficit budgétaire a en fait baissé pour s'établir à une estimation de 2,8 %. Cette amélioration est attribuable à des recettes fiscales supérieures aux prévisions, et en particulier à la taxe de vente liée à la demande intérieure, ce qui est une bonne nouvelle, mais aussi à l'investissement beaucoup trop faible du secteur public. En 2019, nous nous attendons à ce que le déficit se replie un peu plus, à 2,5 %, puisque ces deux facteurs devraient perdurer dans une certaine mesure. Nous espérons que nous aurons tort et que l'investissement du secteur public ressortira à un chiffre supérieur à celui auquel nous nous attendons.

L'inflation a fini 2018 à 2,2 %, ce qui est supérieur au point médian de la fourchette cible de la banque centrale (entre 1 % et 3 %). Il n'y a pas, à l'horizon, de pressions sur la demande qui pourrait accroître l'inflation. Ainsi, exception faite des chocs de l'offre liés aux conditions météorologiques, l'inflation devrait continuer d'évoluer confortablement dans cette fourchette. Nous n'apportons qu'un léger remaniement à nos prévisions, en abaissant l'inflation de 2019 de 2,5 % à 2,4 %, pour tenir compte de la baisse des prix des carburants.

Qu'en est-il de la politique monétaire? Nous ne croyons pas que la banque centrale s'empresse de relever ses taux. L'inflation comme la croissance du PIB évoluent à des rythmes raisonnables. Le taux de référence, à 2,75 %, est encore un peu faible statistiquement et par rapport à l'idée que se fait la banque centrale d'un taux neutre (1,75 % en chiffres réels ou plus de 3,5 % en chiffres nominaux), ce qui constitue la principale raison pour laquelle nous continuons de croire que la banque centrale relèvera deux fois son taux directeur, à 3,25 %. Toutefois, notre conviction s'est infléchie au fil du temps, en raison de l'incertitude qui règne sur les marchés mondiaux, et nous entrevoyons un scénario dans lequel il n'est plus du tout hors de question que la banque centrale ne relève pas son taux directeur.

L'évolution du PEN est de loin la plus difficile à prévoir. En 2018, le marché n'a pas été régi par les fondamentaux autant qu'il l'a été par les mouvements de capitaux à court terme, qui tiennent compte de la montée du risque des marchés émergents. Il n'est pas facile de justifier la dévalorisation de 4 % du PEN en 2018 : les cours des métaux ont été, en moyenne, très comparables à ceux de 2017; le Pérou a comptabilisé un excédent commercial confortable; le compte courant comme le compte budgétaire se sont améliorés; et aucune agence de notation n'a changé sa note pour le Pérou. Certes, la conjoncture politique a été floue, ce qui n'a pas vraiment paru être le facteur qui explique l'évolution du PEN. Les vrais facteurs ont été le dollar US et la conjoncture mondiale. Il faut donc se demander si les fondamentaux s'illustreront de nouveau en 2019 et si le dollar US sera bien orienté ou non, en plus de s'interroger sur l'évolution des cours des métaux. Il y a bien des questions et beaucoup d'incertitudes. Or, pour être cohérents avec nos propres attentes vis-à-vis du dollar US et des cours des produits de base et avec notre propre point de vue qui veut que la léthargie du PEN surcible son seuil en 2018, nous croyons que cette monnaie devrait se fortifier en 2019. C'est pourquoi nous ne changeons pas notre prévision de 3,30 à la fin de 2019, en signalant toutefois que la conjoncture est particulièrement incertaine. Toujours est-il qu'il n'est pas probable qu'un rebond se produise de sitôt, puisque la tendance actuelle de la dévalorisation est forte. Il y a une bonne chance que le PEN continue de fléchir au début de 2019 et qu'il dépasse peut-être la barre des 3,40 avant de commencer à se renforcer.

Voici un dernier mot sur la conjoncture politique et sur les enquêtes de corruption qui constituent de très grands enjeux. Le Pérou vient de traverser deux années de tumulte politique. Or, dans le même temps, le régime Vizcarra a monté en force, et les partis de l'opposition au Congrès se sont affaiblis. En outre, la politique économique n'a pas changé. Ces deux facteurs nous amènent à croire, sans trop nous faire d'illusions, que 2019 devrait être une année politiquement plus calme. Ce qui ne veut toutefois pas dire qu'elle ne sera pas non plus de tout repos. Il y aura toujours du bruissement, surtout en ce qui concerne les enquêtes de corruption. Toutefois, ce bruissement ne devrait pas mettre en péril la gouvernabilité ni la politique économique du pays. C'est ce qui compte en définitive.

Chili

LA CROISSANCE, QUI S'EST RALENTIE AU S2, POURRAIT CONTINUER DE LE FAIRE AU T1 DE 2019

- Nous nous attendons à ce que le rythme de croissance s'établisse à 3,9 % en 2018 et à 3,2 % en 2019, en plus d'inscrire une vélocité plutôt faible au T1 et une amélioration progressive par la suite. De nombreuses prévisions sur le marché devraient être élargées pour s'établir à ce niveau.
- Les attentes inflationnistes des marchés ont été réduites en raison d'effets particuliers et généraux à la fois. Pour 2019, nous continuons de prévoir un taux d'inflation de 3 %. Nous nous attendons à ce qu'en janvier, la banque centrale augmente son taux directeur à 3 %, avant d'enchaîner avec quelques hausses comparables (soit une à la fin du T2 et l'autre au S2), pour terminer l'année à 3,5 %.
- Dans les derniers mois, l'indice de confiance des entreprises a replongé en territoire pessimiste. La conjoncture étrangère et intérieure a nui à l'humeur des marchés au Chili au S2 : léthargie récalcitrante du cours du cuivre; raffermissement du dollar américain; montée de l'intolérance au risque. Certains chiffres et les réalités politiques n'ont pas répondu aux attentes, par exemple un taux de croissance qui se rapproche de 4 % plutôt que de 4,5 % et le décalage des réformes de la fiscalité des revenus et du marché du travail, qui sont essentielles pour consolider la croissance.
- Les taux à long terme devraient renouer avec une tendance modérée à la hausse; dans le même temps, la valorisation limitée de la monnaie chilienne (par rapport au dollar US) continue de représenter notre scénario central. Les risques pour notre scénario de base sont élevés à ce stade; or, dans le même temps, nous pensons que dans les derniers trimestres, des facteurs de stabilisation se sont fait jour et pourraient empêcher des écarts prononcés.

LE POINT SUR LA CONJONCTURE MACROÉCONOMIQUE TERNE, QUI DRAINE LA CROISSANCE ET L'INFLATION

Les données récentes sur l'économie sont inférieures aux attentes des marchés. En novembre, l'activité économique a crû de 3,1 % sur un an, alors que les indicateurs préliminaires laissent entendre que grâce à la légère amélioration inscrite en décembre, le PIB pourrait se chiffrer à 3,2 % sur un an au T4 et à 3,9 % pour l'année entière, même s'il reste probable que le résultat soit légèrement supérieur (4 %). Or, il faut s'attendre à un ralentissement pour 2019, probablement à 3,2 % ou un peu plus. Des vents contraires continuent de souffler sur la croissance : le cours du cuivre n'a pas monté autant que s'y attendaient de nombreux analystes, l'intolérance au risque dans le monde entier est toujours forte, et la lente amélioration de la conjoncture intérieure pour ce qui est des réformes économiques et du marché du travail pèse sur les attentes des entreprises, qui sont retombées en territoire pessimiste en novembre, comme nous l'avions prévu dans le rapport d'octobre.

Malgré tout, certains indicateurs avancés de l'investissement ont été mieux orientés : la compilation publique la plus importante laisse entrevoir une forte augmentation de l'investissement pour 2019 et 2020. Par contre, la consommation semble vouloir se ralentir depuis peu. Nous devons attirer l'attention sur la première contraction des ventes de voitures depuis deux ans, qui pèsera sur le total des chiffres pour les dépenses de consommation. On ne s'attend pas à ce que le marché du travail soit d'un grand secours : la croissance de l'emploi devrait rester timide, et le taux de chômage diminuera probablement petit à petit dans les années à venir (en supposant que la croissance de l'économie ne sera pas supérieure au potentiel, estimé à un rythme compris entre 3 % et 3,5 %, et que la

RENSEIGNEMENTS

Benjamin Sierra, économiste des marchés financiers

56.2.2619.4974 (Chili)

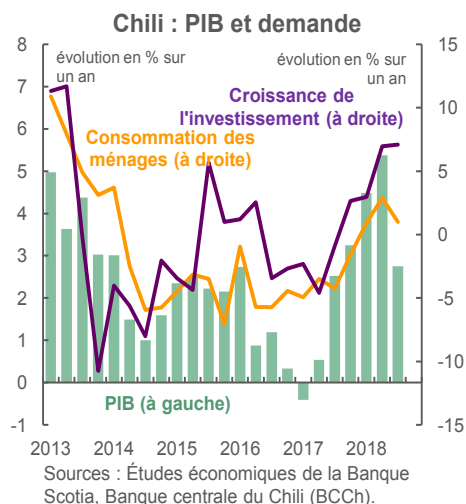
Scotiabank Chile

benjamin.sierra@scotiabank.cl

Chili	2017	2018e	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	1,5	3,9	3,2	3,2
IPC (% sur un an, fp)	2,3	2,6	3,0	3,0
Taux directeur banque centrale (% fp)	2,50	2,75	3,50	4,00
Peso chilien (USDCLP, fp)	615	694	650	640

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



réforme du travail menée par l'ancienne administration pèsera probablement sur l'embauche et qu'on ne sait pas vraiment quand le problème sera corrigé). L'inflation, qui continue d'être bien maîtrisée, ne devrait pas atteindre la cible de la politique monétaire (3 %) avant la fin de 2019 au mieux. Font partie des facteurs qui tirent à la baisse les attentes inflationnistes, le plongeon des cours du pétrole et la demande intérieure moindre qu'attendu. La banque centrale (BCCh), qui a maintenu à 2,75 % en décembre le taux directeur (ce qui correspond à un niveau procroissance), a conservé une orientation baissière, et la plus grande partie du marché s'attend à un relèvement de 25 points de base le 30 janvier 2019. Nous croyons que cette hausse sera suivie d'un relèvement comparable en juin, puis d'un autre au S2, qui ne sera pas plus fort. Le Chili ne devrait pas atteindre avant 2020 un taux directeur neutre (compris entre 4 % et 4,5 % selon la BCCh). On s'attend à ce que la politique budgétaire soit plus prudente qu'elle l'a été dans les dernières années, avec un taux de croissance approuvé dans la loi de 3,2 % pour 2019 (par rapport à la loi de 2018), qui se soldera par un déficit de 1,7 % du PIB. Puisque les dépenses de 2018 ont été supérieures à celles qui ont été estimées dans le budget, la croissance réelle des dépenses en 2019 (par rapport aux dépenses réelles de 2018) serait nettement inférieure à ce chiffre et s'établirait aux alentours de 1,4 %.

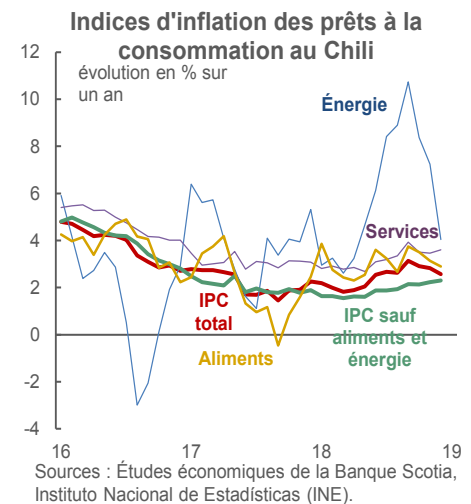
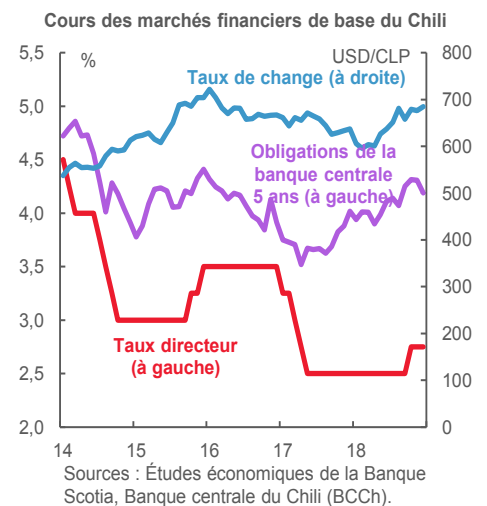
Dans cette conjoncture intérieure et étrangère, les taux à long terme se sont repliés à la fin de 2018 et resteront probablement léthargiques au moins au T1, lorsque les marchés auront terminé de remanier leurs attentes. Toutefois, nous continuons de nous attendre à une tendance à la hausse modérée jusqu'à la fin de l'année, puisque la croissance économique (même si elle n'est pas exceptionnelle) viendra continuer de réduire les écarts de production et que les attentes vis-à-vis de la politique monétaire devraient être progressivement moins conciliantes à mesure que l'année avance. S'agissant du taux de change (USD/CLP), la large fourchette des échanges devrait à nouveau constituer la règle. Nous estimons que la récente augmentation, qui cadre en quelque sorte avec les facteurs quantitatifs, est davantage une réaction à la volatilité internationale qu'une évolution de la tendance. C'est pourquoi nous continuons de nous attendre à une légère valorisation du peso chilien d'ici la fin de 2019, aux alentours de 650, puis de 640 en 2020. Les facteurs critiques prévus comme le cours du cuivre, la valeur internationale du dollar US et une moindre intolérance au risque, devraient modérément aider à atteindre cet objectif.

LE PANORAMA POLITIQUE : PAS DE TEMPÊTE, MAIS DES NUAGES ET UNE BRISE RÉCONFORTANTE

Tout indique que la lune de miel entre le nouveau gouvernement et les électeurs tire à sa fin. La popularité du président baisse depuis plusieurs semaines d'affilée. Cette baisse de popularité s'explique en partie par l'absence de reprise économique. En outre, la flambée de l'agitation ouvrière (justifiée ou provoquée) et certains problèmes avec les communautés autochtones dans une région du pays finissent par représenter des motifs de préoccupation politiques. Or, 2019 sera une année décisive pour apporter des améliorations : il s'agit de la dernière année sans élection dans la période en cours, et il faudra approuver et commencer à réaliser les réformes essentielles (fiscalité des revenus, marché du travail et régime de pensions). Malgré les récents reculs de la popularité, compte tenu de la capacité politique constatée dans la première année, nous restons optimistes quant à la probabilité de résultats favorables (même s'ils ne sont pas optimaux), ce qui permettrait d'améliorer la croissance économique dans les années à venir, en plus des effets d'entraînement favorables à très court terme.

RISQUES : MOINDRE PROBABILITÉ DE SCÉNARIOS MOINS DIVERGENTS

La probabilité de différents scénarios dans notre cas de base (qu'ils soient positifs ou négatifs) est relativement plus forte qu'à d'autres époques. La Chine, le cours du cuivre et la trajectoire du taux directeur de la Fed seront les autres scénarios les plus importants, alors que dans l'économie intérieure, la capacité du gouvernement à nouer des alliances avec l'opposition modérée du centre gauche est décisive. Or, les conséquences de ces scénarios à risque ne devraient pas être aussi catastrophiques, puisque certains « facteurs de tamponnage » se sont installés ou fait jour, par exemple un gouvernement très attaché au développement économique et dont la capacité politique est supérieure à ce qu'elle était dans la période de 2010 à 2014, de concert avec des gouvernements plus bienveillants avec les marchés dans la région.

Graphique 2

Graphique 3


Royaume-Uni

L'INCERTITUDE À L'ORDRE DU JOUR

- **La croissance devrait être stable, à 1,5 % environ, si le Brexit sans accord est évité, ce que nous supposons. Le Brexit sans accord assombrerait considérablement les perspectives du Royaume-Uni.**

Y aura-t-il divorce ou non? Le Brexit et les conditions dans lesquelles le divorce est négocié ou non sont les forces dominantes qui influent sur les perspectives du Royaume-Uni. Nous continuons de croire que l'on finira par s'entendre sur un règlement négocié, même si les probabilités que le pacte déjà déposé soit adopté paraissent faibles et que l'Europe ne semble pas du tout avoir envie de renégocier l'accord conclu. À notre avis, les coûts économiques d'un Brexit sans accord en mars sont, pour le Royaume-Uni, suffisamment négatifs pour affirmer que l'accord ne sera pas adopté. On ne sait toujours pas si on évitera un Brexit sans accord en adoptant le pacte actuel, en le modifiant, ou même en tenant un deuxième référendum. Toujours est-il que l'incertitude qui règne sur le Royaume-Uni frôle son paroxysme sur les questions liées au Brexit, ce qui pèse sans nul doute sur les perspectives. En outre, la volatilité des marchés devrait continuer de rester forte, et bien que l'évolution de la conjoncture économique du Royaume-Uni ne soit généralement pas aussi importante du point de vue mondial, l'importance démesurée des marchés financiers de ce pays laisse entendre que l'évolution du Brexit pourrait avoir une incidence durable sur les marchés financiers mondiaux, à la condition que la situation reste fluide.

Malgré ce niveau exacerbé d'incertitude dans l'ensemble, les baromètres effectifs de l'incertitude au Royaume-Uni paraissent se replier légèrement (graphique 1), et par conséquent, nous continuons de prévoir une croissance de l'ordre de 1,5 % sur les deux prochaines années. Les dépenses de consommation et la croissance des salaires se sont accélérées durant l'automne, et les indices PMI laissent entendre que la croissance industrielle se fortifie, même si les indicateurs de la confiance des entreprises se sont détériorés. Cette prévision est exceptionnellement soumise à l'évolution de la conjoncture politique. Un Brexit sans accord obligerait à baisser brusquement les prévisions de croissance, ce qui déclencherait probablement une récession. Par contre, la mise en œuvre d'un accord aurait pour effet de réviser les prévisions à la hausse, lorsque l'incertitude liée au Brexit s'apaisera et que la demande exprimée pour l'investissement et les biens de consommation remontera. L'évolution de la conjoncture jusqu'à la mi-janvier sera essentielle dans l'évaluation de notre point de vue qui veut qu'un Brexit sans accord soit évité.

En retenant comme hypothèse notre scénario « tempéré », nous nous attendons à ce que la Banque d'Angleterre (BoE) temporise pendant la plus grande partie de 2019. L'inflation est légèrement supérieure à la cible de 2 % de la BoE, ce qui s'explique, dans une certaine mesure, par la léthargie antérieure de la livre sterling et son incidence sur les prix intérieurs. L'écart de production est essentiellement au neutre, et bien que la croissance des salaires ait été très forte au T3 de 2018, ce qui laisse entendre qu'il faudra, à la longue, donner un nouveau tour de vis, nous ne nous attendons pas à ce que la BoE relève les taux d'intérêt dans la conjoncture actuelle. L'évolution du Brexit pourrait avoir une forte incidence sur les paramètres de la politique de la BoE.

RENSEIGNEMENTS

Jean-François Perrault, PVP et économiste en chef

416.866.4214

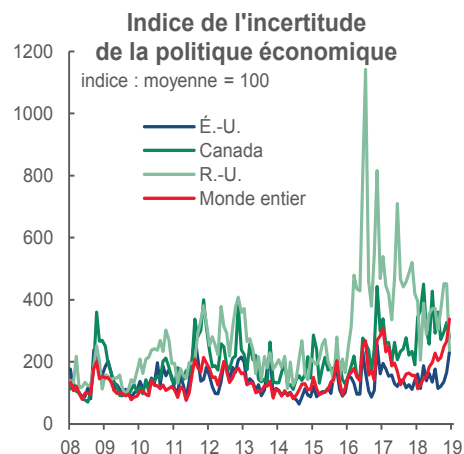
Études économiques de la Banque Scotia

jean-francois.perrault@scotiabank.com

Royaume-Uni	2017	2018e	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	1,8	1,4	1,5	1,5
IPC (% sur un an, fp)	2,7	2,2	2,1	2,0
Taux directeur banque centrale (% fp)	0,50	0,75	1,00	1,00
Livre sterling (GBPUSD, fp)	1,35	1,28	1,40	1,45

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, PolicyUncertainty.com, EPU, PU, Haver Analytics.

Zone euro

LA CROISSANCE APPELÉE À SE RALENTIR ENCORE EN 2019

- Il est évident que l'activité industrielle se ralentit; or, la croissance devrait être supérieure au potentiel en 2019-2020.
- La BCE est appelée à temporiser jusqu'à la fin de l'année.

Comme dans les autres grandes puissances économiques, la croissance du PIB réel en Europe est censée se ralentir en 2019. Après avoir tenu un rythme de 1,9 % en 2018, nous nous attendons à ce qu'elle se ralentisse légèrement à 1,7 % en raison de ce qui paraît être un ralentissement plutôt généralisé de l'activité industrielle (graphique 1), des incidences de la volatilité des marchés financiers et de l'instabilité qui perdure en France. Le secteur de la consommation devrait continuer de résister à l'ensemble de la conjoncture mondiale, puisque la croissance de l'emploi devrait rester solide, et les indicateurs économiques les plus récents pour le secteur du commerce de détail laissent entendre que l'activité est très vigoureuse.

Si la croissance se ralentit, on s'attend à ce qu'elle reste légèrement supérieure à notre estimation de l'accroissement potentiel de la production de l'ordre de 1,5 %. Puisque la croissance devrait rester supérieure à son rythme non inflationniste, les pressions inflationnistes pourraient prendre de la vitesse, même si la baisse des cours du pétrole devait donner lieu à un recul de l'inflation de synthèse en 2019. Hormis les cours du pétrole, la demande excédentaire et les répercussions du taux de change sur la léthargie de l'euro au deuxième semestre de 2018 auront pour effet d'accroître légèrement l'inflation en 2019, même si nous nous attendons à un raffermissement de l'euro à mesure que l'année avance, surtout en raison des lacunes structurelles du dollar US par rapport à la montée des déficits commerciaux et budgétaires. Dans l'ensemble, nous nous attendons à ce que l'inflation selon l'IHPC en Europe se décélère à 1,6 % en Europe, contre 1,9 % en 2018. En excluant les cours de l'énergie, l'inflation selon l'IHPC devrait croître pour passer de 1,1 % en 2018 à 1,3 % en 2019.

Puisque les données inflationnistes restent nettement inférieures à 2 %, nous continuons de croire que la BCE adoptera une approche très graduelle dans le relèvement des taux directeurs. Elle a officiellement mis fin au rachat d'actifs dans le cadre de son Programme d'assouplissement quantitatif, lancé en 2015. Même si la BCE n'achète plus d'autres actifs, elle continuera de réinvestir les fonds des titres arrivés à échéance, ce qui continuera de peser sur les taux au moins jusqu'en 2021. À l'heure actuelle, la première hausse du taux de refinancement principal de ce cycle n'est attendue qu'au début de 2020. C'est pourquoi les taux directeurs réels resteront très négatifs et conciliants pour l'avenir prévisible.

RENSEIGNEMENTS

Jean-François Perrault, PVP et économiste en chef

416.866.4214

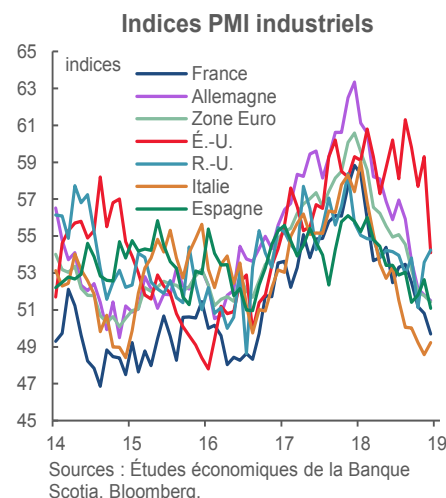
Études économiques de la Banque Scotia

jean-francois.perrault@scotiabank.com

Zone euro	2017	2018e	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	2,4	1,9	1,7	1,7
IPC (% sur un an, fp)	1,4	1,9	1,6	1,7
Taux directeur banque centrale (% fp)	0,00	0,00	0,00	0,50
Euro (EURUSD, fp)	1,20	1,15	1,30	1,32

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



Chine

- La croissance de l'économie chinoise continue de se ralentir en raison du conflit commercial avec les États-Unis, des efforts de désendettement de l'État et des changements structurels chroniques de l'économie.
- Grâce aux perspectives de maîtrise de l'inflation de la Chine, la politique monétaire permet de mieux étayer la croissance.
- Dans son programme économique de 2019, l'État promet des mesures de relance budgétaires et des progrès dans les réformes structurelles.

L'ÉCONOMIE CHINOISE EN PROIE AUX PUISSANTES FORCES DE LA DÉCÉLÉRATION

L'économie chinoise est soumise à des pressions baissières du fait de trois grandes considérations : 1) le développement économique et la transition structurelle de la Chine; 2) le conflit commercial avec les États-Unis; et 3) les efforts de désendettement des pouvoirs publics chinois. Nous analysons ci-après chacun de ces facteurs.

1) L'économie chinoise se transforme : l'investissement et le secteur industriel sont relayés par la consommation et le secteur des services, ce qui a pour effet de ralentir la croissance de la production. Il s'agit d'un phénomène naturel pour toute économie qui passe graduellement, dans sa transition, à la vitesse supérieure du développement économique. Cette évolution structurelle à long terme, qui se déroule depuis plusieurs années déjà dans l'économie chinoise, se poursuivra pendant encore bien des années.

2) Le conflit commercial qui perdure entre les États-Unis et la Chine continue de représenter le plus grand risque baissier pour les perspectives de l'économie chinoise. Les données de haute fréquence révèlent une multiplication des signes de léthargie dans les secteurs liés aux échanges commerciaux; dans le secteur manufacturier, l'humeur des entreprises s'est détériorée : les indices des directeurs des achats correspondants ont chuté en deçà du seuil des 50 points, ce qui laisse entendre que l'activité économique se contracte (graphique 1). La croissance de la production industrielle continue de se décélérer, les bénéfices industriels sont en chute libre et la léthargie des gains dans le commerce de détail permet de penser que la confiance des consommateurs est éprouvée par le conflit commercial, malgré la croissance fulgurante et soutenue des revenus. Sur cette toile de fond, nous nous attendons à ce que les décideurs chinois adoptent des politiques budgétaires et monétaires plus favorables à la croissance afin d'amortir le choc du conflit commercial sur la croissance économique. (Le lecteur est invité à prendre connaissance de l'exposé à la page suivante.)

Selon notre analyse, la Chine a de très fortes incitations économiques (tout autant que les États-Unis) pour vouloir résoudre rapidement le conflit. C'est pourquoi nous exprimons un optimisme réservé sur la trêve de 90 jours adoptée dans la foulée du rendez-vous bilatéral du président chinois Xi Jinping et du président américain Donald Trump au début de décembre. Les deux dirigeants se sont entendus pour poursuivre leur dialogue afin d'apaiser les tensions commerciales. C'est pourquoi les États-Unis se sont abstenus de hausser en janvier les tarifs douaniers pour les porter de 10 % à 25 % sur 200 G\$ US d'importations chinoises, tandis que la Chine s'est engagée à commencer à acheter plus de produits agricoles, énergétiques et industriels américains afin de réduire le déficit commercial bilatéral des États-Unis avec la Chine. Pendant cette trêve de 90 jours, les discussions porteront essentiellement sur les changements structurels de la Chine en ce qui a trait au transfert technologique forcé, à la protection de la propriété intellectuelle, aux barrières non tarifaires, à la cybersécurité, aux services et à l'agriculture. Bien que cette trêve soit une bonne nouvelle pour l'économie mondiale, nous tenons à préciser que de

RENSEIGNEMENTS

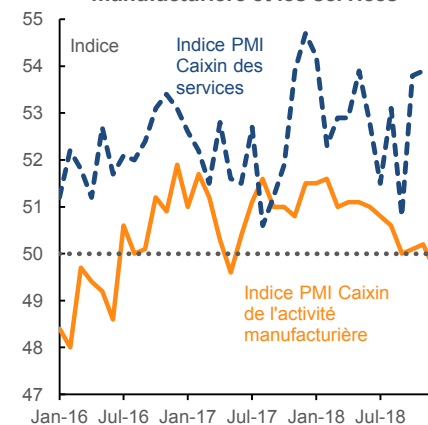
Tuuli McCully, premier directeur et chef, Études économiques – Asie-Pacifique
 65.6305.8313 (Singapour)
 Études économiques de la Banque Scotia
tuuli.mccully@scotiabank.com

Chine	2017	2018e	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	6,9	6,6	6,2	6,0
IPC (% sur un an, fp)	1,8	1,9	2,4	2,3
Taux directeur banque centrale (% fp)	4,35	4,35	4,35	4,35
Yuan chinois (USDCNY, fp)	6,51	6,88	6,70	6,50

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1

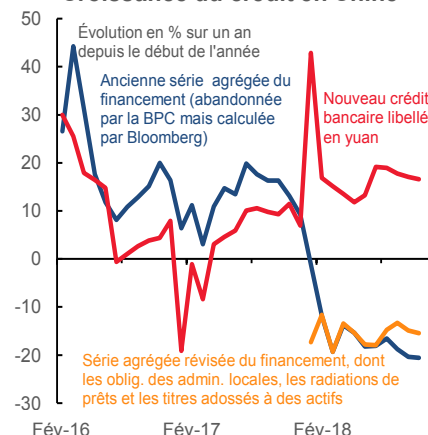
Confiance des entreprises dans l'activité manufacturière et les services



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 2

Croissance du crédit en Chine



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

profondes divisions subsistent entre les deux pays. Toujours est-il qu'ils ont tous deux exprimé la volonté de s'entendre sur un pacte constructif de part et d'autre d'ici la date butoir du début de mars, ce qui permettrait d'éviter une escalade du conflit commercial. Il n'empêche que les risques associés à ce conflit restent considérables et que les tensions commerciales — même si une escalade est évitée — perdureront probablement dans l'avenir prévisible.

3) Les dirigeants chinois continuent de se consacrer à l'allègement du fardeau considérable de la dette du pays. Les efforts continus d'endettement — qui misent sur le secteur bancaire parallèle — visent à endiguer les risques et les déséquilibres financiers de l'économie qui se sont multipliés pendant toutes ces années de croissance débridée du crédit, d'opacité et de prise en compte insuffisante des risques. Malgré les vents contraires qui soufflent sur l'économie, les dirigeants chinois paraissent — du moins pour l'heure — déterminés à continuer de limiter les activités bancaires parallèles; toutefois, nous nous attendons à ce que les efforts de désendettement deviennent moins rigoureux en 2019. Les indicateurs agrégés du financement chinois ont perdu de 15 % à 20 % sur un an dans les onze premiers mois de 2018 (graphique 2). Dans le même temps, le crédit bancaire plus traditionnel continue de croître vigoureusement, de 17 % sur un an dans la période de janvier à novembre; nous nous attendons à ce que les autorités monétaires encouragent les banques à relever leur crédit dans les prochains mois afin d'étayer l'économie.

L'évolution récente de l'économie chinoise cadre avec nos attentes. C'est pourquoi nos prévisions de croissance de la Chine n'ont pas changé depuis les dernières Perspectives mondiales. Nous estimons que la production de la Chine a crû de 6,6 % en 2018. La croissance économique devrait se décélérer en 2019 pour s'établir aux alentours de 6 % sur un an d'ici la fin de l'année et s'établir à une moyenne de 6,2 % pour l'ensemble de 2019 (graphique 3). En 2020, les gains de production s'inscriront probablement à une moyenne de 6 % sur un an; nous croyons que le gouvernement chinois mettra en œuvre différentes mesures pour éviter que la croissance se ralentisse en deçà de la barre des 6 %, puisqu'un ralentissement plus considérable mettrait en péril ses objectifs de revenu par habitant pour la fin de la décennie.

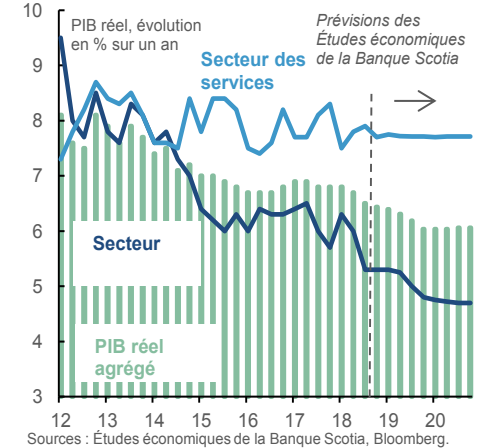
INFLATION MAÎTRISÉE ET RELANCE MONÉTAIRE CIBLÉE

Les pressions inflationnistes restent maîtrisées en Chine. Nous nous attendons à ce que l'inflation de synthèse s'établisse à une moyenne légèrement inférieure à 2,5 % sur un an dans les deux prochaines années. Grâce à des pressions moindres sur les prix, la politique monétaire deviendra plus conciliante, ce qui permettra de se porter à la rescousse de l'économie qui tourne au ralenti. En fait, le basculement de l'orientation de la politique est palpable : récemment, le terme « neutre » a été retranché des déclarations officielles décrivant l'orientation de la politique monétaire de la Banque populaire de Chine (BPC). Selon la banque centrale, sa politique monétaire « circonspecte » en 2019 sera plus prospective, souple et ciblée et ne sera « ni trop lâche, ni trop tendue ».

La BPC fera appel à différents outils — comme les opérations sur le marché hors cote, les réserves obligatoires, ainsi que les facilités de crédit permanentes et à moyen terme — afin de doter le système financier de liquidités abondantes et de s'assurer ainsi que les secteurs qui ont des perspectives de croissance favorables continueront d'avoir accès au financement. Effectivement, le 4 janvier 2019, la BPC a annoncé qu'elle abaissait de 100 points de base les ratios des réserves obligatoires (RRO) des banques, mesure qui sera mise en œuvre en janvier, pour porter ces ratios à 13,5 % pour les grandes banques et à 11,5 % pour les petites banques (graphique 4). La baisse précédente était intervenue en octobre 2018. La BPC estime que cette nouvelle mesure officielle injectera 116 G\$ US de liquidités dans le réseau bancaire chinois. Au début de janvier, la banque centrale a également assoupli les critères d'évaluation pour des RRO moindres afin de relever le crédit offert aux petites entreprises et aux microsociétés. Selon notre analyse, les réserves obligatoires sont toujours relativement élevées, ce qui donne aux autorités monétaires la marge de manœuvre qui leur permettra d'assouplir encore la politique monétaire au besoin. Dans le même temps, nous ne nous attendons pas à ce que la BPC

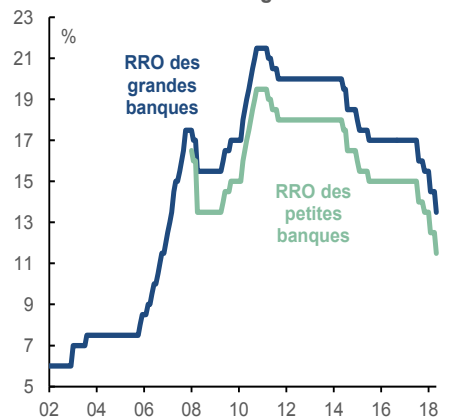
Graphique 3

Évolution de la composition de la croissance du PIB de la Chine



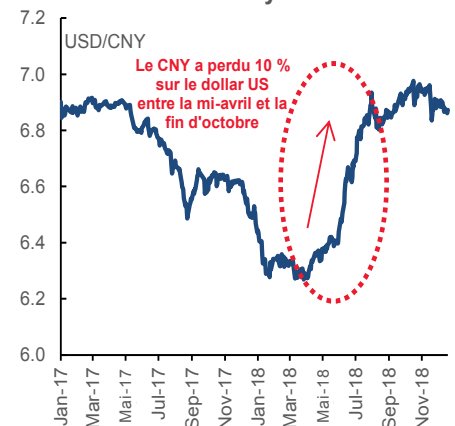
Graphique 4

Ratios des réserves obligatoires de la BPC



Graphique 5

Performance du yuan chinois



réduise les taux directeurs des dépôts à un an et du crédit — qui n'ont pas bougé, à 1,50 % et à 4,35 % respectivement, depuis octobre 2015 — dans les prochains trimestres, puisqu'en abaissant les taux directeurs de la BPC alors que les taux sont relevés aux États-Unis, on multiplierait les risques de l'instabilité financière.

Nous nous attendons à ce que la BPC vise à préserver la stabilité relative du yuan chinois (CNY) en 2019. Selon notre analyse, il est très improbable que les décideurs chinois permettent que le yuan fléchisse considérablement dans la foulée de sa forte dévalorisation par rapport au dollar américain l'an dernier (graphique 5), puisqu'une autre baisse de la monnaie déstabiliserait encore plus le système financier chinois. Puisque le taux de change USD/CNY est appelé à rester politiquement vulnérable dans les prochains mois, nous nous attendons à ce que la BPC défende vigoureusement le CNY dans l'éventualité où il s'approcherait de la barre des 7,0 du taux de change USD/CNY.

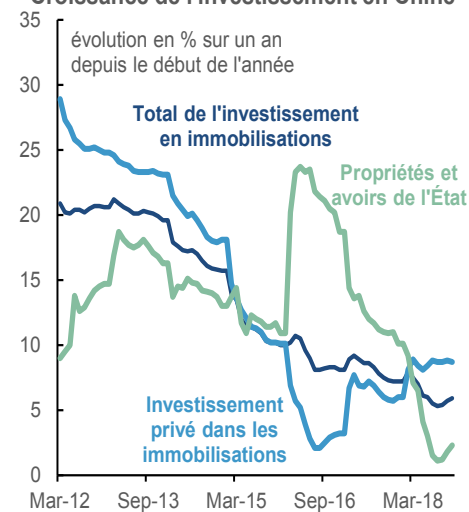
POLITIQUE BUDGÉTAIRE EXPANSIONNISTE ET PROGRÈS DES RÉFORMES STRUCTURELLES

Dans la foulée du dénouement, à la fin de décembre, de la Conférence centrale sur le travail économique, le gouvernement chinois a dévoilé son plan directeur économique pour 2019. L'administration mettra sur des redressements contre-cycliques afin de promouvoir la stabilité économique et la grande qualité du développement. Le discours de la politique budgétaire du pays est appelé à devenir plus audacieux et portera sur des baisses d'impôts à grande échelle et sur les différentes réductions de frais qui favoriseront les dépenses pour les sociétés comme pour les ménages. En outre, on a annoncé un accroissement « substantiel » de l'émission des obligations des administrations locales à vocation particulière : l'État entend investir dans les infrastructures, l'aménagement rural, les programmes de relance de l'activité manufacturière de grande qualité et l'expansion du secteur des services. Sur fond de politique budgétaire plus expansionniste, qui prévoit un relèvement des dépenses consacrées aux infrastructures, nous nous attendons à une certaine stabilisation de la croissance de l'investissement chinois dans les immobilisations, qui suit une tendance baissière notable depuis quelques années (graphique 6). En fait, les dépenses en immobilisations publiques donnent déjà des signes d'un léger relèvement depuis quelques mois en réaction aux vents contraires qui soufflent sur l'économie.

Sous l'angle des réformes structurelles, la Chine continuera d'assainir les entreprises « zombies » inefficaces, d'accentuer les réformes du marché des capitaux et de mettre en œuvre des mesures destinées à promouvoir l'assainissement du marché immobilier. Essentiellement, le programme économique de l'État prévoit aussi des éléments qui cadrent avec les exigences américaines, par exemple un plan pour mieux ouvrir les marchés chinois aux sociétés étrangères et pour réformer la structure cadre des droits de propriété intellectuelle de la Chine. Effectivement, nous avons déjà fait valoir que la Chine offrira probablement aux États-Unis ce genre de concession pour apaiser le conflit commercial, puisque ces réformes sont nécessaires, sans égard aux pressions exercées par les États-Unis si la Chine veut réussir à faire progresser ses stratégies de développement industriel et économique.

Graphique 6

Croissance de l'investissement en Chine



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Japon

- La politique monétaire est appelée à rester conciliante, alors que le relèvement de la taxe à la consommation en 2019 devrait provoquer la volatilité de la croissance de la production et de l'inflation.

LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE DU JAPON CONNAÎT DES SOUBRESAULTS PASSAGERS

Les perspectives de la croissance économique du Japon continuent d'être étayées par des politiques budgétaires et monétaires expansionnistes. Dans ce contexte de politiques de relance, nous croyons que les solides bénéfices et les bilans vigoureux des sociétés feront progresser les dépenses en immobilisations, malgré un certain fléchissement de la confiance des entreprises (graphique 1) en raison du conflit commercial entre les États-Unis et la Chine. Dans le même temps, la conjoncture du plein emploi sur le marché du travail devrait fortifier les perspectives de croissance des revenus et des dépenses des ménages. Bien que nous nous attendions à ce que les exportations nettes du Japon contribuent à sa croissance dans les prochains trimestres, le secteur du commerce extérieur reste vulnérable aux tensions commerciales qui perdurent, puisque la Chine et les États-Unis sont les deux grands marchés exportateurs du Japon.

L'économie japonaise devrait reprendre de la vitesse après s'être ralentie au troisième trimestre de 2018. La croissance du PIB réel du pays est restée enlisée à 0,1 % sur un an (-0,6 % en glissement trimestriel et en chiffres non annualisés) au troisième trimestre, après une performance assez solide dans le premier semestre de 2018, alors que la production du Japon a crû de 1,3 % sur un an. Le résultat anémique du troisième trimestre s'explique par les catastrophes naturelles comme les inondations et les typhons dans l'Ouest du Japon et le séisme d'Hokkaido qui a obligé à fermer un aéroport et bouleversé l'activité industrielle et les chaînes logistiques. Nous estimons que la croissance du PIB réel du Japon a rebondi dans le dernier trimestre de 2018, pour porter la croissance de la production du pays à 0,8 % sur l'ensemble de 2018.

L'économie est appelée à progresser à un rythme assez satisfaisant dans le premier semestre de 2019. La croissance s'accélérera probablement vigoureusement au troisième trimestre lorsque les consommateurs et les entreprises engageront leurs dépenses en prévision de la hausse de la taxe à la consommation (dont le taux passera de 8 % à 10 %), mesure qui devrait être adoptée en octobre 2019. Cette hausse de la taxe causera probablement une contraction temporaire de la production (en glissement trimestriel) au dernier trimestre de 2019, avant que l'économie reprenne sa trajectoire de croissance potentielle de 1,0 % sur un an. Nous nous attendons à ce que la croissance du PIB réel du Japon s'établisse à une moyenne de 0,9 % sur un an en 2019-2020.

LES CONDITIONS MONÉTAIRES CONCILIANTES RESTERONT EN VIGUEUR JUSQU'EN 2020

Le Japon ne suivra pas la trajectoire des autres banques centrales dans leurs efforts de normalisation monétaire, puisque les perspectives inflationnistes du pays restent timides. L'inflation devrait continuer de s'inscrire à un niveau inférieur à la cible de 2 % sur un an de la Banque du Japon (BoJ) jusqu'en 2020. À court terme, l'inflation de synthèse évoluera probablement à un peu moins que 1 % sur un an jusqu'à ce que le relèvement de la taxe à la consommation vienne la rehausser temporairement dans les derniers mois de 2019 (graphique 2). L'IPC à l'exclusion des aliments frais — l'indicateur privilégié de la BoJ — est lui aussi appelé à rester faible.

Dans la foulée de la réunion du 20 décembre 2018 sur la politique monétaire, la BoJ a maintenu son taux directeur à court terme à -0,1 % et n'a pas modifié son programme de rachat d'actifs. Elle continuera d'adapter le volume des rachats d'actifs en fonction de l'évolution des marchés, en veillant à ce que le rendement des obligations à 10 ans reste proche de 0 %. Puisque le prochain relèvement de la taxe à la consommation pourrait nuire à l'orientation de la croissance économique du Japon, nous nous attendons à ce que la BoJ continue d'assouplir sa politique monétaire jusqu'en 2020 dans le cadre de sa politique d'« assouplissement monétaire quantitatif et qualitatif en gardant la maîtrise de la courbe des rendements ».

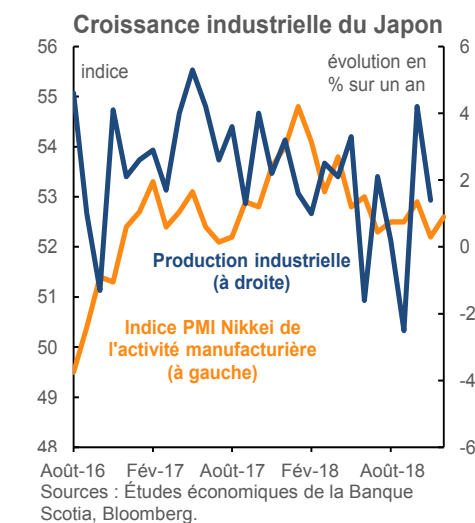
RENSEIGNEMENTS

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

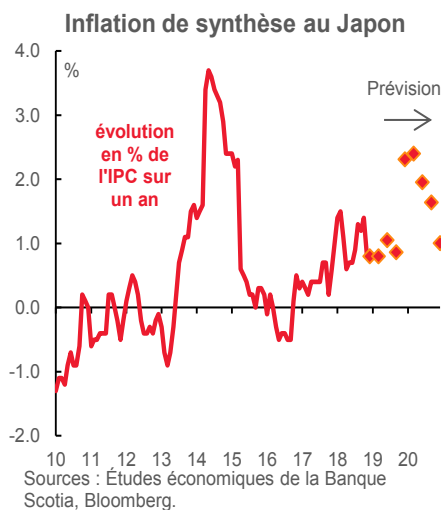
Japon	2017	2018e	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	1,9	0,8	1,1	0,8
IPC (% sur un an, fp)	1,0	0,8	2,3	1,0
Taux directeur banque centrale (% fp)	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Yen japonais (USDJPY, fp)	113	110	108	105

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



Graphique 2



Inde

- La croissance économique de l'Inde continue d'être portée par la demande intérieure.
- Un changement de direction vient remettre en question l'indépendance de la banque centrale.
- Les incertitudes de la conjoncture politique et de la politique officielle pèseront sur l'humeur des investisseurs.

PERSPECTIVES DE CROISSANCE ÉCONOMIQUE

L'économie de l'Inde continue de progresser assez bien, malgré les inquiétudes d'un ralentissement de la croissance mondiale. Les données de haute fréquence révèlent l'humeur optimiste des entreprises dans l'activité manufacturière et les services (graphique 1), ce qui laisse entendre que les perspectives sont favorables à la croissance de l'investissement. Dans le même temps, les dépenses des ménages seront étayées par la hausse des revenus disponibles, en raison de la progression des salaires et de la baisse des prix de l'énergie. En outre, les dépenses budgétaires du pays — surtout dans les infrastructures et dans l'économie rurale — continuent de promouvoir la croissance économique, tandis que la conjoncture monétaire deviendra probablement plus favorable à la croissance que nous l'avions prévu. L'économie indienne mise sur la demande intérieure, puisque ses exportations de biens et de services ne représentent que 19 % du PIB, ce qui devrait protéger l'Inde contre les chocs négatifs retentissants produits par les incertitudes sur le commerce mondial.

Le PIB réel de l'Inde a crû de 7,1 % sur un an au troisième trimestre; il a ralenti par rapport au rythme de 8,2 % comptabilisé dans la période d'avril à juin (graphique 2). Toujours est-il que l'Inde est appelée à rester un meneur de la croissance parmi les grandes puissances économiques dans un avenir prévisible. Nous estimons que la production a augmenté de 7,5 % sur l'ensemble de 2018. Elle continuera probablement de progresser au même rythme en 2019-2020, puisque la croissance du PIB réel devrait, selon les prévisions, s'établir à une moyenne de 7,4 % sur un an.

PERSPECTIVES DE L'INFLATION ET DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Les perspectives de l'inflation en Inde sont plutôt compliquées, puisque l'inflation de synthèse est faible et que l'inflation fondamentale est forte (graphique 3). La baisse des prix des aliments a ramené l'inflation de synthèse aux environs de 2 % sur un an, contre plus de 5 % au début de 2018. Dans le même temps, l'inflation fondamentale reste exacerbée à près de 6 % sur un an. Nous avons révisé légèrement à la baisse nos prévisions de l'inflation pour 2019 et 2020, puisque nous supposons que la Reserve Bank of India (RBI) adoptera une approche plus souple dans le ciblage de l'inflation et que le gouvernement relèvera ses dépenses en prévision des élections générales de 2019. De plus, puisque la léthargie actuelle des cours du pétrole fera baisser l'inflation de synthèse à court terme, nous nous attendons à ce que les cours du pétrole rebondissent en 2019 et à ce que le brut Brent s'établisse à une moyenne proche de 70 \$ le baril en 2019. Nous estimons que l'inflation de l'Inde s'accélénera au deuxième semestre de 2019, en clôturant l'année à 5,6 % sur un an. Puisque l'inflation de synthèse devrait continuer de s'inscrire dans la fourchette cible de 4 % \pm 2 % de la RBI jusqu'en 2020, elle restera probablement proche de la tranche supérieure de la fourchette.

Les perspectives de la politique monétaire de l'Inde changent dans la foulée de la démission du gouverneur de la RBI, Urjit Patel, le 10 décembre 2018. Cette démission s'explique peut-être par la relation tumultueuse entre la RBI et le gouvernement indien, après les récents différends sur la conjoncture monétaire souhaitable. Le gouvernement semble préférer une politique monétaire de relance, alors que la RBI mise essentiellement sur le ciblage de l'inflation, conformément à son mandat. Le 12 décembre 2018, Shaktikanta Das a été nommé

RENSEIGNEMENTS

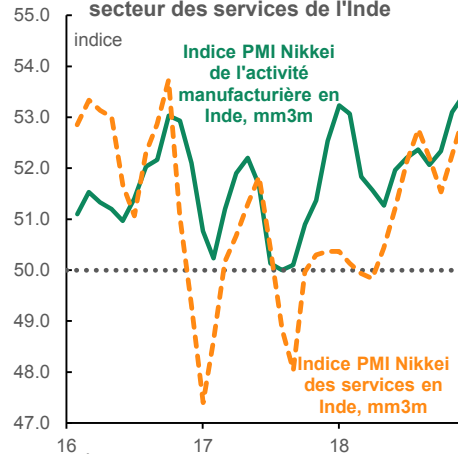
Tuuli McCully, premier directeur et chef,
Études économiques – Asie-Pacifique
 65.6305.8313 (Singapour)
 Études économiques de la Banque Scotia
tuuli.mccully@scotiabank.com

Inde	2017	2018e	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	6,3	7,5	7,3	7,5
IPC (% sur un an, fp)	5,2	2,5	5,6	5,0
Taux directeur banque centrale (% fp)	6,00	6,50	6,75	6,75
Roupie indienne (USDINR, fp)	63,9	69,8	68,0	66,0

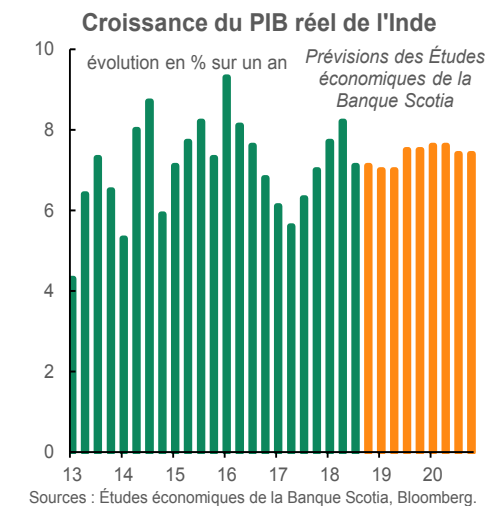
Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1

Humeur dans l'industrie manufacturière et le secteur des services de l'Inde



Graphique 2



gouverneur de la RBI. Compte tenu de son séjour au ministère des Finances de l'Inde et de ses liens avec le premier ministre Narendra Modi, les inquiétudes se sont multipliées sur l'érosion potentielle de l'indépendance de la RBI. Nous tenons à préciser que le cadre de ciblage de l'inflation de la RBI, son indépendance dans l'adaptation des conditions monétaires et la crédibilité de ses politiques sont, depuis quelques années, des éléments essentiels de l'amélioration de la confiance que portent les investisseurs aux actifs indiens. À l'approche des élections générales en Inde en 2019, le gouvernement pourrait presser de plus en plus la RBI de relancer l'économie. Nous étudierons attentivement les politiques adoptées par le gouverneur Das à court terme et notons que le risque que l'Inde retombe dans une période de forte inflation a augmenté.

Dans le cadre de cette évolution de la conjoncture, nous avons révisé nos prévisions pour les taux d'intérêt directeurs de la RBI. Nous nous attendons désormais à une seule hausse de 25 points de base sur notre horizon prévisionnel; nous prévoyons que le taux directeur de refinancement sera haussé à 6,75 % au dernier trimestre de 2019 (graphique 3), ce qui tient compte de notre prévision selon laquelle l'inflation de l'Inde culminera dans les derniers mois de 2019. Dans la foulée de la réunion de la politique monétaire qui a pris fin le 5 décembre 2018, le taux directeur de refinancement et le taux de refinancement inversé sont restés fixés à 6,50 % et 6,25 % respectivement, tandis que la politique monétaire est restée fidèle à l'orientation du « durcissement calibré ». Sous la gouverne de M. Patel, la RBI a relevé les taux directeurs de 50 points de base au total à ses réunions de juin et d'août 2018.

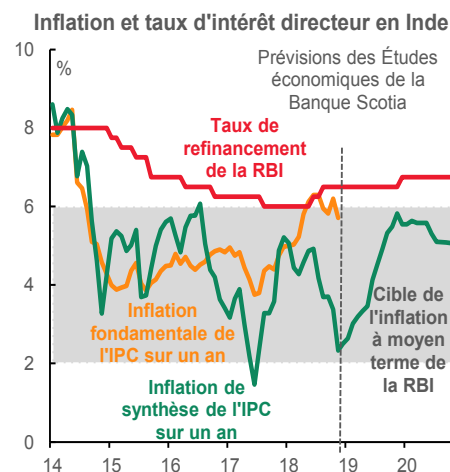
Les conditions monétaires de l'Inde seront probablement relativement conciliantes en 2019 et en 2020. Les pouvoirs publics adoptent des mesures pour préserver des liquidités suffisantes sur les marchés des capitaux du pays. Effectivement, la RBI a relevé ses injections de liquidités en rachetant encore plus d'obligations de l'État dans des opérations sur le marché hors cote, ce qui a réduit les rendements des obligations de l'État. La banque centrale poursuit aussi ses efforts d'assainissement des bilans des institutions financières — par exemple, dans le cadre d'un programme qu'elle vient d'annoncer et qui vise à restructurer les comptes des microsociétés et des petites et moyennes entreprises qui sont soumis à des contraintes — ce qui vient promouvoir la circulation du crédit dans l'économie. Dans le même temps, la RBI continue d'être très attentive aux sociétés financières non bancaires et aux entreprises de financement du logement aux prises avec une crise de liquidités dans les derniers mois et continuera d'intervenir au besoin, notamment en jouant le rôle d'institution de crédit de dernier recours.

INCERTITUDES EXACERBÉES ET LÉTHARGIE DES FONDAMENTAUX

Les incertitudes de la conjoncture politique et des politiques officielles resteront fortes en Inde en prévision des élections générales qui doivent avoir lieu en mai 2019. En raison des déconvenues dans plusieurs scrutins d'État à la fin de l'an dernier, le parti Bharatiya Janata (PBJ) du premier ministre Modi, au pouvoir depuis l'élection de 2014, pourrait relever les dépenses budgétaires afin de relancer sa popularité. En fait, selon notre analyse, la cible de 3,3 % du PIB du gouvernement central pour le déficit budgétaire dans l'exercice financier en cours (d'avril 2018 à mars 2019) risque de ne pas être atteinte en raison du dérapage budgétaire attendu. Le déficit budgétaire reste nettement plus élevé au niveau du gouvernement général, probablement à une moyenne de 6,5 % du PIB en 2019-2020 (graphique 4). C'est pourquoi la léthargie des finances publiques continuera de représenter la grande faiblesse fondamentale de l'Inde, ce qui limitera la capacité de l'État à amortir les retentissements des chocs déléterés potentiels.

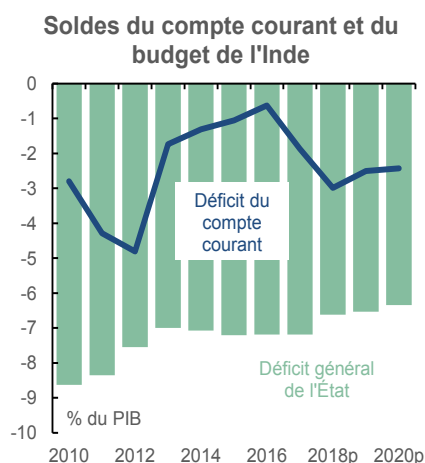
Outre les incertitudes politiques et les vulnérabilités budgétaires, le déficit du compte courant de l'Inde est appelé à rester un grand motif de préoccupation. La léthargie des cours du pétrole internationaux est une bonne nouvelle pour l'Inde, puisque la baisse des cours réduit la facture des importations pétrolières du pays et amenuise son déficit commercial; toujours est-il que nous nous attendons à ce que la léthargie actuelle des cours soit un phénomène passager. Le déficit du compte courant de l'Inde se maintiendra probablement à 2,5 % du PIB en 2019. Puisque les apports nets de l'investissement étranger direct ne sont pas suffisants pour financer le déficit, l'Inde continuera de s'en remettre à des apports de portefeuilles plus volatils et à la dette externe pour répondre à ses besoins en financement du déficit. C'est pourquoi la roupie indienne restera vulnérable aux changements brusques de la tolérance au risque des investisseurs dans le monde entier.

Graphique 3



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 4



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, FMI.

Corée du Sud

- La croissance économique reste modérée sur fond d'incertitudes exacerbées.
- Les politiques budgétaires et monétaires continueront de promouvoir la croissance.

PERSPECTIVES DE LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE

L'économie sud-coréenne continuera probablement de progresser à un rythme raisonnable, mais peu spectaculaire. Nous n'avons apporté que de légères révisions à la baisse à nos prévisions de croissance de la Corée du Sud dans le trimestre écoulé. Nous estimons que la croissance du PIB réel du pays s'est établie à une moyenne de 2,7 % sur un an en 2018 et qu'elle devrait soutenir un rythme comparable jusqu'en 2020 — ce qui cadre avec le potentiel de l'économie du pays (graphique 1). L'économie sud-coréenne continue d'être portée par la consommation privée et publique et par les exportations nettes, même si les dépenses en immobilisations donnent depuis peu des signes de léthargie — évolution qu'il faut surveiller attentivement.

L'économie sud-coréenne, qui mise sur le commerce extérieur et qui exporte un volume substantiel de biens intermédiaires (plus de 60 % du total des exportations), est malmenée par le ralentissement de la croissance économique de la Chine, par les tensions commerciales qui perdurent entre les États-Unis et la Chine et par l'onde de choc du conflit commercial sur les chaînes logistiques régionales. Ainsi, les livraisons à destination de la Chine — première destination exportatrice de la Corée du Sud — ont été inférieures à celles de l'année précédente en raison de la pression qui pèse sur les exportations vitales de semi-conducteurs. Hormis la multiplication des incertitudes liées au commerce, la confiance des consommateurs du pays a été écornée par les préoccupations sur la sécurité des emplois. Effectivement, la croissance de l'emploi est terne en raison des hausses des salaires minimums (de 16 % en 2018 et de 11 % en 2019), ce qui crée des difficultés pour les petites entreprises. Toujours est-il que les politiques budgétaires expansionnistes de l'État et la volonté de la Banque de Corée (BoK) de préserver des conditions monétaires conciliantes continueront d'apporter le coup de pouce nécessaire à la demande intérieure dans les prochains trimestres.

PERSPECTIVES DE L'INFLATION ET DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Les pressions inflationnistes de la Corée du Sud devraient rester maîtrisées dans un avenir prévisible. Toujours est-il que l'inflation de synthèse rebondira probablement un peu à court terme (graphique 2), en revenant sur la cible inflationniste de 2 % sur un an de la BoK vers le milieu de 2019, après une chute temporaire à 1,3 % en décembre 2018 en raison de la baisse des cours de l'énergie et du ralentissement de l'inflation des produits alimentaires. Puisque les fortes pressions inflationnistes portées par la demande sont appelées à rester absentes jusqu'en 2020, la banque centrale pourra rester fidèle à une politique monétaire relativement conciliante sur notre horizon prévisionnel.

La BoK a relevé de 25 points de base son taux directeur pour le porter à 1,75 % dans la foulée de sa réunion sur la politique monétaire à la fin de novembre 2018; il s'agissait de la première hausse du taux directeur depuis novembre 2017. Malgré ce durcissement, le gouverneur de la BoK, Lee Ju-yeol, a précisé que le taux directeur reste inférieur à son niveau neutre. Cette décision était justifiée par l'importance que donne la banque centrale à la stabilité financière en raison de la croissance toujours aussi fulgurante du crédit parmi les ménages sud-coréens, de la forte intolérance au risque mondiale, du risque de l'exode de capitaux et du durcissement des conditions monétaires aux États-Unis et dans plusieurs autres économies. La priorité permanente donnée à la stabilité financière, de concert avec la hausse graduelle de l'inflation à laquelle nous nous attendons, permet de croire à un autre relèvement de 25 points de base au quatrième trimestre de 2019; nous nous attendons à ce qu'il s'agisse de la dernière hausse de taux dans l'actuel cycle de durcissement monétaire de la BoK.

RENSEIGNEMENTS

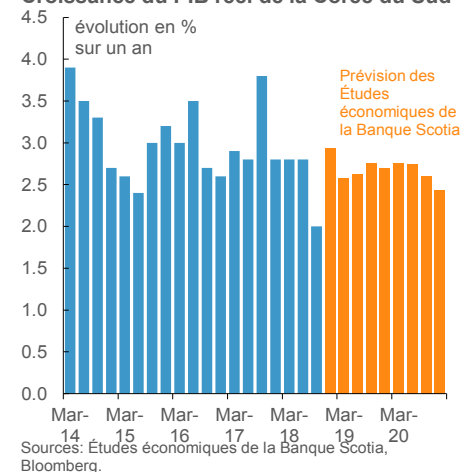
Tuuli McCully, premier directeur et chef,
Études économiques – Asie-Pacifique
65.6305.8313 (Singapour)
Études économiques de la Banque Scotia
tuuli.mccully@scotiabank.com

Corée du Sud	2017	2018e	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	3,1	2,7	2,7	2,6
IPC (% sur un an, fp)	1,4	1,3	2,4	2,2
Taux directeur banque centrale (% fp)	1,50	1,75	2,00	2,00
Won sud-coréen (USDKRW, fp)	1 067	1 116	1 085	1 070

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

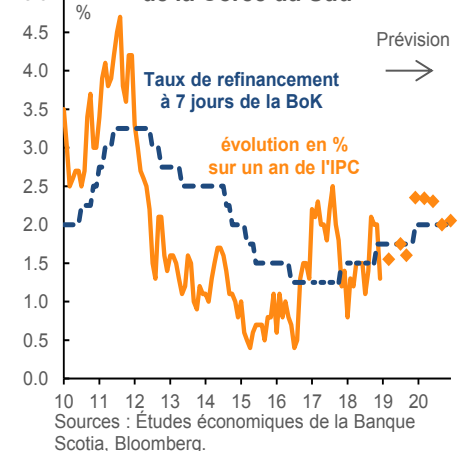
Graphique 1

Croissance du PIB réel de la Corée du Sud



Graphique 2

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



Australie

- **La croissance économique se ralentit; or, l'Australie est appelée à faire mieux que les autres grandes puissances économiques.**
- **Le solide marché du travail et la léthargie des taux d'intérêt limitent la correction des prix des logements.**

UNE FORTE CROISSANCE SELON LES NORMES DES GRANDES PUISSANCES ÉCONOMIQUES

La croissance de la production de l'Australie sera probablement supérieure à celle des autres grandes puissances économiques jusqu'en 2020, malgré les inquiétudes qui règnent sur l'économie chinoise et sur le marché résidentiel intérieur. Nous nous attendons à ce que la croissance du PIB réel de l'Australie s'établisse à une moyenne de 2,6 % sur un an en 2019-2020 — ce qui cadre avec la croissance potentielle de l'économie — après une progression estimée à 3 % en 2018. La croissance de la production de ce pays s'est ralentie à 0,3 % en glissement trimestriel (2,8 % sur un an) au troisième trimestre de 2018 après un gain moyen de 0,6 % en glissement trimestriel (3,1 % sur un an) dans la période de janvier à juin. L'activité économique est portée par les dépenses publiques et les exportations nettes, tandis que les dépenses en immobilisations continuent de progresser prudemment. La croissance des dépenses des ménages semble vouloir s'essouffier; bien que le consommateur continue d'être un des piliers de la croissance, les perspectives sont modérées par le fort endettement des ménages et l'effet contraire possible sur la richesse causé par la baisse des prix des logements. Or, la solidité du marché du travail et la forte confiance des consommateurs viendront faire contrepoids.

LA SOLIDITÉ DU MARCHÉ DU TRAVAIL APAISE LES PRÉOCCUPATIONS SUR LE MARCHÉ DU LOGEMENT

Le marché du travail australien reste vigoureux (graphique 1); dans l'année écoulée, la création mensuelle d'emplois s'est établie à une moyenne de 24 000 postes, dont les deux tiers dans la catégorie des emplois à temps plein. Les enquêtes sur les intentions d'embauche laissent entrevoir d'autres gains de l'emploi. À 5 %, le chômage cadre avec l'estimation de la Reserve Bank of Australia (RBA) pour le taux de chômage sans accélération de l'inflation (TCSAI) de l'économie, ce qui laisse entendre que la mollesse du marché du travail a quasiment disparu. Cette conjoncture devrait relancer les revenus dans les prochains trimestres. Les salaires ont augmenté de 2,3 % au troisième trimestre, ce qui est supérieur au taux d'inflation de 1,9 %. Toutefois, la léthargie des perspectives des dépenses des ménages viendra probablement enrayer l'inflation portée par la demande. Bien que nous nous attendions à un léger relèvement des gains de salaire et de prix, l'inflation de synthèse devrait continuer de s'inscrire dans la fourchette cible de 2 % à 3 % de la RBA jusqu'en 2020. Par conséquent, la RBA ne sera pas pressée de durcir sa politique monétaire; nous ne nous attendons pas à un relèvement des taux avant le deuxième semestre de 2019.

Les prix des propriétés résidentielles australiennes baissent après avoir fortement progressé pendant des années. Au troisième trimestre, les prix à l'échelle nationale accusaient une baisse de 3 % par rapport à leur pic de la fin de 2017 (graphique 2); or, on relève de fortes variations entre les régions, et Sydney et Melbourne mènent la baisse. La léthargie du marché s'explique essentiellement par le durcissement des critères de crédit pour les investisseurs sous l'angle des intérêts seulement et par les prêts à ratio prêt-valeur élevé, que les pouvoirs publics ont mis en place pour limiter la croissance des types plus risqués de crédit au logement. Puisque le marché du travail est sain, que les taux d'intérêt sont faibles, que la qualité du crédit est vigoureuse et que la croissance du crédit consenti aux propriétaires-occupants reste solide, nous ne considérons pas que la léthargie du marché du logement représente un risque considérable pour l'économie. Nous ne serions plus inquiets des perspectives que si l'économie subissait un choc qui donnerait lieu à un abaissement notable de la capacité de remboursement de la dette des ménages — par exemple à cause d'une augmentation du chômage. Effectivement, le récent Examen de la stabilité financière de la RBA signale que le ralentissement du secteur du logement est « une bonne nouvelle pour la stabilité financière » puisque le durcissement des normes de crédit a amélioré la qualité des bilans des ménages.

RENSEIGNEMENTS

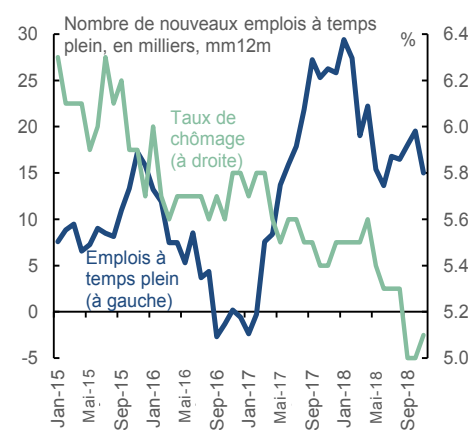
Tuuli McCully, premier directeur et chef, Études économiques – Asie-Pacifique
 65.6305.8313 (Singapour)
 Études économiques de la Banque Scotia
tuuli.mccully@scotiabank.com

Australie	2017	2018e	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	2,4	3,0	2,7	2,5
IPC (% sur un an, fp)	1,9	2,0	2,3	2,6
Taux directeur banque centrale (% fp)	1,50	1,50	1,75	2,00
Dollar australien (AUDUSD, fp)	0,78	0,70	0,78	0,78

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1

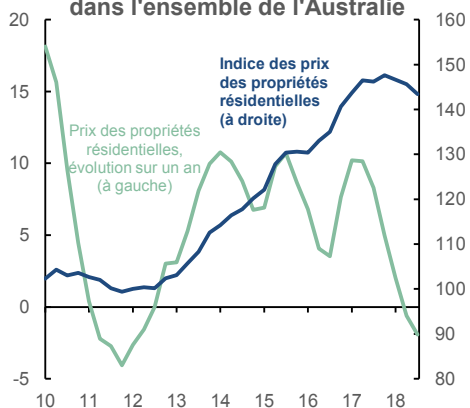
Évolution du marché du travail en Australie



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Australian Bureau of Statistics.

Graphique 2

Prix des propriétés résidentielles dans l'ensemble de l'Australie



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Australian Bureau of Statistics, Bloomberg.

Produits de base

LES COURS SONT APPELÉS À MONTER EN 2019 DANS LA FOULÉE DU REPLI DE LA VOLATILE ANNÉE 2018

- Dans les deux prochaines années, les cours des produits de base industriels devraient monter dans l'ensemble, même si le léger ralentissement des perspectives économiques mondiales vient modérer leur reprise par rapport à nos dernières prévisions (graphique 1).
- Bien que nous misions actuellement sur un léger ralentissement de la croissance mondiale, nous ne croyons pas que les craintes du marché sur le commerce se matérialiseront, et les produits de base devraient généralement remonter lorsque le marché s'affranchira de ces préoccupations dans les prochains mois.
- À l'heure actuelle, les cours du pétrole se sortent d'une séquence de l'humeur baissière, et le WTI devrait remonter dans le haut de la fourchette des 50 \$ en 2019, pour se rapprocher graduellement des 65 \$ le baril dans les années suivantes.
- L'effondrement des cours du pétrole en octobre s'explique par la reprise en compte des hypothèses sur la production iranienne dans la foulée des hésitations de Washington entre la conciliation et le durcissement dans la gravité des sanctions nucléaires.
- Nous maintenons nos prévisions pour la hausse des cours des métaux industriels, même si les craintes commerciales actuelles ont décalé d'environ un an les hausses de cours attendues pour la plupart des produits de base du métal; les cours de l'or devraient rester stables, tenaillés entre la hausse des taux d'intérêt et le fléchissement du dollar américain.

Le moins qu'on puisse dire, c'est que le parcours aura été cahoteux. Les marchés ont connu une volatilité extrême en décembre, et les fortes variations journalières de la valeur des titres boursiers, des obligations et des produits de base ont continué de représenter un trait dominant des échanges dans les premières semaines de la nouvelle année. Les écarts entre les actifs à risque se sont amoindris, ce qui laisse au discours macroéconomique général du marché une plus grande part dans la formation des cours des produits de base que les facteurs propres aux matériaux et se rapportant à l'offre et à la demande. Ce comportement grégaire devrait toutefois durer un temps, et nous nous attendons à ce que les facteurs fondamentaux reprennent le dessus en 2019, puisque les mouvements de stocks justifient amplement la différenciation des produits de base. Le ralentissement de la croissance mondiale fera souffler de légers vents contraires sur le complexe des produits de base, même si nous sommes d'avis que les pires craintes du marché dans la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine ne se matérialiseront pas. Presque tous les produits de base industriels devraient se relever de leur récente déprime — le cours du brut WTI devrait passer de 45 \$ le baril au début de janvier à une moyenne de 58 \$ le baril en 2019, et le cours du cuivre, de moins de 2,55 \$ la livre à 3,00 \$ la livre, entre autres — lorsque l'orientation baissière liée au commerce se dénouera, que les positions spéculatives se normaliseront et que les réalités physiques comme la baisse des stocks mettront en évidence l'obligation de relever les cours.

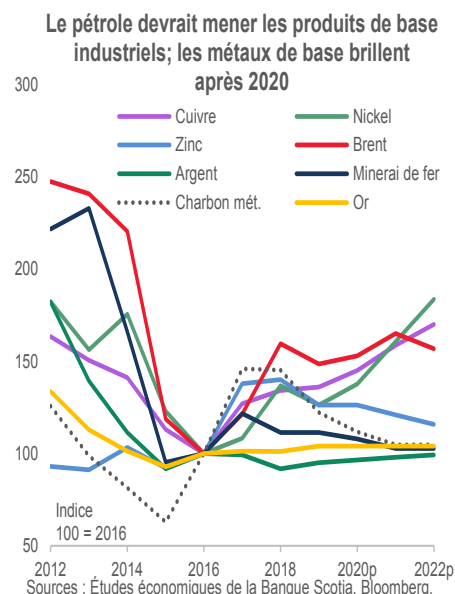
LE RALENTISSEMENT N'EST PAS SI MAL QUAND EN FAIT LE RYTHME S'ACCÉLÈRE

Il ne faut pas se leurrer : l'économie mondiale est effectivement en train de se ralentir, après une pointe de progression économique exceptionnellement forte et synchronisée en 2017-2018 (graphique 2). Les économies comme celle des États-Unis et du Canada ont crû tellement rapidement par rapport à leur potentiel théorique que les banques centrales, qui redoutaient la multiplication des pressions inflationnistes, ont commencé à relever les taux d'intérêt. La Chine connaît elle aussi un ralentissement organique — surtout dans les industries lourdes comme la construction — puisque le gouvernement renonce à une

RENSEIGNEMENTS

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

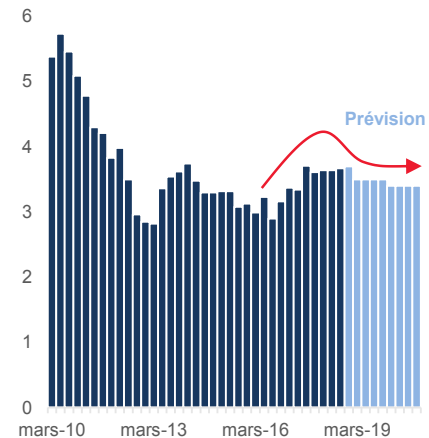
Graphique 1



Graphique 2

La croissance mondiale du PIB devrait se ralentir après avoir été vigoureuse en 2017-2018

7 PIB mondial réel, évolution en % sur un an



croissance nourrie par des mesures de relance pour plutôt lui préférer un désendettement prudent et graduel. Même la guerre commerciale avec Washington n'a pas ébranlé Beijing dans ses priorités de désendettement, en dépit d'un net ralentissement dans les secteurs exportateurs comme l'industrie manufacturière. La Chine a emprunté un parcours de mesures de relance monétaire légères et de dépenses d'infrastructures triées sur le volet (par exemple, les crédits de 125 G\$ consacrés récemment à un projet ferroviaire); or, nous ne nous attendons pas au même effort budgétaire généralisé du genre de celui qui a permis d'étayer l'économie mondiale — et en particulier le secteur des produits de base industriels — en 2008-2009 et en 2015-2016. **La politique économique de relance de la Chine est appelée à étayer les dépenses de consommation plutôt que la croissance industrielle; autrement dit, les moindres dépenses portant surtout sur les matériaux seront consacrées à un ensemble réduit d'infrastructures déployées.**

Dans l'ensemble, l'attachement de Beijing à son mandat de désendettement et l'absence de mesures de relance portant surtout sur les matériaux, de concert avec le ralentissement graduel de la croissance partout ailleurs dans le monde, nous amènent à réduire légèrement les prévisions de la demande et, par le fait même, des cours pour la plupart des produits de base industriels. Toutefois, l'orientation adoptée dans le rééquilibrage ne change pas, et nous nous attendons à ce que les métaux et les produits de base énergétiques se mettent à remonter graduellement jusqu'à la fin de la décennie.

ÉNERGIE : LE PÉTROLE, MALMENÉ PAR LA VOLATILITÉ DES POLITIQUES, S'ORIENTE À LA HAUSSE EN 2019

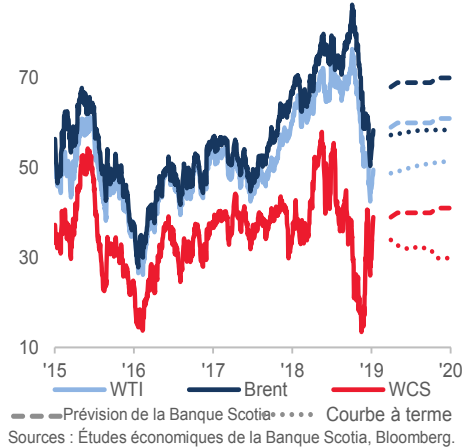
Dans l'année écoulée, les marchés pétroliers ont hésité entre une orientation haussière extrême qui a propulsé les cours du brut Brent à plus de 86 \$ le baril et un raid baissier qui a amoindri les prix de plus de 40 % à 50 \$ le baril la veille de Noël. Malgré cette volatilité, notre point de vue structurel sur le marché pétrolier reste inchangé : le secteur des hydrocarbures de schiste américains a rendu insoutenable, pour des durées prolongées, les cours nettement supérieurs à 65 \$ le baril, et le brut Brent devrait s'échanger à environ 70 \$ le baril à long terme. Toutefois, la volatilité des politiques américaines a fait des ravages sur le marché dans le dernier semestre de 2018, puisque le durcissement du discours sur les sanctions iraniennes a relancé le marché et obligé l'OPEP+ à relever rapidement l'offre, pour ensuite amener la Maison-Blanche à faire marche arrière une fois passée l'échéance fatidique de novembre — essentiellement, selon le président Trump, en raison de la hausse des cours du pétrole. Ce retournement des politiques a donné lieu à un excédent de brut sur le marché, ce qui, de concert avec le dégagement général du marché, a entraîné une brusque baisse des cours au comptant, qui ont été nettement inférieurs à ce qu'il faut à notre avis pour équilibrer le marché à court terme. **À l'heure actuelle, les contrats de WTI se négocient aux alentours de 50 \$ le baril, et nous nous attendons à ce que les cours augmentent pour s'établir à une moyenne de 58 \$ le baril en 2019 (en baisse sur les 72 \$ le baril dans nos dernières prévisions trimestrielles) et à 62 \$ le baril en 2020 (en baisse sur les 69 \$ le baril prévus; graphique 3).**

Le marché traverse une période d'abondance transitoire de l'offre, qui s'est amorcée dans le dernier semestre de 2018 et qui devrait se résorber d'ici au dernier semestre de 2019. Toutefois, cet excédent est nettement moindre, à environ 200 millions de barils entre le T2 de 2018 et le T2 de 2019, que la bulle de l'offre qui a fait plonger les cours du pétrole en 2014-2016, qui ont totalisé presque un million de barils entre le T2 de 2014 et le T2 de 2016 (graphique 4). De même, les données sur l'évolution des stocks de pétrole américain ont évolué légèrement à la baisse, et les stocks ont fini l'année essentiellement au même niveau que celui auquel ils l'avaient entamée par rapport à un recul de 100 millions de barils en 2017; or, ils ont toujours une position beaucoup plus vigoureuse que l'excédent de 350 millions de barils entre avril 2014 et août 2016 (graphique 5).

La demande de pétrole devrait rester vigoureuse et progresser de 1,6 Mbpj sur un an en 2019, même si en raison des inquiétudes économiques actuelles du marché, les cours des contrats au comptant s'inscrivent dans un ralentissement de la croissance de la demande de l'ordre de 1,2 à 1,3 Mbpj. L'inquiétude économique porte surtout sur les marchés asiatiques, très préoccupés par le conflit commercial entre la Chine et les États-Unis. En Chine, la croissance de la demande pétrolière bascule aujourd'hui fortement vers les carburants grand public comme l'essence et les carburateurs plutôt que dans le diésel privilégié par l'industrie, qui a été jusqu'à maintenant le moteur traditionnel de la hausse de

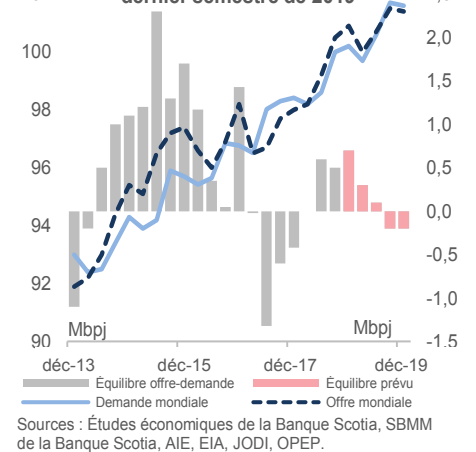
Graphique 3

Les cours du pétrole désormais en hausse
90 \$ US/baril



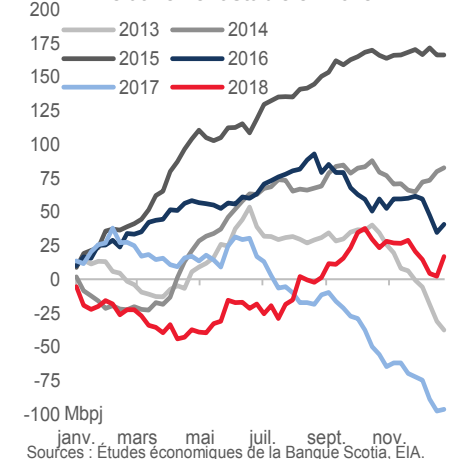
Graphique 4

La surabondance transitoire de l'offre du marché pétrolier devrait se dégager d'ici le dernier semestre de 2019



Graphique 5

Le total des stocks de pétrole américain relativement stable en 2018



la consommation de pétrole en Chine. La léthargie de la consommation chinoise est donc un risque crucial pour les perspectives de la demande de pétrole, que vient aviver encore la récente déclaration d'Apple qui vilipendait l'« ampleur de la détérioration économique de [la Chine] », ce qui aurait fait plonger les prévisions de vente sur le plus grand marché des téléphones intelligents dans le monde. Les ventes de voitures se contractent elles aussi pour la première fois depuis presque 30 ans, ce qui pourrait avoir une incidence plus directe sur la demande de carburants. Le reste de l'Asie paraît lui aussi fléchir sous le poids des difficultés de la première économie de la région : la croissance combinée de la demande de pétrole en Inde et en Chine, qui devraient représenter essentiellement la moitié de la hausse de la consommation mondiale en 2019 et en 2020, a baissé pour passer de plus de 1 Mbpj sur un an vers la fin de 2017 à moins de 200 kbpj sur un an 12 mois plus tard (graphique 6). Selon une moyenne mobile sur 12 mois, la croissance de la demande mondiale a chuté pour passer d'environ 1,9 Mbpj au printemps 2018 à moins de 1,3 Mbpj à la fin de 2018. Nous nous attendons à ce que la réaccélération de la demande de pétrole en Asie porte la croissance combinée de la consommation de la Chine et de l'Inde à environ 700 kbpj et à ce que la croissance de la demande mondiale se rétablisse aux alentours de 1,6 Mbpj.

Bien que le dégagelement de la fin de 2018 ait été essentiellement provoqué par les craintes d'un rebond de l'offre d'hydrocarbures de schiste américains et d'une hausse plus forte que nécessaire de la production de l'OPEP, nous nous attendons à ce que les craintes vis-à-vis de l'offre ressurgissent en 2019. Dans la prochaine année, la croissance de l'offre sera essentiellement portée par le rythme de l'expansion des hydrocarbures de schiste américains dans une conjoncture de cours du WTI de 60 \$ le baril, par le rétablissement de la rigueur de l'offre de l'OPEP+ et par l'évolution du secteur des sables bitumineux au Canada — secteur dans lequel les contingents de production sont entrés en vigueur le 1^{er} janvier 2019 —, de même qu'au Brésil, où l'optimisme intarissable vis-à-vis de la production a souvent été révisé à la baisse.

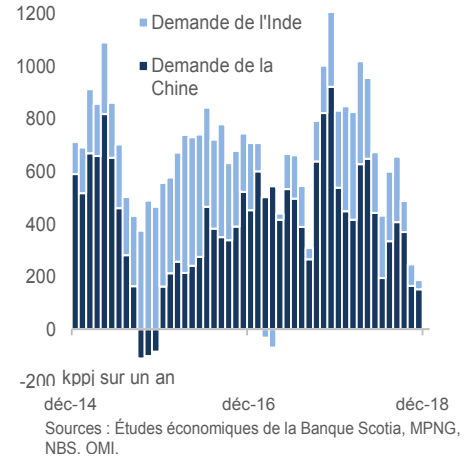
À preuve, le secteur des hydrocarbures de schiste américains, dans lequel la croissance de l'offre en 2019 devait, selon les prévisions, être supérieure à 1,5 Mbpj sur un an, puisque les cours mondiaux du pétrole ont gravité aux alentours du milieu des 80 \$, commence à s'inquiéter à nouveau de sa trésorerie. Bien que la plupart des acteurs du marché des hydrocarbures de schiste soient aujourd'hui dans une meilleure position qu'ils l'étaient lorsque les cours ont la dernière fois baissé à moins de 50 \$ le baril, la stratégie de croissance portée par la hausse des cours du pétrole paraît précaire, et l'on s'attend à ce que l'attention soit de nouveau monopolisée par les coûts et la compétitivité. Les budgets des dépenses en immobilisations adaptés à des cours de 50 \$, qui étaient rapidement tombés en défaveur il y a six mois, sont à nouveau dépoussiérés.

Dans le même temps, l'OPEP et les pays producteurs alliés ont pesé sur les freins et commencé à rabaisser leur production. Les décisions de l'OPEP sont aussi volatiles que la politique étrangère américaine, et la pression qui s'est exercée sur l'OPEP a basculé : à la hausse immédiate de l'offre, alors que les cours frôlaient les 90 \$ le baril au début d'octobre, s'est substituée aujourd'hui une compression nécessaire pour l'équilibre du marché. L'OPEP n'a été d'accord pour commencer à relever la production que lorsque de nombreuses voix se sont élevées pour que les Saoudiens et les Russes interviennent afin de corriger le déficit de l'offre causé par les sanctions américaines contre l'Iran et par le rebond décalé des stocks d'hydrocarbures de schiste. Moins d'un mois plus tard, les cours du pétrole se sont effondrés et le Royaume a fait une brusque volte-face après que ses efforts pour faire remonter les prix n'aient pas réussi à enrayer l'hémorragie : d'après les plus récents commentaires de Riyad, le pilier de l'OPEP souhaite toujours que les cours du Brent s'articulent autour des 80 \$ le baril. Après ce revirement de la politique, la production de l'OPEP a perdu essentiellement 0,5 Mbpj sur un mois en décembre, ce qui représente, pour ce groupe de pays producteurs, la plus forte baisse mensuelle depuis la dernière baisse qu'il a convenu d'adopter et qui est entrée en vigueur en janvier 2017 (graphique 7). Dans le dernier trimestre de 2018, les puits de pétrole américains, russes et saoudiens ont produit des volumes de brut sans précédent dans les annales, ce qui était jugé nécessaire pour compenser les reculs de la production vénézuélienne et la production bientôt abyssale en Iran puisque les sanctions américaines viennent bloquer l'achat de brut iranien.

En Alberta, les baisses de la production pétrolière, qui totalisent 325 kbpj (8,7 %), sont entrées en vigueur le 1^{er} janvier 2019; elles ont eu tôt fait de corriger la surabondance de pétrole qu'on tâche d'acheminer hors de cette province dans des oléoducs engorgés et de réduire les rabais sur le WCS, qui sont passés d'un pic de plus de 50 \$ le baril de moins que le WTI il y a quelques mois à 10 \$ le baril environ à l'heure actuelle (graphique 8). Les rabais se sont

Graphique 6

La demande pétrolière de la Chine et de l'Inde baisse, ce qui ouvre la voie à une réaccélération



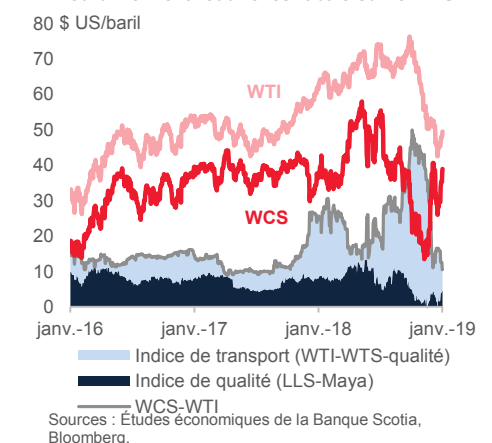
Graphique 7

Le rebond de la production de l'OPEP+ est effacé; retour au contingentement de la production pour l'instant



Graphique 8

Le contingentement de la production de l'Alberta et la hausse des cours du pétrole lourd viennent réduire les rabais sur le WCS



effondrés à moins de 20 \$ le baril, niveau que beaucoup associaient au seuil de rentabilité du transport ferroviaire du pétrole, grâce à un rabais de qualité beaucoup plus réduit, constaté dans les environs de la côte du golfe du Mexique — soit moins de 3 \$ le baril par rapport à un rabais type de presque 10 \$ le baril. La production devrait continuer d'être endiguée aux alentours des niveaux actuels jusqu'à la fin du printemps; par la suite, on s'attend à ce que le repli des stocks déclenche un relèvement graduel des contingents de production. Les livraisons de pétrole par chemin de fer continuent de progresser, et la capacité projetée sera favorisée par l'engagement adopté par le gouvernement albertain d'acheter une capacité de transport ferroviaire de 120 kbpj de pétrole, ce qui sera probablement supérieur à un million de barils par jour de production d'ici la fin de l'année, par rapport au chiffre record de 327 kbpj de brut de l'Ouest canadien qui sont sortis du pays en octobre 2018. **Les rabais sur le WCS devraient s'établir à une moyenne de 20 \$ le baril en 2019-2020, ce qui se rapproche essentiellement du WTI dans la foulée de la mise en place de la politique de limitation de la production du gouvernement albertain.** Cette prévision comporte un risque, puisque les écarts pourraient continuer de se rapprocher, dans la mi-dizaine, en raison du contexte actuel favorable pour les cours du pétrole lourd dans les environs de la côte du golfe du Mexique.

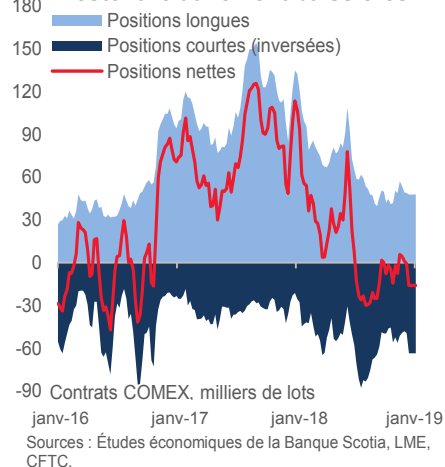
MÉTAUX ET MINÉRAUX

Les cours des métaux ont été les premières victimes de l'humeur macroconjoncturelle aigrie du marché — ce qui est souvent le cas — et la valeur de métaux comme le cuivre, le nickel et le zinc s'est repliée en juin en raison du durcissement du ton du discours dans la guerre commerciale, longtemps avant la déroute pétrolière en octobre 2018. Ce repli était en partie justifié : par exemple, les cours du cuivre ont monté au-delà d'un niveau qui, à notre avis, était essentiellement justifié, et le cours du zinc est revenu sur terre après une remontée qui a porté les cours à leur plus haut depuis une dizaine d'années. Or, comme les cours du brut, les cours des métaux industriels ont eux aussi plongé à un niveau inférieur à celui qui justifieraient les fondamentaux des produits de base.

La vigueur inattendue de la croissance de 2017-2018 a surmultiplié l'accélération des cours des produits de base, qui ont largement dépassé nos premières attentes, qui tablaient sur l'effervescence du marché. Ainsi, le cuivre a bondi pour passer d'un niveau inférieur à 2,20 \$ la livre en 2016 à plus de 3,30 \$ la livre à la fin de 2017 lorsque les investisseurs ont misé sur l'accélération de l'économie mondiale, en s'en remettant à leur thèse et en pariant spéculativement sur le cuivre (graphique 9). Ces gains se sont produits longtemps avant la progression actuelle vers les 3 \$ la livre qui était, à notre avis, fondamentalement justifiée, et nous nous attendions à ce que cette effervescence se dissipe en partie. Toutefois, le plus récent effondrement des cours a ramené les contrats du cuivre à un niveau nettement inférieur au milieu de la fourchette des 2 \$; cette évolution trop brusque et trop rapide des cours s'est produite au moment même où la multiplication des déficits de l'offre dans les prochaines années réclame un cours supérieur à 3 \$ pour encourager l'investissement minier absolument nécessaire. De nombreux autres produits de base industriels — surtout le brut — ont suivi un parcours comparable :

Graphique 9

Les positions spéculatives sur le cuivre restent relativement baissières



Graphique 10

Glissade des stocks des métaux de base

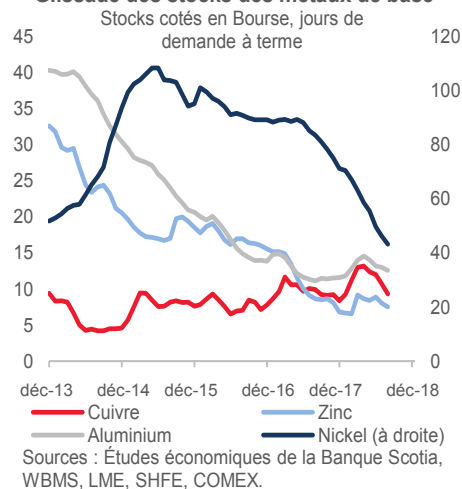


Tableau 1

Produits de base	2000-2017			moyenne annuelle			
	Minimum	Moyenne	Maximum	2017	2018	2019p	2019p
Pétrole WTI (\$ US/baril)	17	62	145	51	65	58	62
Pétrole Brent (\$ US/baril)	18	65	146	55	72	67	69
WCS - WTI Discount* (USD/bbl)	-43	-16	-6	-13	-26	-20	-20
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	1,64	4,83	15,38	3,02	3,07	3,25	2,80
Cuivre (\$ US/lb)	0,60	2,38	4,60	2,80	2,96	3,00	3,20
Zinc (\$ US/lb)	0,33	0,84	2,10	1,31	1,33	1,20	1,20
Nickel (\$ US/lb)	2,00	7,12	24,58	4,72	5,95	5,50	6,00
Aluminium (\$US/livre)	0,56	0,87	1,49	0,89	0,96	0,90	0,90
Minerai de fer (\$US/tonne)	17	67	187	72	70	65	63
Charbon métallurgique (\$US/tonne)	39	131	330	187	206	175	160
Or, à Londres en après-midi (\$ US/once)	256	890	1895	1 257	1 268	1 300	1 300
Argent, à Londres en après-midi (\$ US/once)	4,07	14,80	48,70	17,05	15,71	16,25	16,50

* 2008-16 moyenne.
 Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

ils ont surcblé les fondamentaux jusqu'au milieu de 2018 avant que le discours bascule et que les prix retombent fondamentalement en territoire de survente.

Ce qui ne veut pas dire que les cours ne puissent pas rester aussi faibles — à ces cours, la plupart des producteurs réalisent toujours des bénéfices, et il n'est donc pas nécessaire de les relever immédiatement; or, nous nous attendons à ce que ces marchés soient soumis à des déficits croissants de l'offre dans les années à venir et à ce que les cours soient appelés à monter pour encourager la capacité de production projetée nécessaire. Les cycles des cours des produits de base — en particulier les métaux — s'étendent sur de longues durées, et les cours peuvent rester inférieurs aux niveaux auxquels ils deviendraient optimalement évidents jusqu'à ce qu'il soit devenu impossible de ne pas tenir compte des déficits de l'offre qui obligent à rehausser les cours. Puisqu'il faut généralement compter cinq années ou plus pour mettre en production une mine planifiée, des cours inférieurs à ceux qui sont nécessaires aujourd'hui donneront lieu à une séquence de cours supérieures à un niveau idéal en espérant de pouvoir plus rapidement livrer sur le marché le métal nécessaire.

Malgré la déroute des cours des métaux, les stocks des métaux de base continuent de plonger. Le volume de cuivre stocké dans les remises des grandes bourses de marchandises a baissé pour passer de 13 jours de consommation à terme au premier trimestre de 2018 à 5 jours aujourd'hui, les stocks de zinc restent extrêmement faibles, à moins de 4 jours contre un récent haut de 15 jours au T1 de 2017, et les déficits prononcés de l'offre sur les marchés du nickel ont fait en sorte que les stocks sont tombés à 36 jours, contre un record de 108 jours au milieu de 2015 (graphique 10).

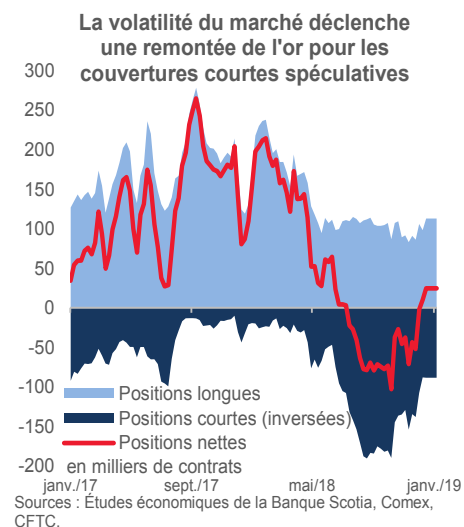
Le repli initial des cours du zinc est certes justifié après que la remontée du début de l'année ait porté les contrats à leur plus haut depuis 2007, même si l'ampleur et la rapidité de la baisse des cours ne paraissent pas correspondre au rythme du rééquilibrage de l'offre qui s'est déroulé jusqu'à maintenant. Bien que les cours élevés aient permis de mettre en marché des volumes considérables de nouveaux produits miniers, le tonnage de concentré — précurseur du métal raffiné — doit toujours se frayer un chemin jusqu'au marché des métaux raffinés. Les indicateurs du marché physique continuent de tenir compte de cette réalité, et le degré de rétrogradation — la prime des expéditions rapides pour les livraisons dans trois mois — sur le marché du zinc a atteint des sommets sans précédent en décembre 2018 (graphique 11) malgré la léthargie des cours au comptant. À notre avis, les cours du zinc sont fondamentalement étayés pour un autre rebond, probablement durant le premier semestre de 2019, avant que la nouvelle offre minière commence finalement à se frayer un chemin jusqu'au marché du zinc raffiné et que le zinc amorçe son repli graduel à des cours d'incitation à long terme, qui s'établissent aujourd'hui à 1,00 \$ la livre environ.

Les cours de l'or se sont rétablis à la fin de 2018 lorsque l'horizon de l'économie mondiale s'est assombri. On a assisté à une nouvelle ruée vers le lingot lorsque la volatilité des cours boursiers s'est accentuée et que les attentes vis-à-vis du relèvement des taux d'intérêt ont commencé à se replier. Les spéculateurs avaient constitué une position courte traditionnellement substantielle dans les contrats sur l'or jusqu'au début du T4 de 2018 (graphique 12), en pariant que le lingot baisserait en raison de la montée en flèche des rendements boursiers, de la vigueur de la croissance mondiale et de la vigueur tenace du dollar américain. Ce raccourcissement des positions est venu porter les cours de l'or à moins de 1 200 \$ l'once avant que le dénouement rapide de ces positions revienne propulser le lingot aux alentours de 1 300 \$ l'once dans les premières semaines de 2019. Nous nous attendons à ce que l'or s'échange à environ 1 300 \$ l'once dans les deux prochaines années, puisque les attentes du marché vis-à-vis des taux d'intérêt commencent à se multiplier et que le dollar américain reprend à peu près le parcours que nous avons prévu à plus long terme pour le billet vert.

Graphique 11



Graphique 12



Marché des changes

À la fin de 2018, le dollar américain (USD) avait engrangé d'importants gains par rapport à toutes les autres grandes devises, sauf le yen (JPY) depuis le 1^{er} janvier. Alors que nous nous attendions à ce que le dollar US continue de s'infléchir et de baisser comme on l'avait constaté en 2017, il a été étayé par la hausse des taux d'intérêt et par la dynamique de croissance plus vigoureuse de l'économie américaine sur fond de relance budgétaire. La croissance moins vigoureuse ou la multiplication des incertitudes ailleurs — en raison par exemple du commerce ou des inquiétudes du Brexit — ont pesé sur la conjoncture parmi les autres devises, mais ont porté, dans le même temps, la demande exprimée pour la valeur refuge que représente le JPY. Ce qui est plutôt étonnant, c'est que le dollar US a été l'un des meilleurs placements de l'année écoulée. Dans un récent rapport, Bloomberg précise que les rendements corrigés du risque pour les actifs les plus importants dans le monde tiennent compte du « pire rendement depuis plus d'un siècle dans l'ensemble des actifs », alors que le dollar US a été l'un des rares instruments de placement mondial à dégager un rendement positif corrigé du risque en 2018.

Nous avons en quelque sorte tempéré nos prévisions pour le dollar US dans la nouvelle année; toutefois, nous nous attendons toujours à ce que cette monnaie reprenne la glissade séculaire qui s'est amorcée, à notre avis, avec l'importante baisse de 2017. Bien que le dollar US ait profité de la hausse des taux d'intérêt et de la solide dynamique de croissance des États-Unis, nous croyons qu'aux niveaux actuels, d'un point de vue économique, le taux de change tient compte d'une flopée de bonnes nouvelles. Nos prévisions laissent entrevoir, cette année, un ralentissement graduel de la croissance économique, qui se prolongera plus nettement sur 2020 pour s'établir à moins de 2 %. Nous nous attendons effectivement à ce que la Fed durcisse un peu plus les taux d'intérêt en 2019; or, les marchés sont sceptiques, et la courbe des rendements à terme témoigne de la conviction de plus en plus forte que la Fed est désormais sur le point de mettre fin à son cycle de durcissement.

À notre avis, à plus long terme, les nuages assombrissent l'horizon pour le dollar américain, ce qui explique notre évaluation baissière sur son évolution. Premièrement, le dollar US reste relativement élevé par rapport à la plupart des autres grandes devises du point de vue de la parité du pouvoir d'achat, et nous nous attendons à ce qu'il « régresse vers la moyenne » à la baisse puisque la croissance intérieure se ralentit et que le cycle de durcissement de la Fed culmine. Les différentiels de taux d'intérêt se rapprocheront par rapport au dollar US lorsque les autres banques centrales « rattraperont » la Fed. Deuxièmement, nous croyons que le cumul du compte courant américain (et surtout) les déficits budgétaires des États-Unis feront baisser le dollar US à moyen et à plus long termes, en tenant compte de l'évolution des transactions sur le dollar US depuis au moins les 30 dernières années; quand les déséquilibres structurels des États-Unis se détériorent, le dollar US fait généralement moins bonne figure. Nous nous attendons à ce que les déficits combinés atteignent cette année environ 7 % du PIB. Enfin, nous continuons de croire que le pic de 2017 a représenté le point culminant de la tendance haussière à plus long terme du dollar américain. L'évolution des cours est alors devenue négative pour le dollar américain dans l'ensemble et a télégraphié, à notre avis, une inversion majeure de la tendance.

Compte tenu de ces difficultés structurelles et séculaires, il se pourrait que les investisseurs internationaux soient déjà en train de boudier le dollar US. Bien que les investisseurs présents sur le marché des changes privilégient généralement les monnaies qui offrent des taux d'intérêt élevés ou croissants, la courbe aplatie des rendements laisse entendre que les actifs libellés en dollars US sont beaucoup moins attrayants pour les investisseurs étrangers lorsqu'on tient compte du coût de la couverture par rapport à la dévalorisation de cette monnaie. En outre, les données du Fonds monétaire international pour le T3 sur les réserves de changes mondiales ont permis de constater que la part du dollar US dans les actifs des réserves de changes a baissé pour s'établir à 61,9 %, contre 62,4 % au T2, dans une période au cours de laquelle le dollar US même s'est généralement fortifié. La part du dollar US dans les réserves de changes comptabilisées a fléchi pour s'établir à son plus creux depuis presque cinq ans.

Nous nous attendons à ce que le dollar canadien (CAD) s'améliore après avoir déçu en 2018, puisque son rendement par rapport au dollar US (-7,5 % au moment d'écrire ces lignes) n'est pas mieux que l'indice S&P 500. Bien que l'économie ait très bien tiré son épingle du jeu après s'être

RENSEIGNEMENTS

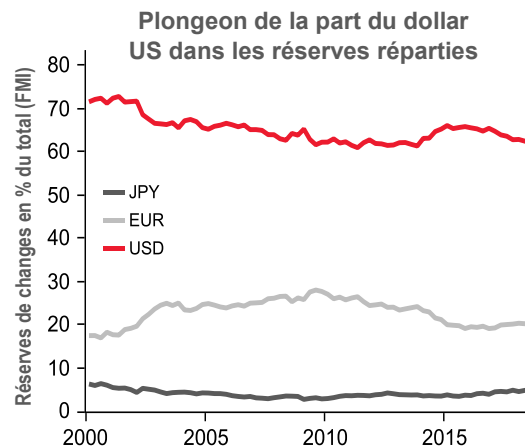
Shaun Osborne, stratège cambiste en chef
 416.945.4538
 Stratégie des marchés des changes
shaun.osborne@scotiabank.com

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

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

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

Graphique 1



Sources : Macrobond, Scotiabank FICC Strategy.

ralentie dans une année pourtant amorcée en force, la renégociation de l'ALÉNA et, à une époque plus récente, la dégringolade des cours du pétrole ont généralement pesé sur la performance du dollar CA. La léthargie des marchés boursiers, dont les grands indices boursiers mondiaux ont basculé ou failli basculer en territoire de « marché baissier », a aussi pesé sur les monnaies-marchandises à bêta supérieur, puisque les investisseurs abaissent les attentes vis-à-vis de la croissance mondiale. Si le dollar CA a pu amorcer timidement le début de la nouvelle année (en moyenne dans les 20 dernières années, janvier a dégagé les rendements mensuels en dollars US les plus vigoureux par rapport au dollar CA dans l'année), nous croyons que les gains du dollar US, de l'ordre de 1,38 (ce qui est proche du pic de 2017), devraient donner lieu à une demande des chasseurs d'aubaine pour le dollar CA. Nous nous attendons à ce que les cours du pétrole reprennent du mieux lorsque l'équilibre mondial de l'offre et de la demande se rétablira, et malgré le discours conciliant qu'elle a tenu récemment, à ce que la Banque du Canada (BdC) durcisse un peu plus vigoureusement que la Fed les taux d'intérêt (à raison de trois hausses de 25 points de base en 2019 pour la BdC par rapport à seulement deux de plus pour la Fed). L'augmentation des cours de l'énergie et le rapprochement des différentiels de taux entre les États-Unis et le Canada viendront étayer les gains du dollar CA jusqu'à la fin de l'année.

Nous restons essentiellement optimistes sur les perspectives de l'euro (EUR), la livre sterling (GBP) et le yen (JPY). L'économie de la zone euro s'est ralentie dans le dernier semestre de 2018, et les décideurs tiennent un discours de plus en plus prudent quant aux perspectives. Toutefois, nous nous attendons à des rythmes de croissance supérieurs au potentiel dans les prochains trimestres : l'inflation suivra une trajectoire montante et la Banque centrale européenne évoluera sur un parcours qui l'amènera à basculer — graduellement — dans la normalisation monétaire l'an prochain. Nous nous attendons à ce que ce processus vienne muscler l'EUR plus fortement au S2 de 2019, pour le rapprocher de 1,30 USD. Les risques de baisse, de ce point de vue, s'articulent autour de la montée des tensions commerciales entre l'UE et les États-Unis et de l'onde de choc du Brexit sur l'économie européenne. Nous supposons que le Brexit se déroulera relativement sans accroc, ce qui permettra à la GBP de monter en 2019, à mesure que s'apaiseront les craintes du « scénario du pire » — même si le choc économique de la sortie de la zone euro sera probablement négatif. Toutefois, nous continuons de tenir compte des risques et des incertitudes considérables — pour le Royaume-Uni comme pour la zone euro — d'un Brexit sans accord, que le gouvernement du Royaume-Uni présente comme seule solution de rechange de son très impopulaire plan de divorce.

Nous nous attendons à ce que le JPY reprenne un peu de mieux par rapport au dollar US essentiellement moins fort cette année, mais à ce qu'il fasse moins bien que l'EUR et la GBP. La Banque du Japon (BoJ) est appelée à rester conciliante pendant encore un certain temps. Les récents commentaires des décideurs des banques centrales laissent entendre que l'on s'inquiète de plus en plus que la BoJ n'atteigne pas sa cible inflationniste. C'est pourquoi nous nous attendons à ce que la BoJ continue de cibler un taux nominal de 0 % pour les obligations d'État à 10 ans. Bien que cette attente puisse laisser entendre que le JPY est vulnérable au dollar US sur fond de durcissement de la politique de la Fed, le yen est resté à l'abri du creusement des écarts de rendement entre les États-Unis et le Japon cette année. En raison de la moindre participation du Japon au marché des obligations du Trésor américain, les avoirs japonais en bons du Trésor américain ont fléchi et n'ont jamais été aussi faibles depuis la fin de 2011. Compte tenu des risques et des incertitudes considérables à l'horizon, on ne peut pas laisser pour compte le rôle du JPY comme valeur refuge « incontournable » dans les périodes de volatilité du marché.

Le peso mexicain (MXN) reste bien orienté à l'aube de 2019, grâce à un gain exceptionnel de 7 % sur son creux du début de décembre. La conjoncture a repris du mieux dans la foulée du référendum sur la construction de l'aéroport au T4 et les acteurs du marché ont bien réagi à la plus récente hausse des taux de la Banxico et à son discours signalant un risque de hausse de l'inflation. Nous nous attendons à une autre hausse des taux de la Banxico au T1 de 2019; or, nous prévoyons que le MXN fléchira sur notre horizon prévisionnel, du fait des perspectives difficiles pour la conjoncture financière mondiale dans le contexte de la normalisation continue du bilan de la Fed. Le réal brésilien (BRL) a gagné plus de 4 % dans les rares premières séances de 2019, ce qui rend compte de la solide conjoncture et des grands espoirs liés au programme de réformes de la nouvelle administration. Nous analyserons attentivement l'évolution du budget; toutefois, si la monnaie s'est récemment fortifiée, c'est essentiellement parce que l'on s'attend à ce que la banque centrale soit dotée d'une plus grande autonomie. Nous restons prudents dans nos prévisions du programme de réformes et continuons de nous attendre à ce que le BRL baisse jusqu'à la fin de 2020. Nous gardons un point de vue neutre sur le peso colombien (COP), en raison d'une prévision constructive pour les cours du pétrole, masquée par les inquiétudes voulant que la banque centrale (BanRep) puisse accuser du retard sur la courbe de l'inflation. Nous sommes constructifs dans les prévisions du peso chilien (CLP) puisque nous nous attendons à ce que la croissance soit forte, à ce que l'inflation se stabilise et à ce que les cours du pétrole reprennent du mieux. Le Pérou devrait mener les autres pays de l'Alliance du Pacifique dans la croissance du PIB réel sur tout notre horizon prévisionnel, ce qui devrait fortifier le sol (PEN) en 2019 et jusqu'en 2020.

L'apaisement des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine relancera probablement la tolérance au risque et dynamisera les monnaies des marchés émergents asiatiques au premier trimestre, en particulier celles qui sont portées par les exportations, par exemple le won sud-coréen (KRW), le dollar taïwanais (TWD) et le baht thaïlandais (THB). La PBoC s'est à nouveau engagée à veiller à ce que le taux de change du yuan chinois reste essentiellement stable, et nous nous attendons à ce que cette monnaie (CNY et CNH) s'échange dans la fourchette de 6,60-6,70, puis qu'on s'attend à ce que les États-Unis et la Chine s'entendent sur un pacte commercial avant l'échéance du 1^{er} mars 2019. Si la conjoncture dans la péninsule coréenne pèse, par intermittence, sur le KRW, le TWD est appelé à baisser si les relations dans le détroit se détériorent avant l'élection générale qui doit se tenir sur l'île au début de 2020.

La roupie indienne (INR) et la roupie indonésienne (IDR), dont les rendements sont élevés, progresseront si les investisseurs sont plus convaincus que le cycle monétaire de la Fed est proche d'un point culminant. La léthargie des cours du pétrole est elle aussi favorable. Toutefois, nous précisons que la volatilité pourrait augmenter pour l'INR, l'IDR et le THB en prévision des élections générales prévues pour avril et mai et des élections du 17 avril et du 24 février, respectivement, en Inde, en Indonésie et en Thaïlande. Bien que le dollar de Hong Kong (HKD) soit appelé à remonter en raison de l'avantage du dollar US dans le rapprochement des écarts de rendement, la vigueur potentielle de l'EUR portera à la hausse le dollar de Singapour (SGD), compte tenu de l'étroite corrélation entre ces monnaies. Le ringgit malaisien (MYR) et le peso philippin (PHP) feront probablement moins bien que les autres grandes monnaies régionales au premier trimestre à cause, respectivement, de la léthargie des cours du pétrole et de la détérioration des balances des comptes courants.

ANNEXE 1

International	2000-17	2017	2018e	2019p	2020p	2000-17	2017	2018e	2019p	2020p
	PIB réel (variation annuelle, en %)					Prix à la consommation (variation sur 12 mois, fin de l'année, en %)				
Monde (en parité de pouvoir d'achat)	3,9	3,8	3,7	3,5	3,4					
Canada	2,1	3,0	2,1	1,8	2,0	1,9	1,8	2,0	1,7	2,2
États-Unis	2,0	2,2	2,9	2,4	1,7	2,2	2,1	2,0	2,1	2,3
Mexique	2,2	2,1	2,0	1,6	2,3	4,4	6,8	4,8	4,3	3,8
Royaume-Uni	1,9	1,8	1,4	1,5	1,5	2,0	2,7	2,2	2,1	2,0
Zone euro	1,4	2,4	1,9	1,7	1,7	1,8	1,4	1,9	1,6	1,7
Allemagne	1,4	2,2	1,5	1,6	1,6	1,5	1,7	1,7	1,4	1,8
France	1,4	2,2	1,5	1,5	1,7	1,4	1,2	1,6	1,6	1,7
Chine	9,3	6,9	6,6	6,2	6,0	2,3	1,8	1,9	2,4	2,3
Inde	7,0	6,3	7,5	7,3	7,5	6,8	5,2	2,5	5,6	5,0
Japon	0,9	1,9	0,8	1,1	0,8	0,1	1,0	0,8	2,3	1,0
Corée du sud	4,1	3,1	2,7	2,7	2,6	2,5	1,4	1,3	2,4	2,2
Australie	2,9	2,4	3,0	2,7	2,5	2,7	1,9	2,0	2,3	2,6
Thaïlande	4,0	3,9	4,1	3,8	3,5	1,9	0,8	0,4	1,8	2,0
Brésil	2,5	1,1	1,1	2,3	2,5	6,5	3,0	4,1	5,2	5,4
Colombie	3,9	1,8	2,5	3,3	3,6	5,1	4,1	3,2	4,8	4,1
Pérou	5,0	2,5	3,7	4,0	4,0	2,7	1,4	2,2	2,4	2,5
Chili	3,9	1,5	3,9	3,2	3,2	3,3	2,3	2,6	3,0	3,0
Produits de base										
	(moyenne annuelle)									
Pétrole WTI (\$ US/baril)	62	51	65	58	62					
Pétrole Brent (\$ US/baril)	65	55	72	67	69					
Escompte* du WCS par rapport au WTI (USD/baril)	-16	-13	-26	-20	-20					
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	4,83	3,02	3,07	3,25	2,80					
Cuivre (\$ US/lb)	2,38	2,80	2,96	3,00	3,20					
Zinc (\$ US/lb)	0,84	1,31	1,33	1,20	1,20					
Nickel (\$ US/lb)	7,12	4,72	5,95	5,50	6,00					
Aluminium (\$US/livre)	0,87	0,89	0,96	0,90	0,90					
Minerai de fer (\$US/tonne)	67	72	70	65	63					
Charbon métallurgique (\$US/tonne)	131	187	206	175	160					
Or, à Londres en après-midi (\$ US/once)	890	1 257	1 268	1 300	1 300					
Argent, à Londres en après-midi (\$ US/once)	14,80	17,05	15,71	16,25	16,50					
* Moyenne 2008-16.										
Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Statistique Canada, BEA, BLS, FMI, Bloomberg.										

ANNEXE 2

Amérique du Nord	2000-17	2017	2018e	2019p	2020p	2000-17	2017	2018e	2019p	2020p
	Canada (var. annuelle en %, sauf indication contraire) □					États-Unis (var. annuelle en %, sauf indication contraire)				
PIB réel	2,1	3,0	2,1	1,8	2,0	2,0	2,2	2,9	2,4	1,7
Dépenses de consommation	2,9	3,5	2,2	1,9	1,8	2,4	2,5	2,7	2,6	1,9
Investissement dans le secteur résidentiel	3,6	2,4	-1,1	-0,4	0,9	-0,3	3,3	0,0	0,7	1,9
Investissements des entreprises	2,2	2,2	4,8	1,1	6,2	3,0	5,3	6,8	3,1	2,2
Gouvernement	2,2	2,7	3,0	1,5	1,6	1,0	-0,1	1,7	2,3	1,6
Exportations	1,3	1,1	3,1	2,5	2,4	3,7	3,0	4,0	1,6	1,9
Importations	3,0	4,2	3,2	1,0	3,1	3,7	4,6	4,7	4,0	2,9
PIB nominal	4,3	5,6	4,1	3,4	4,3	4,0	4,2	5,2	4,5	3,8
Indice implicite du PIB	2,1	2,6	2,0	1,6	2,3	1,9	1,9	2,2	2,1	2,0
Indice des prix à la consommation	1,9	1,6	2,3	1,7	2,1	2,2	2,1	2,4	1,8	2,3
IPC hors aliments et énergie	1,6	1,6	1,9	1,9	2,0	2,0	1,8	2,1	2,0	2,1
Bénéfices des sociétés avant impôts	0,0	20,1	5,0	6,1	2,1	5,3	3,2	8,1	4,2	1,9
Emploi	1,4	1,9	1,3	1,1	0,7	0,7	1,6	1,6	1,3	1,0
Taux de chômage (en %)	7,1	6,3	5,8	5,7	5,9	6,1	4,4	3,9	3,7	3,8
Solde des paiements courants (en G\$ CA, US)	-19,4	-60,1	-58,6	-55,8	-56,5	-501	-449	-480	-571	-641
Balance commerciale (en G\$ CA, US)	22,3	-24,6	-22,0	-24,3	-28,5	-680	-807	-884	-985	-1 068
Solde budgétaire fédéral* (EF, en G\$ CA, US)	-3,6	-17,8	-19,0	-18,1	-19,6	-540	-665	-805	-1 000	-1 045
pourcentage du PIB	-0,2	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8	-3,7	-3,4	-3,9	-4,7	-4,7
Mises en chantier (en milliers)	200	220	213	202	200	1,26	1,20	1,26	1,25	1,26
Ventes de véhicules motorisés (en milliers)	1 678	2 034	1 984	1 930	1 900	15,6	17,1	17,2	16,8	16,7
Production industrielle	0,0	4,9	2,4	-0,7	2,3	0,7	1,6	3,9	3,1	2,1
Mexique (variation annuelle, en %)										
PIB réel	2,2	2,1	2,0	1,6	2,3					
Indice des prix à la consommation (fin d'année)	4,4	6,8	4,8	4,3	3,8					
Solde des paiements courants (en G\$ US)	-14,9	-19,1	-24,7	-28,4	-26,5					
Balance commerciale (en G\$ US)	-7,2	-11,0	-16,4	-20,9	-17,0					

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

Prévisions trimestrielles	2018		2019				2020			
	T3	T4e	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Canada										
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	2,0	1,7	0,9	2,4	2,2	1,9	2,2	2,0	1,5	1,5
PIB réel (variation annuelle en %)	2,1	2,1	1,9	1,8	1,8	1,9	2,2	2,0	1,9	1,8
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	2,7	2,0	1,8	1,5	1,6	1,7	1,9	2,1	2,2	2,2
Moyenne des nouveaux indices de référence (évolution sur un an, en %)	2,0	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
États-Unis										
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	3,4	2,7	2,1	1,8	1,8	1,7	1,7	1,7	1,6	1,7
PIB réel (variation annuelle en %)	3,0	3,1	3,1	2,5	2,1	1,9	1,8	1,7	1,7	1,7
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	2,6	2,0	1,6	1,6	1,7	2,1	2,3	2,3	2,3	2,3
IPC hors aliments et énergie (évolution sur un an, en %)	2,2	2,1	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Déflateur des DCM de base (évolution en % sur un an)	2,0	1,9	2,0	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0

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

ANNEXE 3

Taux des banques centrales	2018		2019				2020			
	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	
Amérique	(en %, à la fin de la période)									
Banque du Canada	1,75	1,75	2,00	2,25	2,50	2,75	2,75	2,75	2,75	
Réserve fédérale américaine (limite supérieure)	2,50	2,50	2,75	3,00	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	
Banque du Mexique	8,25	8,50	8,50	8,50	8,50	8,50	8,00	7,75	7,50	
Banque centrale du Brésil	6,50	6,50	7,00	7,50	8,25	8,75	8,75	8,75	8,75	
Banque de la République de Colombie	4,25	4,25	4,75	5,25	5,75	6,25	6,75	6,75	6,75	
Banque centrale de réserve du Pérou	2,75	2,75	3,00	3,25	3,25	3,50	3,50	3,50	3,50	
Banque centrale du Chili	2,75	3,00	3,25	3,25	3,50	3,75	4,00	4,00	4,00	
Europe										
Banque centrale européenne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25	0,25	0,50	0,50	
Banque d'Angleterre	0,75	0,75	0,75	0,75	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
Asie/Océanie										
Banque centrale d'Australie	1,50	1,50	1,50	1,75	1,75	2,00	2,00	2,00	2,00	
Banque de Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	
Banque populaire de Chine	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	
Banque de réserve de l'Inde	6,50	6,50	6,50	6,50	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	
Banque de Corée	1,75	1,75	1,75	1,75	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	
Banque de Thaïlande	1,75	1,75	1,75	1,75	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	
Devises et taux d'intérêt										
Amérique	(à la fin de la période)									
Dollar canadien (USD/CAD)	1,36	1,32	1,30	1,27	1,27	1,25	1,25	1,23	1,23	
Dollar canadien (CAD/USD)	0,73	0,76	0,77	0,79	0,79	0,80	0,80	0,81	0,81	
Peso mexicain (USD/MXN)	19,65	20,03	20,13	20,60	21,36	21,50	21,36	21,46	21,81	
Real brésilien (USD/BRL)	3,88	4,12	4,18	4,24	4,27	4,35	4,41	4,47	4,52	
Peso colombien (USD/COP)	3 254	3 336	3 417	3 325	3 210	3 198	3 265	3 262	3 185	
Sol - Pérou (USD/PEN)	3,37	3,35	3,31	3,32	3,30	3,31	3,27	3,28	3,25	
Peso chilien (USD/CLP)	694	650	650	650	650	650	640	640	640	
Europe										
Euro (EUR/USD)	1,15	1,17	1,22	1,26	1,30	1,30	1,30	1,32	1,32	
Livre sterling (GBP/USD)	1,28	1,32	1,35	1,37	1,40	1,42	1,42	1,45	1,45	
Asie/Océanie										
Yen - Japon (USD/JPY)	110	110	110	108	108	107	107	105	105	
Dollar australien (AUD/USD)	0,70	0,75	0,77	0,77	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78	
Yuan - Chine (USD/CNY)	6,88	6,80	6,60	6,70	6,70	6,60	6,60	6,50	6,50	
Roupie - Inde (USD/INR)	69,8	69,0	67,0	68,0	68,0	67,0	67,0	66,0	66,0	
Won - Corée du sud (USD/KRW)	1 116	1 090	1 080	1 085	1 085	1 080	1 080	1 070	1 070	
Baht - Thaïlande (USD/THB)	32,5	32,0	31,6	31,8	31,8	31,6	31,6	31,4	31,4	
Canada (rendements, %)										
Bon du Trésor à 3 mois	1,65	1,80	2,05	2,30	2,55	2,80	2,80	2,80	2,80	
Obligation du Canada à 2 ans	1,86	2,00	2,20	2,45	2,65	2,85	2,85	2,85	2,85	
Obligation du Canada à 5 ans	1,89	2,10	2,30	2,55	2,75	2,95	2,95	2,95	2,95	
Obligation du Canada à 10 ans	1,97	2,20	2,35	2,60	2,80	3,00	3,00	3,00	3,00	
Obligation du Canada à 30 ans	2,18	2,35	2,50	2,75	2,90	3,10	3,10	3,10	3,10	
États-Unis (rendements, %)										
Bon du Trésor à 3 mois	2,36	2,40	2,65	2,90	3,15	3,15	3,15	3,15	3,15	
Obligation du Trésor à 2 ans	2,49	2,75	2,90	3,10	3,30	3,30	3,30	3,30	3,30	
Obligation du Trésor à 5 ans	2,51	2,80	3,00	3,20	3,35	3,35	3,35	3,40	3,45	
Obligation du Trésor à 10 ans	2,68	2,90	3,10	3,30	3,40	3,45	3,45	3,50	3,55	
Obligation du Trésor à 30 ans	3,01	3,10	3,25	3,50	3,50	3,60	3,60	3,65	3,65	

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Stratégie des marchés des changes

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

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