

Les dangers de la « Trumponomie »

- **Les politiques du président Trump causent un ralentissement des économies américaine et mondiale. En outre, les risques liés à l'éventuelle adoption d'autres mesures imprévisibles assombrissent les perspectives.**
- **La Réserve fédérale américaine (Fed) devrait réduire ses taux de 75 points de base en 2019, afin de stimuler l'inflation et de prémunir l'économie contre d'autres risques baissiers.**
- **Le Canada est dans une situation opposée. Après un début d'année chancelant, les perspectives de croissance de l'économie canadienne s'embellissent. On s'attend à ce que la Banque du Canada (BdC) laisse ses taux inchangés, même si la Fed devait assouplir sa politique monétaire.**

Le président Trump n'a pas encore rendu sa grandeur à l'Amérique. Dopée pendant deux ans par des mesures fiscales conciliantes, l'économie américaine ralentit rapidement, l'effet de ces mesures se dissipant. De plus, les politiques, menaces et coups de bluff de M. Trump commencent à nuire à l'activité économique. Les participants au marché sont maintenant persuadés que la Fed interviendra énergiquement pour amortir ces chocs et prévenir les dommages que pourraient causer les interventions du président. Ce faisant, la Fed pourrait en fait accentuer les risques qu'elle tente d'atténuer, car le président Trump est susceptible de s'enhardir, sachant que la Fed tentera de contrer ses efforts.

Pour évaluer l'efficacité des gestes posés par Trump et avoir une idée de la tendance qui se dessine, il suffit de consulter la balance commerciale (graphique 1) des États-Unis, qui s'est considérablement détériorée depuis le début de sa présidence. La politique du président pour rendre sa grandeur à l'Amérique mettait inadéquatement l'accent sur la réduction du déficit commercial. C'est la raison pour laquelle il a menacé de déchirer l'ALENA et, en partie, celle pour laquelle il s'est engagé dans une guerre commerciale contre la Chine. C'est aussi ce qui l'a amené à menacer d'imposer des tarifs douaniers sur les importations d'automobiles. Trump, qui cherchera bientôt à être réélu, devra faire face à un déficit commercial supérieur de 15 % à celui dont il a hérité au début de son mandat. Il n'a donc pas réussi à remplir sa promesse centrale, soit réduire le déficit commercial des États-Unis. Puisqu'il estime que ce déficit est dû aux pratiques déloyales des partenaires commerciaux de son pays, il leur jettera naturellement le blâme.

Les attaques de Trump ont déjà commencé, et elles devraient s'intensifier au cours de la période préélectorale. L'incertitude entourant le commerce international et les politiques américaines augmentera, même en cas de détente commerciale entre la Chine et les États-Unis. Trump pourrait tourner son attention vers les politiques de change – il a déjà ridiculement accusé la Banque centrale européenne de manipuler l'euro pour assouplir sa politique monétaire dans une conjoncture marquée par le refroidissement de l'économie et le recul de l'inflation. « Monsieur Tarif », comme il s'est lui-même surnommé, pourrait mettre sa menace à exécution et imposer des tarifs sur les importations d'automobiles japonaises et européennes à la fin de l'automne. De plus, même s'il a déclaré que le Mexique réussissait à contrer le flot de réfugiés et d'immigrants à la frontière américaine, il pourrait bien changer son fusil d'épaule et imposer des tarifs plus tard dans l'année. Ces coups de bluff, menaces et politiques créent une incertitude induite aux États-Unis et ailleurs dans le monde et provoquent, sans l'ombre d'un doute, un ralentissement économique qui n'aurait pas lieu d'être. En fait, Trump menace l'expansion économique qu'il tente de soutenir. Les mesures qui seront potentiellement adoptées en réaction à l'augmentation du déficit commercial donnent à penser que l'incertitude, et les coûts qui lui sont associés, s'accroîtront à l'approche des élections américaines.

Dans ce contexte, on prévoit que la Fed réduira ses taux d'intérêt de 25 points de base en juillet, puis d'une autre tranche de 50 points de base d'ici la fin de l'année. L'inflation fondamentale des dépenses de consommation des ménages (DCM) est nettement inférieure à la cible, tout comme les indicateurs des attentes inflationnistes sur le marché, ce qui milite

RENSEIGNEMENTS

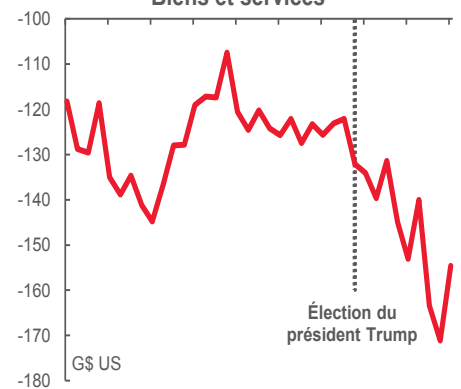
Jean-François Perrault, PVP et économiste en chef
 416.866.4214
 Études économiques de la Banque Scotia
jean-francois.perrault@scotiabank.com

SOMMAIRE

Tour d'horizon	1–2
Canada	3–5
États-Unis	6–10
La politique monétaire et les marchés financiers aux États-Unis et au Canada	11–17
Mexique	18–20
Amérique latine	21–29
Royaume-Uni	30–31
Zone euro	32–33
Asie-Pacifique	34–42
Produits de base	43–45
Marché des changes	46–48
Tableaux des prévisions sommaires	A1–A4

Graphique 1

É.-U. : Balance du commerce extérieur – Biens et services



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, BEA.

en faveur d'un assouplissement de la politique monétaire. Selon nous, une baisse de 50 points de base est nécessaire pour que l'inflation se rapproche de sa cible dans un temps raisonnable. Le président de la Fed, Jerome Powell, a clairement indiqué que face aux événements – actuels et futurs – qui secouent l'économie, un coussin de sécurité serait avisé. Pour l'instant, nous croyons qu'une baisse de 25 points de base serait suffisante, mais tout dépend de l'évolution des risques. Des incertitudes planent sur l'orientation de la politique monétaire, mais une chose reste sûre : le président continuera à s'en prendre à la Fed, car il tentera d'attribuer la responsabilité du ralentissement économique à tout le monde, sauf à lui-même.

Il semble peu probable que la BdC emprunte la même voie que la Fed. À l'heure actuelle, le Canada est l'étoile du Nord. Contrairement à l'économie américaine, l'économie canadienne a accéléré le pas au deuxième trimestre. Nous prévoyons d'ailleurs que le taux de croissance sera plus élevé au Canada qu'aux États-Unis pour le reste de l'année. Malgré les risques en provenance du sud de la frontière, on constate que la confiance est en hausse (graphique 2), que l'emploi poursuit sur sa lancée, que le taux de croissance de la population augmente et que les dépenses en immobilisations des entreprises reprennent du poil de la bête, stimulées par des chiffres de vente élevés et des contraintes de capacité. En outre, l'inflation est conforme à la cible de la BdC, et les taux d'intérêt réels sont négatifs, bien en deçà de leur niveau neutre. Par conséquent, il nous semble peu probable que le gouverneur Poloz rabaisse les taux si la Fed agit conformément à nos prévisions : la BdC semble avoir la situation bien en main.

Si les taux baissent aux États-Unis et ne bougent pas au Canada, les pressions à la hausse qui s'exercent sur le dollar canadien depuis le début de l'année ne devraient pas relâcher. Nous prévoyons que le billet vert poursuivra sa chute et que le taux de change \$ US/\$ CA s'établira à 1,28 d'ici la fin de l'année (\$ CAD/\$ US = 0,78), le haard semblant sous-évalué au vu de ses fondamentaux. Toutefois, compte tenu des craintes provoquées par Trump lui-même, il existe un risque non négligeable qu'on assiste à des périodes d'exode des investisseurs vers des valeurs sûres américaines, ce qu'ils ont généralement fait depuis l'entrée en fonction du président. En plus de nuire au rajustement de la balance commerciale américaine, une telle situation aurait pour effet de plomber temporairement différentes devises, dont le dollar canadien, par rapport au billet vert.

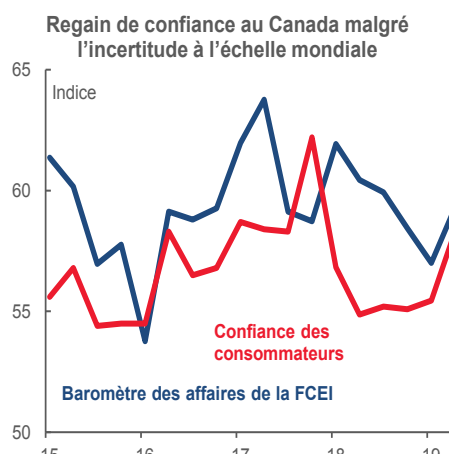
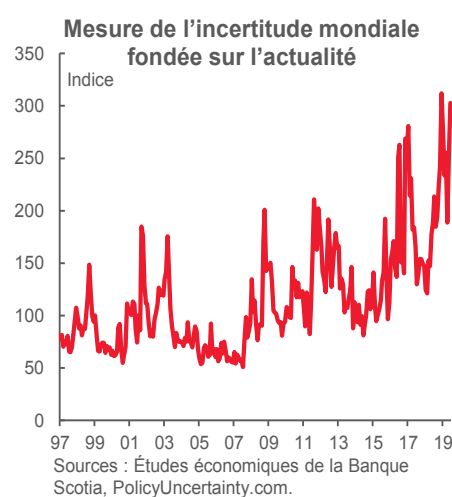
L'accroissement général de l'incertitude est un phénomène mondial (graphique 3), même s'il prend sa source aux États-Unis. En Europe, la croissance s'affaiblit des deux côtés de la Manche. Certaines banques centrales ont déjà procédé à des baisses de taux pour stimuler l'inflation ou la croissance. À mesure que l'incertitude montait, les cours des produits de base baissaient. Dans les pays de l'Alliance du Pacifique, cette conjoncture et les problèmes de politique intérieure de certains pays font en sorte que les investissements privés et publics sont moins élevés que prévu, même si on s'attend à ce que la croissance reste largement supérieure à celle des économies avancées.

Avec un peu de chance, notre évaluation des risques s'avérera trop pessimiste, et les États-Unis cesseront de brandir la menace d'un durcissement de leur politique. L'apaisement des craintes et de l'incertitude redonnerait certainement du souffle aux économies américaine et mondiale, mais il sera impossible de réparer tous les pots cassés.

Tableau 1

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

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

Graphique 2

Graphique 3


Canada

L'ÉTOILE DU NORD (POUR L'INSTANT...)

- Contrairement à ce qui se passe aux États-Unis, la croissance s'est considérablement accélérée au début du deuxième trimestre, soutenue par une solide progression de la demande intérieure au début de l'année.
- La croissance démographique se poursuit à un rythme accéléré, ce qui, combiné à l'augmentation remarquable de l'emploi, est plus que favorable à la consommation des ménages et au secteur de l'habitation.
- Les données sur l'exportation sont positives. La demande intérieure, déjà vigoureuse, pourrait donc être renforcée par les exportations nettes au deuxième trimestre et, possiblement, au-delà de cet horizon.
- Le taux d'inflation se situe à l'intérieur de la cible de la Banque du Canada (BdC), ce qui contraste fortement avec la situation au sud de la frontière, où il s'est éloigné de la cible de la Réserve fédérale américaine (Fed). Si la situation se maintient, la BdC aura la marge de manœuvre nécessaire pour garder les taux à leur niveau actuel.
- Les risques baissiers demeurent élevés, et ils se rapportent tous à la situation aux États-Unis. Le principal risque, c'est que les États-Unis maintiennent leur politique commerciale en place, malgré la trêve avec la Chine.

L'HEUREUSE EXCEPTION

L'évolution récente de la situation au Canada contraste fortement avec celle que l'on voit presque partout ailleurs dans le monde. Alors que la croissance s'essouffle aux États-Unis, elle s'accélère au Canada, les récents indicateurs pointant vers un fort rebond de l'activité économique après un début d'année en demi-teinte. À l'heure actuelle, les Canadiens semblent à l'abri des soubresauts de l'économie mondiale, la confiance des consommateurs et des entreprises s'étant largement accrue durant les derniers trimestres, grâce à la vigueur des ventes et de l'emploi (graphique 1). Même si de nombreux facteurs laissent croire que la reprise durera toute l'année 2020, il se pourrait que l'écart entre les résultats enregistrés au Canada et aux États-Unis se referme.

Le dynamisme de l'économie est largement attribuable à la grande vigueur du marché de l'emploi, où les gains enregistrés depuis le début de l'année dépassent déjà largement ceux de 2018 (graphique 2). Portées par une hausse marquée de l'embauche et des salaires, les dépenses de consommation se sont appréciées de 3,5 % d'un trimestre à l'autre (données annualisées et dessaisonnalisées) au premier trimestre de 2019, soit le double du taux des deux trimestres précédents. Les PME continuent d'invoquer la pénurie de main-d'œuvre (qualifiée, semi-qualifiée et non qualifiée) comme principal obstacle à un accroissement de leurs ventes ou de leur production, mais elles parviennent néanmoins à embaucher des travailleurs. La croissance des salaires moyens s'établit maintenant à 3,8 % en glissement annuel, un taux nettement plus élevé que le taux d'inflation et supérieur de deux points de pourcentage au taux enregistré à la fin de 2018. Même si les ratios de la dette et du service de la dette sont élevés, la confiance des consommateurs a grimpé en flèche. L'expansion du crédit des ménages canadiens s'est constamment accélérée depuis le milieu de 2018, alimentée par la résurgence du secteur des prêts résidentiels, les Canadiens s'étant ajustés au resserrement des normes d'admissibilité mise en œuvre dans le cadre des réformes B-20. L'augmentation du taux de croissance de la population (qui a atteint son niveau le plus élevé en 15 ans) a également contribué à ce regain.

RENSEIGNEMENTS

Jean-François Perrault, PVP et économiste en chef

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

Brett House, VP et économiste en chef adjoint

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

Juan Manuel Herrera, économiste

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

René Lalonde, premier directeur, Recherche

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

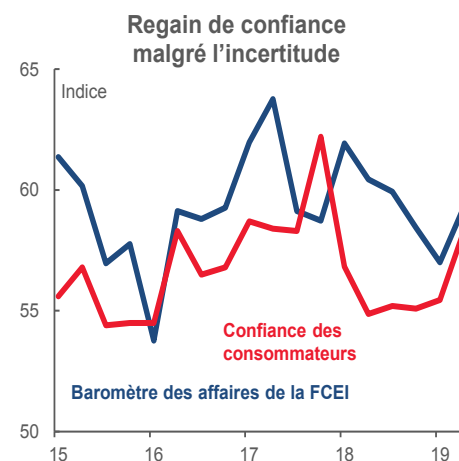
Nikita Perevalov, économiste principal

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

Canada	2017	2018	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	3,0	1,9	1,4	2,0
IPC (% sur un an, fp)	1,8	2,0	1,9	1,9
Taux directeur banque centrale (% , fp)	1,00	1,75	1,75	1,75
Dollar canadien (CAD-USD, fp)	0,80	0,73	0,78	0,80

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1

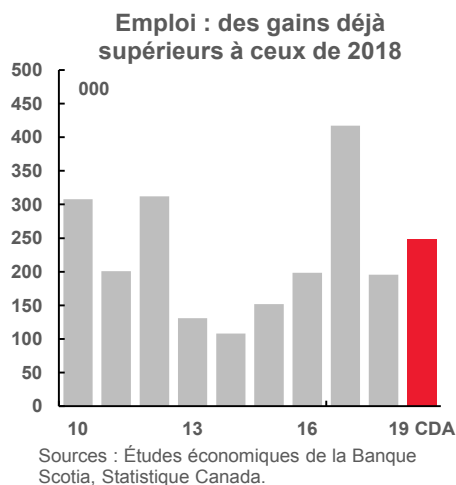


La période de morosité des marchés de l'habitation tire à sa fin, les effets des réformes B-20 et des différentes mesures adoptées par les municipalités et les gouvernements provinciaux pour refroidir ce marché étant en train de se dissiper.

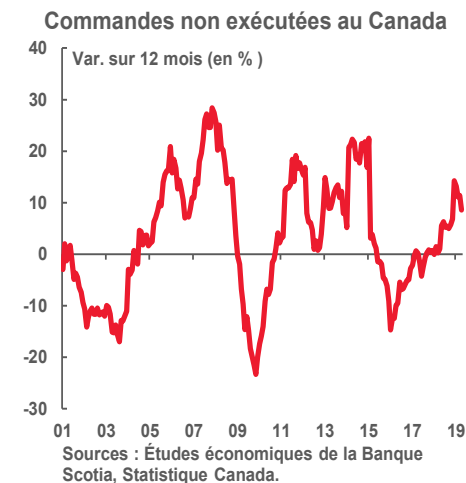
L'explication est simple : dans le contexte d'une croissance rapide de la population, l'offre de logements n'a pas suivi la demande dans une grande partie du pays. Dans les marchés où les prix sont les plus élevés, soit à Toronto et à Vancouver, on assiste à un changement de tendance : les familles se détournent des maisons unifamiliales au profit des immeubles en copropriété et des maisons en rangée, qui sont plus abordables. Ce phénomène devrait se poursuivre, car il s'agit d'une solution naturelle au problème de l'accessibilité au logement. Dans l'ensemble, les perspectives demeurent bonnes pour les marchés de l'habitation : le revenu des ménages s'accroît, les emplois sont nombreux, l'offre est généralement limitée et les taux hypothécaires à long terme ont reculé 30 points de base depuis le début de l'année, conséquence de la chute des taux de rendement l'échelle mondiale.

La vigueur de l'embauche s'explique par un environnement d'affaires globalement solide. Dans bien des secteurs et des régions, les entreprises tournent à plein régime. Dans l'ensemble du pays, le taux de croissance des commandes non exécutées s'approche de son niveau le plus élevé en cinq ans, et les taux d'utilisation de la capacité sont égaux ou supérieurs à leur moyenne à long terme. Au cours de mars et avril, les grossistes canadiens ont inscrit leur gain sur deux mois le plus important en plus de

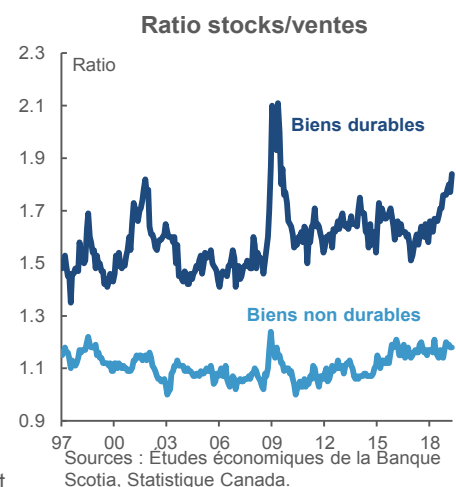
Graphique 2



Graphique 3



Graphique 4



Graphique 5



Tableau 1

Prévisions canadiennes trimestrielles	2018		2019			2020			
	T4	T1	T2e	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Économique									
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	0,3	0,4	2,5	1,5	2,3	2,4	2,0	1,5	1,7
PIB réel (variation annuelle en %)	1,6	1,3	1,3	1,2	1,7	2,2	2,0	2,0	1,9
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	2,0	1,6	2,1	1,8	1,9	2,1	2,1	2,0	1,9
Moyenne des nouveaux indices de référence (évolution sur un an, en %)	1,9	1,9	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Financier									
Dollar canadien (USD/CAD)	1,36	1,33	1,31	1,31	1,28	1,28	1,28	1,25	1,25
Dollar canadien (CAD/USD)	0,73	0,75	0,76	0,76	0,78	0,78	0,78	0,80	0,80
Taux à un jour de la Banque du Canada (%)	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
Bon du Trésor à 3 mois (%)	1,65	1,67	1,65	1,65	1,65	1,65	1,65	1,65	1,65
Obligation du Canada à 2 ans (%)	1,86	1,55	1,47	1,50	1,40	1,35	1,35	1,35	1,35
Obligation du Canada à 5 ans (%)	1,89	1,52	1,39	1,45	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40
Obligation du Canada à 10 ans (%)	1,97	1,62	1,46	1,50	1,55	1,60	1,65	1,65	1,70
Obligation du Canada à 30 ans (%)	2,18	1,89	1,68	1,70	1,80	1,90	2,00	2,05	2,10

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

trois ans. Il semble toutefois que la guerre commerciale livrée par Trump ainsi que l'incertitude entourant les perspectives de l'économie mondiale contribuent à un accroissement des stocks, les ratios stocks/ventes se situant toujours à leur niveau le plus élevé en dix ans (graphique 4).

Les marges bénéficiaires des entreprises se situent deux points de pourcentage au-dessus de leur moyenne historique. Si on ajoute les contraintes sur la capacité de production et la rareté croissante de la main-d'œuvre, on comprend pourquoi les entreprises augmentent leurs dépenses en immobilisations. Ainsi, elles ont dépensé presque 40 % de plus d'une année à l'autre pour de la machinerie et de l'équipement au premier trimestre de 2019 (données annualisées et dessaisonnalisées). Selon les résultats d'un sondage, les investissements resteront élevés d'ici la fin de l'année. De plus, nous prévoyons toujours que le projet de LNG Canada à Kitimat stimulera fortement les investissements des entreprises cette année et l'année prochaine.

Cette hausse des investissements coïncide avec le redressement des exportations canadiennes, qui ont pris du galon en mars.

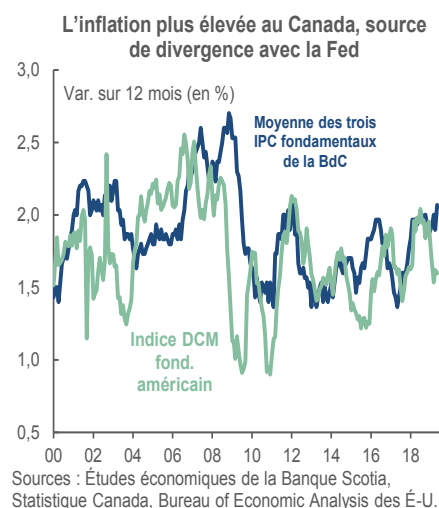
Longtemps, nous avons cru que la morosité des exportations était causée par la mollesse des investissements, ce qui nous étonnait au vu des taux élevés d'utilisation de la capacité. S'il est encore trop tôt pour conclure qu'il existe un lien entre le redressement surprise des exportations et l'accroissement des investissements d'entreprise depuis le début de l'année, on constate tout de même que notre hypothèse tient la route. Les exportations canadiennes n'évoluent pas dans le même sens que l'économie mondiale, qui semble avoir ralenti à mesure que l'année avançait. Le contraste est encore plus frappant avec la situation des échanges commerciaux mondiaux, dont les volumes font état d'une situation anémique (graphique 5).

D'ici la fin de l'année, nous prévoyons que la croissance des exportations sera freinée par l'envolée du huard et la conjoncture du commerce international. De toutes les devises du G10, c'est le dollar canadien qui a été le plus solide par rapport au dollar américain, soutenu par la montée des prix du pétrole et la baisse importante des taux d'intérêt américains. Selon nous, le huard poursuivra son envolée, car la BdC n'a pas l'intention de réagir à la nouvelle baisse des taux prévue aux États-Unis. Cet affermissement du dollar canadien limitera la croissance des exportations. En outre, l'incertitude entourant le commerce mondial demeurera élevée tout au long de l'année, puisque le président Trump continue ses manœuvres d'intimidation et que l'économie mondiale poursuit son repli.

Le taux d'inflation se situe à l'intérieur de la cible de 2 % de la BdC, la moyenne des trois mesures de l'inflation fondamentale utilisées par la BdC s'établissant maintenant à 2,1 % sur 12 mois. C'est le taux le plus élevé enregistré depuis 2012, malgré un surplus probable de l'offre à la grandeur de l'économie. Nous prévoyons que le taux d'inflation restera autour de 2 % sur l'ensemble de l'horizon prévisionnel, puisque les effets du resserrement de l'écart de production et de la hausse du coût unitaire de main-d'œuvre seront compensés par la phase d'adaptation à un taux de change plus élevé. Notre modèle continue de bien saisir les variations de l'inflation au Canada.

Les données sur l'inflation au Canada par rapport aux États-Unis (graphique 6) sont primordiales. En général, lorsque l'inflation canadienne correspond à la cible, celle-ci est différente de la cible fixée par la Fed. Différents facteurs sont en cause : l'incidence d'un dollar américain fort, la croissance ténue du coût unitaire de main-d'œuvre et quelques autres facteurs temporaires qui poussent l'inflation américaine à la baisse. Dans ce contexte, la BdC devrait pouvoir maintenir le *statu quo*, même si la Fed rabaisse ses taux pour, notamment, stimuler l'inflation.

Comme c'est le cas depuis plusieurs trimestres, les principaux risques pour l'économie canadienne se situent outre-frontière. Les politiques du président Trump ont des effets nuisibles concrets sur les économies américaine et mondiale. Même s'il semble y avoir trêve avec la Chine et que le président n'a pas exécuté sa menace d'imposer des tarifs douaniers au Mexique, le déficit commercial des États-Unis ne cesse de se creuser, ce qui pourrait alimenter le goût de Trump pour l'imposition de tarifs et l'emploi d'une rhétorique néfaste.

Graphique 6

Tableau 2

Canada	2000-17	2017	2018	2019p	2020p
(variation annuelle en %, sauf indication contraire)					
PIB réel	2,1	3,0	1,9	1,4	2,0
Dépenses de consommation	2,9	3,5	2,1	2,0	1,9
Investissement dans le secteur résidentiel	3,6	2,4	-1,5	-3,6	1,3
Investissements des entreprises	2,2	2,2	2,2	0,2	5,5
Gouvernement	2,2	2,7	3,0	1,6	1,7
Exportations	1,3	1,1	3,2	1,7	2,4
Importations	3,0	4,2	2,9	1,5	2,8
PIB nominal	4,3	5,6	3,6	2,7	4,2
Indice implicite du PIB	2,1	2,6	1,7	1,3	2,1
Indice des prix à la consommation (IPC)	1,9	1,6	2,3	1,8	2,0
IPC de base (IPCX)	1,6	1,6	1,9	1,9	2,0
Bénéfices des sociétés avant impôts	0,0	20,1	0,5	-4,1	2,1
Emploi	1,4	1,9	1,3	2,1	1,0
Taux de chômage (en %)	7,1	6,3	5,8	5,7	5,9
Solde des paiements courants (en G\$ CA)	-18,7	-59,4	-58,5	-57,6	-55,9
Balance commerciale (en G\$ CA)	22,9	-23,9	-22,0	-26,1	-28,0
Solde budgétaire fédéral (en G\$ CA)	-3,6	-17,8	-19,0	-11,8	-19,8
pourcentage du PIB	-0,2	-0,9	-0,9	-0,5	-0,8
Mises en chantier (en milliers)	200	220	213	202	199
Ventes de véhicules motorisés (en milliers)	1 678	2 036	1 983	1 935	1 915
Production industrielle	0,0	4,9	2,9	0,4	1,9
Pétrole WTI (\$ US/baril)	62	51	65	56	55
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	4,83	3,02	3,07	2,71	2,75

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

États-Unis

- La croissance de l'économie américaine est appelée à fracasser ses précédents records en raison de la progression continue de la demande intérieure; or, l'activité se ralentit alors que l'impact des mesures de relance budgétaire s'amenuise.
- Il n'empêche que le risque d'une guerre commerciale s'est accru et que dans l'éventualité d'un grave conflit commercial à l'échelle mondiale, nous nous attendons à une récession et à un assouplissement monétaire considérable aux États-Unis.
- Toutefois, la léthargie de l'inflation et l'incertitude sont probablement les principales raisons pour lesquelles la Fed adopte un discours conciliant.

LES PERSPECTIVES DE CROISSANCE

Pour ce mois, les États-Unis établissent un nouveau record pour la plus longue séquence de croissance économique sans interruption dans les annales. Nous nous attendons à ce que cette croissance se maintienne dans les prochaines années, même si le rythme est appelé à se ralentir : la croissance du PIB devrait fléchir pour passer de 2,5 % en 2019 à 1,6 % en 2020, puisque l'impact des mesures de relance budgétaire de 2018 s'amenuise et que l'incertitude pèse sur l'investissement et le commerce. Le profil trimestriel de croissance du PIB sous-tend cette prévision; la croissance devrait être inférieure au potentiel jusqu'au T4 de 2020 (tableau 1), ce qui abaisse à 0,2 % en 2020 le déficit de production par rapport à la demande excédentaire de 0,6 % en moyenne en 2019.

Malgré un départ anémique en 2019, la **consommation des ménages américains** devrait rester vigoureuse en 2019-2020 : la croissance s'établira à une moyenne de 2,2 % en 2019 et de 1,9 % en 2020, grâce à l'assainissement des finances des ménages, au faible coût du remboursement de la dette, à la forte croissance des revenus disponibles des particuliers (3,9 % sur un an en mai), du quasi-plein-emploi sur le marché du travail et du niveau de confiance des consommateurs, qui se rapprochent des points culminants qui ont suivi la crise.

Par contre, la croissance de l'**investissement des entreprises** a été relativement discrète au T1 de 2019, à 4,4 % en glissement trimestriel et en données désaisonnalisées et annualisées, contre 6,9 % en 2018, et est appelée à se ralentir, même si la plupart des grands secteurs industriels tournent à leur régime d'utilisation de la capacité moyenne à long terme ou à des niveaux supérieurs et que l'offre de crédit reste généreuse, puisque les taux d'intérêt sont toujours faibles selon les normes statistiques.

Les perspectives d'investissement relativement timides, puisque la croissance des dépenses en immobilisations s'établit à des moyennes de 4,0 % en 2019 et de 2,3 % en 2020, s'expliquent en partie par l'incertitude qui plane sur l'évolution de la politique commerciale américaine et sur la viabilité des chaînes logistiques internationales intégrées, qui semblent mettre en veilleuse les plans d'investissement. Tous ces facteurs pourraient connaître un revirement subit avec un changement dans les interventions protectionnistes et la volatilité des politiques de la Maison-Blanche; or, il est improbable que cette conjoncture chronique se dissipe entièrement sous cette administration.

Puisque nos macroprévisions de base sont favorables, nous intégrons une baisse de 75 points de base du taux directeur de la Réserve fédérale plus pour tenir compte de la léthargie de l'inflation prévue que pour se donner une marge d'assurance, motivation dont le rôle est secondaire en raison de l'incertitude qui pèse sur le commerce.

RENSEIGNEMENTS

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

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

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

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

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

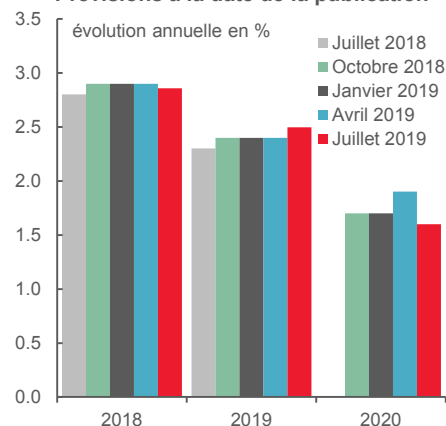
Rebekah Young, première directrice, Politiques économiques provinciales et fiscales
 416.862.3876
 Scotiabank Economics
rebekah.young@scotiabank.com

États-Unis	2017	2018	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	2,2	2,9	2,5	1,6
IPC (% sur un an, fp)	2,1	2,2	1,7	2,1
Taux directeur banque centrale (% , fp)	1,50	2,50	1,75	1,75
Dollar canadien (USD-CAD, fp)	1,26	1,36	1,28	1,25

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1

Croissance annuelle du PIB américain Prévisions à la date de la publication



Source : Études économiques de la Banque Scotia.

LA GUERRE COMMERCIALE A-T-ELLE DES BIENFAITS?

Du point de vue de l'incertitude commerciale, nous continuons de prévoir, selon notre scénario de base, que le conflit entre les États-Unis et la Chine ne s'accroîtra pas substantiellement dans le dernier semestre de 2019, puisque les coûts économiques de l'imposition de nouvelles sanctions tarifaires à l'encontre de la Chine devraient décourager la Maison-Blanche d'intervenir, à plus forte raison à l'approche de la campagne présidentielle américaine de 2020. Toutefois, notre conviction dans cette prévision s'est affaiblie au début de juin après la rupture des discussions sino-américaines et à la lumière de la menace de sanctions tarifaires américaines contre le Mexique à la fin de mai. La montée de l'incertitude nous a amenés à dégrader d'environ 0,2 point nos prévisions sur la croissance du PIB américain en 2020 dans nos derniers tableaux prévisionnels publiés le 7 juin 2019, et cet impact ne bouge pas dans les prévisions actuelles.

Jusqu'à maintenant, l'impact de la guerre commerciale opposant les États-Unis et la Chine a été très palpable dans la régression des échanges commerciaux entre ces deux pays (graphique 2) alors que dans l'ensemble, les prix à la consommation aux États-Unis n'ont pas (encore) été mis à rude épreuve. Puisque l'incertitude qui règne sur ces perspectives pour le commerce s'est exacerbée, nous analysons deux autres scénarios dans la présente section.

- Le scénario 1 est celui d'une guerre commerciale sino-américaine relativement contenue, dans laquelle les États-Unis imposent des sanctions tarifaires de 25 % sur le reste des produits chinois importés (300 G\$ US), en donnant lieu, en guise de riposte de la Chine, à des sanctions tarifaires de 25 %. Ainsi, la croissance du PIB américain fléchirait cumulativement de 0,5 point en 2019-2020 et entraînerait une autre baisse des taux de 25 points de base en 2020 (cf. l'encadré 1, les graphiques et le tableau B.1 à la fin de la présente section). L'impact sur l'inflation est probablement modeste dans ce scénario.
- Dans le scénario 2, si les États-Unis imposent des droits de douane de 25 % à tous les pays, ces derniers ripostent en imposant des sanctions tarifaires comparables. L'économie américaine serait probablement plongée en récession au premier semestre de 2020, ce qui obligerait la Fed à réduire son taux directeur de 100 à 125 points de base par rapport à notre scénario de base actuel, qui prévoit déjà une baisse de 75 points de base. Dans le même scénario, le Canada est lui aussi plongé dans une forte récession, et le PIB se contracte de 1,6 % en 2020, ce qui obligerait la BdC à baisser son taux directeur dans le bas de la fourchette effective d'ici la fin de 2020.

Ainsi, les contrecoups probables, au Canada, d'un brutal repli de la croissance aux États-Unis, notamment un taux à un jour nettement abaissé, contredisent la prise en compte, dans les swaps indexés sur le taux à un jour, de moins d'une baisse au Canada et de quatre baisses aux États-Unis et ouvrent la porte à d'autres explications pour l'assouplissement sur les marchés des taux directeurs américains.

Graphique 2

Le commerce des biens américains avec la Chine



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

Tableau 1

Prévisions trimestrielles pour les États-Unis	2018		2019			2020			
	T4	T1	T2e	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Économique									
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	2,2	3,1	1,8	1,9	1,4	1,5	1,5	1,9	2,1
PIB réel (variation annuelle en %)	3,0	3,2	2,6	2,2	2,1	1,6	1,6	1,6	1,7
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	2,2	1,6	1,6	1,6	1,7	2,0	2,0	2,0	2,1
Indice de référence (variation annuelle en %)	2,2	2,1	2,0	2,0	2,0	2,1	2,2	2,2	2,2
Déflateur des DCM de base (variation annuelle en %)	1,9	1,7	1,6	1,6	1,7	1,8	1,9	1,9	1,9
Financier									
Euro (EUR/USD)	1,15	1,12	1,14	1,13	1,15	1,19	1,22	1,24	1,24
Livre sterling (GBP/USD)	1,28	1,30	1,27	1,25	1,25	1,28	1,30	1,32	1,40
Yen - Japon (USD/JPY)	110	111	108	108	108	107	107	105	105
Fed Funds Rate (limite supérieure, %)	2,50	2,50	2,50	2,00	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
Bon du Trésor à 3 mois (%)	2,36	2,39	2,09	1,85	1,60	1,60	1,60	1,60	1,60
Obligation du Trésor à 2 ans (%)	2,49	2,26	1,76	1,70	1,70	1,80	1,80	1,80	1,80
Obligation du Trésor à 5 ans (%)	2,51	2,23	1,77	1,75	1,80	1,90	1,90	1,90	1,90
Obligation du Trésor à 10 ans (%)	2,68	2,41	2,00	2,10	2,20	2,35	2,40	2,45	2,45
Obligation du Trésor à 30 ans (%)	3,01	2,82	2,53	2,65	2,70	2,85	2,85	2,90	2,90

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

QUELS SONT LES FACTEURS QUI PORTENT L'INFLATION AMÉRICAINE?

Hormis les risques, pour les perspectives macroéconomiques, d'une politique commerciale américaine erratique, le rythme timide et en perte de vitesse de l'inflation constitue pour la Réserve fédérale un motif de préoccupation. L'inflation fondamentale et l'inflation totale des dépenses de consommation des ménages s'établissent à des moyennes respectives de 1,6 % et de 1,4 % jusqu'en mai cette année, ce qui vient prolonger une trajectoire généralisée d'inflation dont la léthargie est décevante aux États-Unis. L'inflation totale des dépenses de consommation des ménages s'établit à une moyenne de 1,85 % depuis 2000, ce qui est inférieur à la cible de 2,0 % de la Réserve fédérale, essentiellement en raison de la timidité de l'inflation dans la foulée de la crise financière mondiale. (Depuis 2007, l'inflation moyenne des dépenses de consommation des ménages s'établit à 1,55 %.)

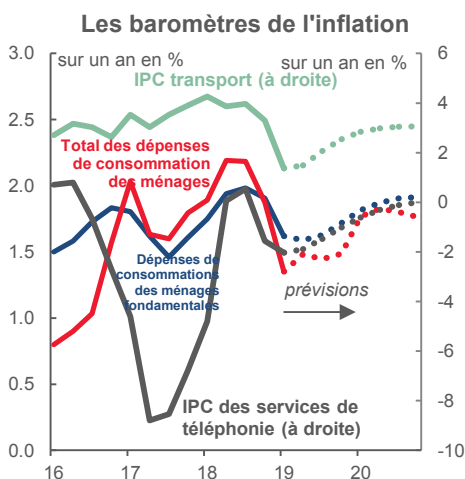
La léthargie plus récente de l'inflation peut s'expliquer en partie par quelques facteurs passagers comme la baisse des prix des services de communication sans fil en 2017 et le plongeon de l'inflation des services de transport à une époque plus récente (graphique 3). Les chocs négatifs passagers et séquentiels sur les prix dans différents secteurs peuvent télégraphier une tendance sous-jacente anémique de l'inflation globale et peuvent aussi désancrer les attentes inflationnistes. C'est pourquoi ils sont toujours surveillés attentivement par les décideurs. En fait, les attentes inflationnistes des marchés ont récemment baissé, ce qui constitue, pour les membres du FOMC, un motif d'inquiétude relevé dans le mot d'introduction du président Powell à sa conférence de presse du 19 juin 2019 (graphique 4).

Nos prévisions pour l'inflation totale et fondamentale des dépenses de consommation des ménages cadrent avec ces attentes inflationnistes anémiques à terme et sont fondées sur notre courbe de Phillips américaine nouvellement estimée (veuillez cliquer sur ce [lien](#) pour en savoir plus). Notre courbe de Phillips américaine capte l'impact, sur l'inflation fondamentale des dépenses de consommation des ménages, de facteurs essentiels comme l'inflation sur un an du coût unitaire de la main-d'œuvre comme baromètre des pressions inflationnistes de pulsion des coûts, le déficit de production, fondé en partie sur la production potentielle selon le Bureau du budget du Congrès (graphique 5), le cours réel du pétrole et le taux de change réel effectif. En outre, nous tenons compte de l'inflation des prix sur un an pour les services de transport et la téléphonie afin de maîtriser les facteurs passagers, ce qui vient améliorer considérablement la capacité prévisionnelle de l'équation depuis 2016 (graphique 6).

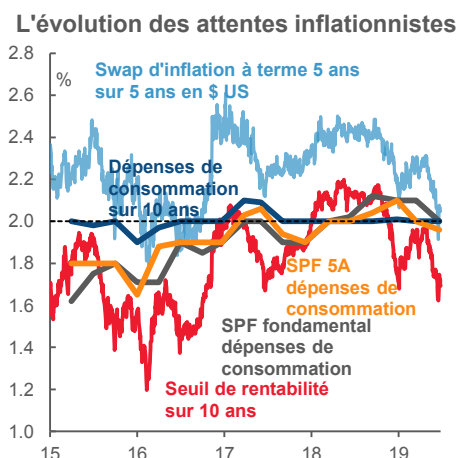
Tableau 2

États-Unis	2000-17	2017	2018	2019p	2020p
(variation annuelle en %, sauf indication contraire)					
PIB réel	2,0	2,2	2,9	2,5	1,6
Dépenses de consommation	2,4	2,5	2,6	2,2	1,9
Investissement dans le secteur résidentiel	-0,3	3,3	-0,3	-1,9	0,8
Investissements des entreprises	3,0	5,3	6,9	4,0	2,3
Gouvernement	1,0	-0,1	1,5	2,0	1,6
Exportations	3,7	3,0	4,0	2,0	1,8
Importations	3,7	4,6	4,5	1,8	2,9
PIB nominal	4,0	4,2	5,2	4,2	3,3
Indice implicite du PIB	1,9	1,9	2,3	1,6	1,6
Indice des prix à la consommation	2,2	2,1	2,4	1,7	2,0
IPC de base	2,0	1,8	2,1	2,0	2,2
Déflateur des DCM de base	1,7	1,6	1,9	1,6	1,9
Bénéfices des sociétés avant impôts	5,3	3,2	7,8	0,2	1,9
Emploi	0,7	1,6	1,7	1,5	1,0
Taux de chômage (en %)	6,1	4,4	3,9	3,8	3,9
Solde des paiements courants (en G\$ US)	-500	-440	-491	-543	-606
Balance commerciale (en G\$ US)	-680	-805	-887	-894	-971
Solde budgétaire fédéral (en G\$ US)	-540	-665	-779	-896	-892
pourcentage du PIB	-3,7	-3,4	-3,8	-4,2	-4,0
Mises en chantier (en millions)	1,26	1,20	1,25	1,24	1,26
Ventes de véhicules motorisés (en millions)	15,6	17,1	17,2	16,8	16,7
Production industrielle	0,7	2,3	4,0	1,9	1,7
Pétrole WTI (\$ US/baril)	62	51	65	56	55
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	4,83	3,02	3,07	2,71	2,75

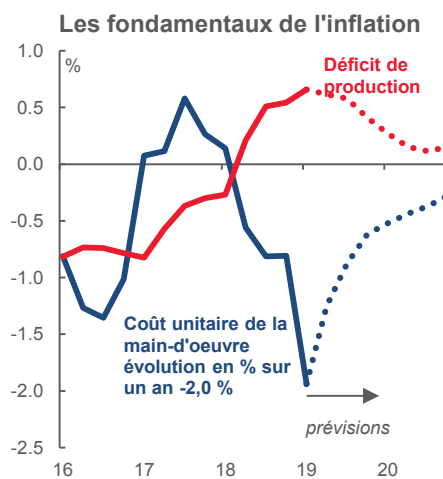
Sources : Études économiques de la Banque Scotia, BEA, BLS, Bloomberg.

Graphique 3


Sources : Études économiques de la Banque Scotia, BLS.

Graphique 4


Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Survey of Professional Forecasters, Bloomberg.

Graphique 5


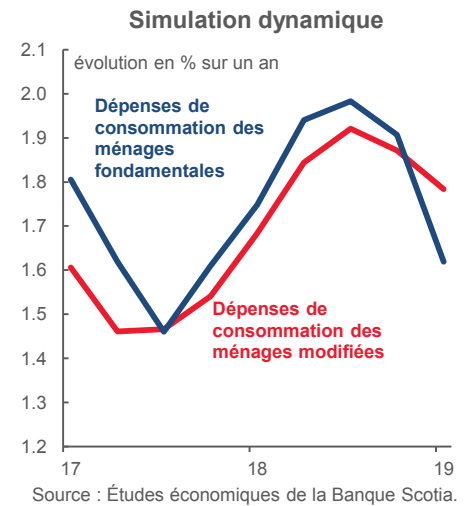
Source : Études économiques de la Banque Scotia.

Sur l'horizon prévisionnel, l'inflation fondamentale des dépenses de consommation des ménages devrait s'établir à une moyenne d'à peine 1,6 % en 2019, avant de se hisser à 1,9 % en 2020 grâce à d'autres mesures de relance monétaire, qui viennent rapprocher l'inflation de la cible. Sous réserve de l'assouplissement monétaire de 75 points de base, les facteurs fondamentaux évoqués ci-dessus devraient relever légèrement l'inflation : le déficit de production devrait faire souffler des vents favorables constants sur l'inflation au début de 2020 alors que l'économie américaine continue de s'inscrire en territoire de demande excédentaire substantielle, masquée en partie par l'inflation léthargique des frais de main-d'œuvre, qui reste nettement en deçà de 2,0 % et qui exerce une pression désinflationniste. Par contre, les facteurs temporaires évoqués ci-dessus, par exemple les prix des services téléphoniques et de transport, continuent de faire baisser l'inflation sur l'horizon projectionnel.

Dans nos prévisions, la léthargie des perspectives inflationnistes est suffisante pour justifier une baisse de 50 points de base du taux directeur de la Réserve fédérale, et nous intégrons un supplément de 25 points de base d'allègement en guise d'assurance, surtout dans le contexte de l'incertitude de la politique commerciale et de la régression des attentes inflationnistes. Les marchés financiers sont encore plus conciliants, puisqu'ils s'attendent à une baisse cumulative d'au moins 100 points de base dans les prochaines années (cf. notre article [Politique monétaire et marchés de capitaux des États-Unis et du Canada](#)), éventuellement en raison à la fois de perspectives inflationnistes encore plus léthargiques et de risques commerciaux pour la croissance.

Bien qu'aux États-Unis, les risques pour la croissance et les préoccupations inflationnistes puissent à la fois sous-tendre l'assouplissement monétaire considérable auquel s'attendent les marchés financiers de la part de la Réserve fédérale, les craintes inflationnistes cadrent un peu mieux avec la réalité.

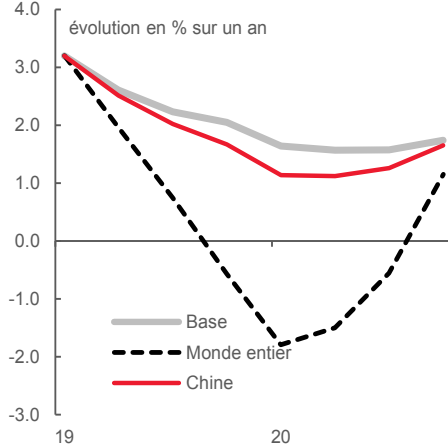
- Tout d'abord, sous réserve de quelques exceptions, les statistiques sur l'activité macroéconomique aux États-Unis sont restées relativement timides.
- Deuxièmement, toutes les préoccupations importantes sur la croissance américaine, en particulier si une guerre commerciale mondiale éclate, nuiraient à la confiance dans la croissance de l'économie canadienne en raison des liens commerciaux et financiers étroits entre ces deux pays. Il s'ensuivrait probablement une baisse considérable des attentes vis-à-vis du parcours du taux à un jour, qui ne cadre pas avec à peine une baisse des taux d'intérêt de la BdC à laquelle s'attendent les marchés dans les prochaines années.
- Enfin, si l'inflation est le premier motif de préoccupation, nos simulations modélisées indiquent que si l'inflation devait baisser brusquement à 1,3 % dans les prochains trimestres en l'absence d'un ralentissement de la croissance de l'économie américaine, la Réserve fédérale abaisserait de 100 points de base le taux des fonds fédéraux, alors que la Banque du Canada n'aurait pas à modifier son discours sur ses taux directeurs, à la condition que l'inflation canadienne tienne bon.

Graphique 6


Box 1

Graphique B.1

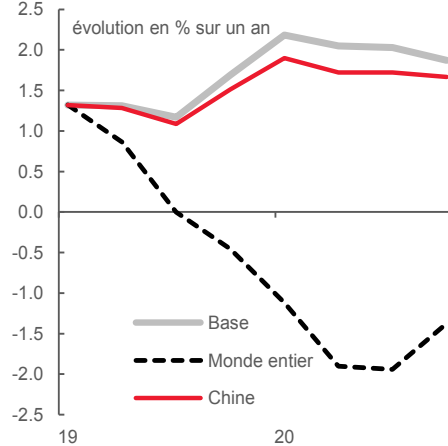
Le PIB réel américain



Source : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique B.2

Le PIB réel du Canada



Source : Études économiques de la Banque Scotia.

Tableau B.1

ÉTATS-UNIS

	2019	2020
PIB réel (évolution annuelle en %)		
Base	2,50	1,60
Chine	2,33	1,26
Monde entier	1,31	-0,71
Dépenses de consommation des ménages fondamentales (évolution annuelle en %)		
Base	1,60	1,90
Chine	1,60	1,87
Monde entier	1,65	1,71
Taux des fonds fédéraux (%)		
Base	1,75	1,75
Chine	1,70	1,58
Monde entier	1,48	0,61

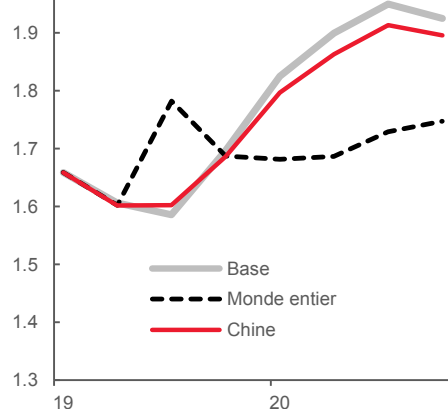
CANADA

	2019	2020
PIB réel (évolution annuelle en %)		
Base	1,40	2,00
Chine	1,33	1,72
Monde entier	0,46	-1,62
Inflation fondamentale (évolution annuelle en %)		
Base	2,00	2,00
Chine	2,01	1,93
Monde entier	2,20	1,03
Taux à un jour de la BdC (%)		
Base	1,75	1,75
Chine	1,73	1,65
Monde entier	1,54	0,34

Source : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique B.3

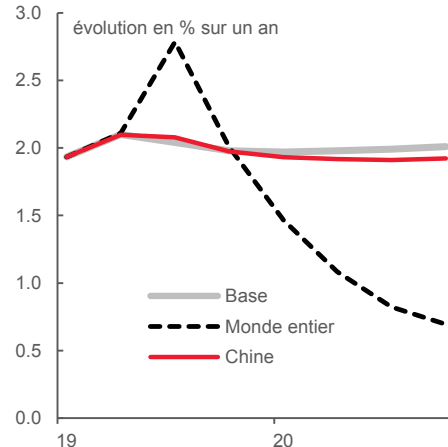
Les dépenses de consommation des ménages fondamentales aux États-Unis



Source : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique B.4

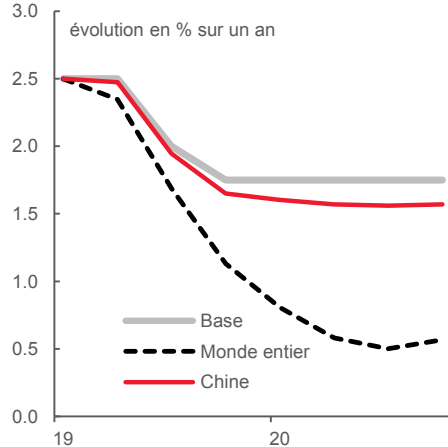
L'inflation fondamentale au Canada



Source : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique B.5

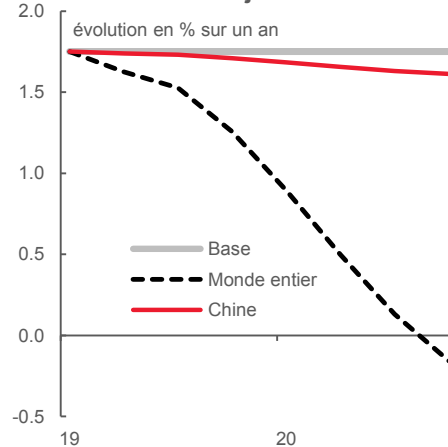
Le taux des fonds fédéraux



Source : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique B.6

Le taux à un jour de la BdC



Source : Études économiques de la Banque Scotia.

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

- La Réserve fédérale devrait abaisser ses taux à trois reprises cette année, pour ensuite les maintenir à 1,75 %.
- La Banque du Canada devrait maintenir son taux directeur pour l'heure.
- La courbe des rendements des bons du Trésor américain devrait se pentifier (graphique 1) puisque les marchés intègrent, dans les cours, un plus grand nombre de baisses que celui que nous prévoyons et prévoient une conjoncture plus favorable aux attentes vis-à-vis de la croissance et de l'inflation.
- La courbe des rendements du Canada restera inversée puisque les marchés seront sans doute aux prises avec une plus forte incertitude, d'ici la fin de l'année, sur l'évolution du taux directeur (graphique 2).

LA RÉSERVE FÉDÉRALE : GÉRER LA DÉCEPTION OU L'EUPHORIE

La Réserve fédérale devrait abaisser de 75 points de base son taux cible sur les fonds fédéraux, dans des interventions de trois quarts de points au cours des quatre dernières réunions cette année, puis maintenir le taux constant à 1,75 % en 2020. Dans notre précédent cycle de prévisions, nous avons annoncé que les rendements des marchés varieraient entre des réactions sur 2 ans jusqu'à 5 ans; or, dans ce cycle prévisionnel, nous avons ajouté des baisses de taux administrés en raison de notre conviction plus forte à l'endroit du calendrier des baisses de taux. Qu'est-ce qui a changé pour motiver des baisses de taux? Pourquoi ces baisses risqueraient-elles de faire plus de tort que de bien? Jusqu'à quel point les titres boursiers pourraient-ils supporter un assouplissement moindre de la politique monétaire que ce qu'intègrent les cours? Et dans quelle mesure un assouplissement supérieur à celui qui est prévu ou dont les cours boursiers tiennent compte pourrait-il ne pas favoriser l'équilibre des risques? Voilà autant de questions auxquelles nous répondons ci-après.

QU'EST-CE QUI A CHANGÉ?

Qu'est-ce qui a changé pour fortifier notre conviction? Beaucoup, en fait. **Le plaidoyer pour la baisse des taux a basculé : à un pari en quelque sorte hérétique sur des fondements spéculatifs s'est substitué un plaidoyer plus éclairé.**

Depuis mai, les contrats à terme sur les fonds de la Fed commencent à tenir sérieusement compte de la perspective d'une baisse des taux dès la réunion de la Fed en juillet. Avant les faits qui se sont produits en mai, le point de vue sur la baisse des taux était marginalement pris en compte dans les cours et n'était guère convaincant, puisqu'il paraissait essentiellement enraciné dans la réflexion plutôt simpliste sur l'évolution de la croissance de l'économie américaine et sur la mesure dans laquelle un relèvement devait suivre une croissance généralement modeste, mais d'une durée sans précédent, ce qui obligeait à adopter une politique plus conciliante. Il paraissait illogique qu'un taux directeur réel marginalement positif soit trop restrictif après huit trimestres consécutifs marqués par une forte croissance tendancielle qui a fait basculer l'économie américaine en territoire de demande globale excédentaire. Avant mai, les baisses de taux relevaient d'un véritable pari et paraissaient contredire l'assouplissement monétaire non traditionnel que la Fed a annoncé à la réunion du FOMC en mars, lorsqu'elle a complètement modifié sa stratégie pour le débouclage de son bilan.

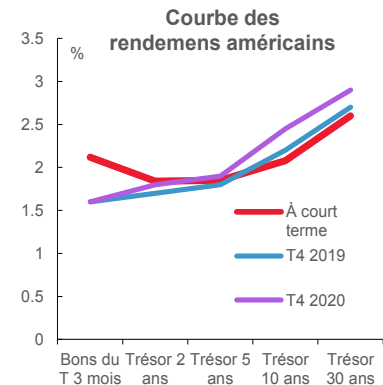
LA FONCTION DE RÉACTION DE LA FED A BASCULÉ

La Réserve fédérale a modifié sa fonction de réaction. Elle avait évoqué pendant longtemps une cible d'inflation symétrique, sans jamais intervenir de quelque manière que ce soit puisque les hausses de taux ont été avancées durant les années au cours desquelles les prévisions du FOMC pour l'inflation laissaient simplement entendre que les taux seraient hissés à la cible de 2 %, sans surciblage.

RENSEIGNEMENTS

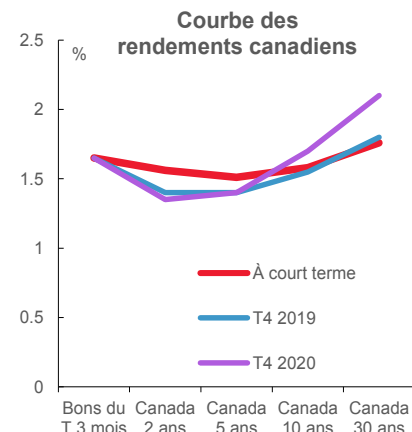
Derek Holt, VP et chef des Études économiques sur les marchés des capitaux
 416.863.7707
 Études économiques de la Banque Scotia
derek.holt@scotiabank.com

Graphique 1



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

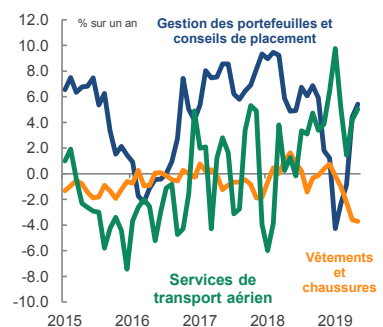
Graphique 2



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 3

Les catégories de DCM évoquées par Powell pour tirer l'inflation américaine à la baisse



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, BEA.

Cette année, les communiqués ont graduellement télégraphié des intentions plus sérieuses, en mettant l'accent sur la symétrie et en permettant à l'inflation de surcibler l'objectif inflationniste de 2 % pour un temps. Les homologues du vice-président Clarida étaient semble-t-il les ardents défenseurs de ce point de vue. La logique de cette intervention s'explique donc par les contraintes imposées par un environnement de taux faible et une marge de manœuvre limitée pour l'assouplissement par rapport aux cycles antérieurs. En raison des contraintes allégées, il est plus important pour la Fed d'intervenir avant que les attentes inflationnistes baissent et dès qu'on les constate et de pencher plutôt du côté du surciblage de l'objectif inflationniste en intervenant délibérément. Cette affirmation se vérifie en particulier si l'on tient compte de la récente conjoncture contrastée de l'inflation. Les dépenses de consommation des ménages fondamentales restent anémiques même si l'on constate que depuis, la situation s'est en fait améliorée par rapport à ce que l'on croyait correspondre à des influences baissières transitoires (graphique 3), alors que l'on pourrait faire valoir que les baromètres inflationnistes moyens tronqués viennent en fait tronquer beaucoup trop l'inflation.

LA POLITIQUE COMMERCIALE ET LA CONJONCTURE GÉOPOLITIQUE ONT DÉÇU LES ATTENTES

Toutefois, depuis mai 2019 au moins, le contexte géopolitique a dans l'ensemble déçu nos attentes internes, ce qui a commencé à produire un impact plus retentissant sur la croissance mondiale. Pour ce qui est de l'incertitude qui règne sur la croissance et sur les marchés, il s'agit du facteur prépondérant du basculement vers les baisses de taux de la Fed. La solide croissance de l'économie mondiale a été fragilisée par des faux pas séquentiels dans les politiques monétaires, ce qui a nui à la confiance dans les perspectives, essentiellement en raison de la politique commerciale américaine belliqueusement protectionniste et de l'incurie dans la gestion des dénouements du Brexit. En somme, la politique a nui à l'économie, et c'est aux banquiers centraux qu'est à nouveau revenue la tâche de ramasser les pots cassés. Les problèmes de dangers moraux sont profonds, puisque les mesures d'assouplissement de la Fed pourraient promouvoir encore le protectionnisme.

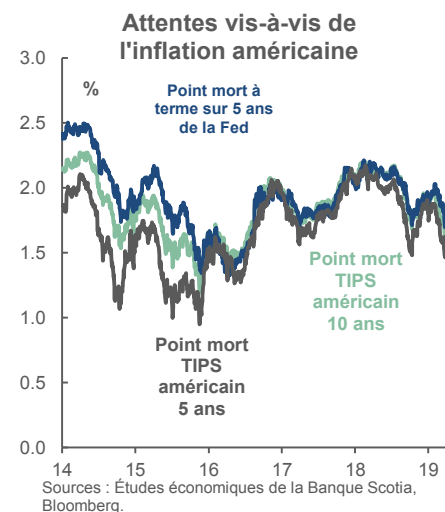
Qu'est-ce qui a changé en particulier par rapport à nos hypothèses? Le Brexit s'est éternisé plus longtemps et avec beaucoup plus d'incertitude que ce à quoi nous nous étions attendus. Un pacte commercial entre les États-Unis et la Chine, qui aurait permis à court terme de pacifier les échanges commerciaux, paraissait envisageable jusqu'à ce que la Chine saborde l'accord ou quitte la table des négociations parce que les États-Unis continuaient d'insister sur des sanctions tarifaires après la conclusion d'un accord comme ils l'avaient fait avec l'ALÉNA. En outre, l'ACÉUM n'a toujours pas été adopté au Congrès et nous n'avons pas prévu que l'affrontement de Trump avec le Mexique à la fin de mai et au début de juin pourrait nuire à la confiance des hauts dirigeants. En outre, les tensions géopolitiques au Moyen-Orient se sont multipliées et la menace de sanctions tarifaires sur l'automobile dure plus longtemps que prévu. Ces motifs de préoccupation ont encore confirmé un ralentissement mondial de l'investissement et du commerce. On a aussi invoqué les stabilisateurs automatiques des marchés, par exemple la ruée sur les valeurs refuges que sont les bons du Trésor, qui ont déclenché l'inversion des courbes à la faveur de la chute des indicateurs du marché pour ce qui est des attentes inflationnistes (graphique 4). Le plongeon des taux d'escompte a porté les actifs à risque, dont les titres boursiers, en supposant que la Fed aurait à intervenir.

ASSOULISSEMENT LIMITÉ

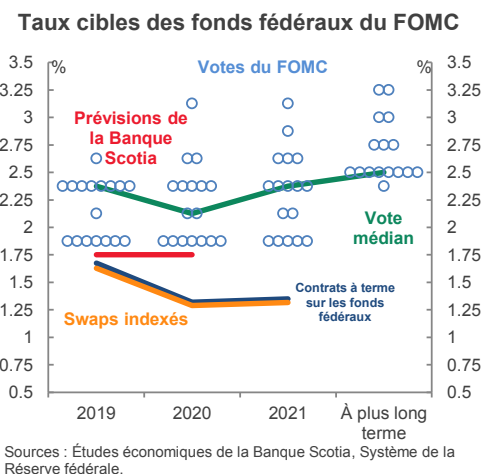
Malgré ces arguments, l'information dont nous disposons actuellement ne nous rassure pas et ne nous amène pas à prévoir plus que trois baisses de taux. D'abord, **les messages télégraphiés par la Fed sur les baisses cumulatives restent très conditionnels**, comme l'illustre le message pointillé le plus récent (graphique 5), qui indique qu'il n'y aura pas de baisse cette année et qu'il n'y en aura qu'une seule l'an prochain.

En outre, nous ne pensons pas que des mesures d'assouplissement pour rehausser l'inflation seraient vraiment couronnées de succès. Les travaux menés par René Lalonde et Nikita Perevalov, de la Banque Scotia, à l'aide de nos modèles macroéconométriques exclusifs révèlent que des mesures d'assouplissement destinées à relancer les attentes inflationnistes ne pourraient guère être fructueuses. Le graphique 6 porte sur les résultats de quatre scénarios : aucun changement et des baisses de taux complètes et immédiates de -50 points de base, -100 points de base et -150 points de base. Les trois scénarios de baisse sont tous beaucoup plus généreux que ce que les marchés ont intégré dans les cours boursiers. Grâce à un modèle de courbe de Phillips augmenté, l'impact sur l'inflation à moyen et à plus long termes est limité entre la

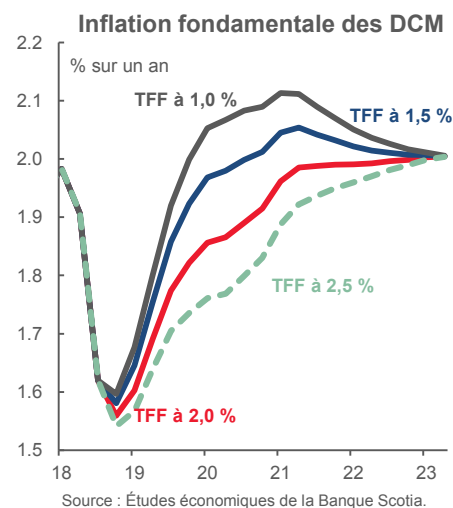
Graphique 4



Graphique 5



Graphique 6



réalisation d'un taux d'à peine 2 % d'inflation pour les dépenses de consommation des ménages fondamentales et un léger surciblage transitoire de un ou deux dixièmes de point de pourcentage. Puisque ces scénarios de taux sont plus poussés que tout ce que la Fed a pu publier ou que tout ce que les marchés ont pu prendre en compte dans les cours, la probabilité de réaliser ces résultats inflationnistes est encore plus lointaine.

Si un assouplissement massif ne relance pas l'inflation, pourquoi alors s'en faire avec les mesures d'assouplissement? D'une part, la pente 90 jours/10 ans, qui est prédit le risque de récession, pourrait basculer : au lieu d'être négative (et donc inversée), elle deviendrait légèrement positive lorsque les fonds fédéraux entraîneraient dans leur chute le rendement des bons du Trésor. D'autre part, une courbe pentifiée pourrait être fortifiée en rehaussant en quelque sorte les attentes inflationnistes des marchés et, par le fait même, le rendement nominal des bons du Trésor à 10 ans. Les effets conjugués pourraient rétablir une prime à terme et amoindrir les signaux d'un risque de récession sur les marchés obligataires. **Une courbe de rendements pentifiée fait donc partie de nos prévisions.**

Des baisses plus fortes de taux pourraient faire pencher le calcul des risques et des bienfaits de la Fed plus ambitieusement en faveur de la multiplication des inquiétudes sur la stabilité financière. Or, il ne s'agit que de 1 % en somme, ce qui a été très favorable pour le système financier en 2003-2004 et par la suite! Nous reviendrons sur la question dans la section suivante.

Nos trois baisses de taux projetées placeraient toujours la politique monétaire en deçà des estimations du taux neutre (aux alentours de 2,5 %) en territoire expansionniste : l'économie américaine tournerait en demande excédentaire grâce à un écart de production positif, au taux de chômage le plus faible depuis décembre 1969 et à un taux d'inflation qui ne serait pas éloigné de la cible. L'hypothèse voulant que l'administration Trump tâche d'apporter une amélioration modérée aux politiques commerciales en faisant adopter l'ACÉUM au Congrès et s'entende avec la Chine continue d'être plutôt vraisemblable en prévision des élections présidentielles de l'an prochain. Il en va de même de l'hypothèse prévisionnelle selon laquelle l'inflation des dépenses de consommation des ménages fondamentales sera soumise à une pression à la hausse marginalement plus forte au S2 de 2019 jusqu'en 2020, et récemment, l'IPC est venu étayer ce point de vue ([lien](#)). Autrement dit, un relèvement de 50 points pourrait très bien faire l'affaire préventivement; or, il faut être attentif aux autres motifs qui justifient un meilleur assouplissement.

MAÎTRISER LA DÉCEPTION

Toujours est-il que cette prévision laisse entendre que le complexe des taux sera finalement déçu, avec trois baisses de taux plutôt que quatre. **Si elle est défavorable pour les obligations, cette déception n'a pas à être aussi déconcertante pour les actifs à risque que l'on pourrait le penser, mais elle oblige le président Trump à faire la moitié du chemin avec la Fed après avoir causé la plupart des difficultés que nous connaissons actuellement.**

Dans leur forme la plus réduite, les titres boursiers sont portés par trois facteurs. L'un de ces facteurs concerne les hypothèses du taux d'escompte que la Fed peut influencer, sans toutefois le dicter, puisque les rendements des obligations de sociétés notées BAA correspondent à un quasi-taux d'escompte raisonnable à la longue. Ce taux d'escompte est lui aussi influencé par d'autres considérations comme les primes à terme, les arguments sur la spéculation et la couverture par rapport aux autres marchés mondiaux et les déterminants des écarts, qui sont en partie fonction du cycle des risques. Le deuxième facteur est celui de la tolérance au risque, mesurée par les multiples se rapportant au courant des bénéfices projetés et éclairés par d'autres quasi-indicateurs comme le baromètre VIX de la volatilité des marchés boursiers. Le troisième facteur est celui de la croissance des bénéfices. D'après cette convention, **un scénario veut qu'un assouplissement modeste, mais inférieur au marché, de la politique monétaire pourrait se conjuguer avec notre prévision sur la stabilisation de la croissance mondiale, ce qui pourrait favoriser les bénéfices par action et améliorer la tolérance au risque communiquée par les multiples des bénéfices si la politique commerciale se tasse afin de laisser inchangés ou même de faire remonter les niveaux des cours des marchés boursiers.**

MAÎTRISER L'EUPHORIE

En outre, une solution qui consisterait à elle seule à donner au marché obligataire ce qu'il souhaite ou peut-être même plus avec au moins quatre baisses de taux ne pourrait sans doute même pas étayer autant qu'on le pense, voire pas du tout, les actifs à risque. Il est concevable que la Fed s'inquiète davantage des problèmes de stabilité financière, comme ce fut le cas lorsqu'elle a abaissé les taux à 1 % en 2003-2004 pour déclencher une salve de comportements spéculatifs. La Fed ne se préoccupe sans doute pas trop des pressions spéculatives à l'heure actuelle; or, elle connaît les risques de ce fâcheux épisode s'il se répète. Elle avait mal jugé les mécanismes de transmission dans les comportements risqués, et lorsqu'elle l'a constaté, elle a surréagi en rehaussant de plus de quatre points de pourcentage le taux directeur, ce qui a joué un rôle massif dans la crise financière mondiale.

Pour enrayer ces mécanismes de transmission dans certains secteurs de l'économie et sur les marchés dans lesquels elle ne souhaite pas que ses mesures de relance se matérialisent, la Fed pourrait cette fois faire appel à une toute nouvelle suite d'outils dont elle ne disposait pas à l'époque. L'un de ces outils consisterait à hausser les fonds propres contracycliques (CCyB). Pour l'heure, les risques pourraient pencher dans l'autre sens; or, des baisses de taux ambitieuses pourraient tout changer. La dernière fois que la Fed a réaffirmé sa volonté de hausser les fonds propres contracycliques de 0 % remonte à décembre 2017. Le lecteur est invité à cliquer sur ce [lien](#) pour un tour d'horizon mondial des CCyB par pays. Aujourd'hui, le Cadre réglementaire de Bâle III offre aux organismes de réglementation une nouvelle suite d'outils pour maîtriser l'effervescence spéculative dans un environnement de taux faibles. Bien que dans l'ensemble, les éléments confirmant les risques pour la stabilité financière soient contrastés, sans toutefois être généralement alarmants à l'heure actuelle, ils ne sont pas absents non plus. Tous les encours de crédit de consommation et tous les prêts commerciaux et industriels ont progressé de 12 % depuis les élections de novembre 2016, ce qui correspond à deux ou trois fois le rythme de l'inflation, et

la dette hypothécaire a progressé de 8 % à 9 %. Adopter des baisses de taux aussi nombreuses, voire plus, que celles dont tiennent compte les cours boursiers pourrait bien faire pencher la balance et aviver les préoccupations sur la stabilité et les risques systémiques pour le système financier et pour l'économie. **Les marchés boursiers s'envoleraient-ils si les CCyB étaient relevés et que l'on abaissait les taux quatre fois ou plus?** Les effets nets produits sur les banques et sur les circuits de l'économie qui dépendent du crédit sont loin d'être évidents.

CE N'EST PAS UNE QUESTION DE BILAN

Dans nos prévisions, nous supposons aussi qu'il est improbable que la politique bilanciale change considérablement. Après septembre, les avoirs du SOMA en bons du Trésor, en créances hypothécaires et en titres d'organismes, en obligations à taux variable et en TIPS (titres du Trésor américain protégés contre l'inflation) se stabiliseront au lieu de se réduire, et le portefeuille des bons du Trésor augmentera fortement au lieu de continuer de suivre le plan d'allègement du bilan qui date d'avant mars (graphique 7). Il y a un risque, puisque la Fed pourrait accélérer légèrement son plan afin de cesser de déboucler son bilan à partir de la fin de septembre 2019 jusqu'au moment où elle abaissera le taux directeur. Le gain *de minimis* pour les marchés qui ont déjà intégré dans leurs cours les plans adoptés à la réunion de mars et qu'on a commencé à mettre en œuvre en mai en transposant les créances hypothécaires sur les bons du Trésor milite contre les changements, quels qu'ils soient. Puis à nouveau, les risques associés à l'accélération des plans sont eux aussi *de minimis*, de sorte que l'on pourrait faire valoir le contraire. **Dans l'ensemble, nous estimons que la Réserve fédérale est satisfaite des décisions qu'elle a prises dans la gestion de son bilan, qu'elle craint de donner l'impression qu'elle traficoterait son bilan de façon erratique et qu'elle s'en remettrait à son taux directeur pour s'adapter progressivement à l'évolution de la conjoncture.** Il empêche qu'une autre possibilité consiste à adopter un taux de refinancement permanent, ainsi qu'un ensemble de taux marginalement supérieur à celui des fonds fédéraux comme filet de sûreté du marché contre les pressions sur le financement, ce qui viendrait augmenter les étapes réalisées pour creuser l'écart entre les taux d'intérêt sur les réserves excédentaires (TIRE) et les fonds fédéraux avec des TIRE comme point d'ancrage pour peser sur les taux du marché par l'arbitrage sur les réserves. On augmenterait aussi les pouvoirs du pupitre des marchés de la Fed de New York pour participer aux opérations du marché libre afin de maîtriser les taux à court terme, compte tenu des pressions permanentes.

Nous invitons le lecteur à consulter, dans l'annexe, une nouvelle fiche de synthèse sur les avantages et les inconvénients de l'assouplissement des taux.

BANQUE DU CANADA : UN MEILLEUR POTENTIEL POUR SECOUER LES MARCHÉS

À ce stade, nous prévoyons que la Banque du Canada continuera de faire preuve d'attentisme en 2019-2020; or, nous sommes moins certains du discours sous-jacent à la lumière de l'évolution considérable de la conjoncture mondiale depuis nos dernières Perspectives mondiales. Les faits nouveaux qui se sont produits depuis nous ont amenés à faire basculer les risques de notre scénario de base, de sorte que nous prévoyons plutôt un risque d'assouplissement de la politique monétaire.

Le problème de la Banque du Canada est le contraire de celui de la Fed, ce qui le rend aussi prétendument plus intéressant à explorer. Si son problème est le contraire de celui de la Fed, c'est parce que, par opposition, il s'agit d'un truisme de faire observer que lorsqu'on s'attend à peu de la BdC, il est plus difficile pour elle de décevoir les marchés et plus facile, pour un basculement des politiques, de produire un impact.

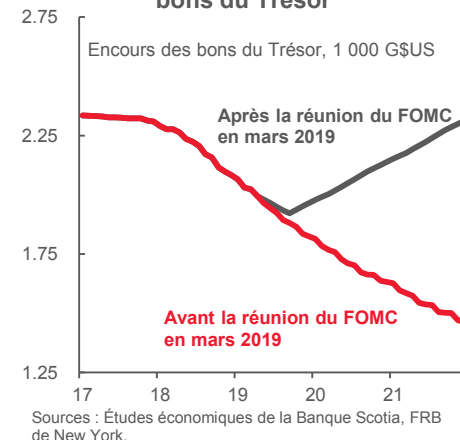
LE PLAIDOYER POUR L'INERTIE

Les marchés n'ont pris en compte qu'une probabilité sur trois environ d'une seule baisse de taux d'un quart de point d'ici la fin de l'année. Une baisse complète est prise en compte dans les cours obligataires à plus long terme comme en témoigne une courbe des rendements légèrement inversée, en tenant compte de l'écart entre le taux à un jour et le rendement à deux ans des obligations du gouvernement du Canada. Le bon sens veut que la BdC n'ait pas besoin d'assouplir sa politique pour les raisons suivantes :

- **la BdC part d'une position monétaire plus détendue que la Fed** grâce à des taux réels légèrement négatifs et inférieurs au taux neutre, ce qui donne à la BdC une meilleure marge de manœuvre contre les risques de baisse;
- **l'inflation fondamentale est sur la cible, voire légèrement supérieure à la cible**, à 2,1 % sur un an, alors que le baromètre privilégié de la Fed est nettement inférieur à 2 %, soit 1,6 %;

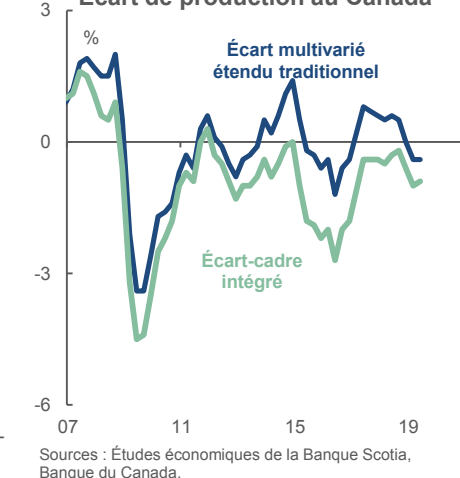
Graphique 7

La Fed rachètera beaucoup plus de bons du Trésor



Graphique 8

Écart de production au Canada



- **La léthargie du dollar canadien est l'envers de la médaille pour les incidences de la vigueur du dollar américain.** La remontée du dollar CA, d'environ un cent depuis le début de juin, a été étayée par le raffermissement des cours des produits de base. En outre, la valorisation du dollar CA pourrait être limitée si la Fed abaisse ses taux puisque l'allègement de la politique monétaire américaine est déjà largement pris en compte dans les cours;
- **l'économie canadienne rebondit** au T2 alors que l'économie américaine se ralentit;
- **les risques de la politique commerciale intérieure sont moins négatifs pour le Canada** puisque désormais, l'ACÉUM attend d'être adopté aux États-Unis et au Canada (alors qu'il l'a été au Mexique) et que les sanctions tarifaires sur l'acier et l'aluminium et les mesures de réciprocité sont levées;
- **les marchés du logement se stabilisent** au Canada, portés par la croissance de l'emploi, la baisse des taux hypothécaires et l'éloignement par rapport aux règles du B20;
- **le marché canadien de l'emploi est resté très vigoureux cette année**, notamment les statistiques détaillées qui sous-tendent le relevé le plus récent des emplois, par exemple l'explosion des heures de travail, le raffermissement de la croissance des salaires et les gains de l'emploi rémunéré ([lien](#));
- le Canada a importé l'assouplissement du marché obligataire porté par les attentes vis-à-vis des taux de la Fed et **peut emboîter le pas avec les mesures qu'adoptera la Fed.**

Ce sont tous des arguments valables; or, ils ne laissent pas du tout entrevoir un coup d'éclat. Ils pourraient simplement laisser entendre que le Canada fait preuve d'une patience qui ne s'est pas encore démentie, ce qui est en apparence le cas de la Fed. La thèse des « baisses de taux » de la BdC vaut la peine d'être explorée par rapport à un consensus qui paraît convaincu, même s'il n'est pas plausible.

1. Marge de manœuvre

Le Canada dispose d'une capacité économique excédentaire qui devrait perdurer selon la BdC, alors que les États-Unis sont en territoire de demande globale excédentaire (graphique 8), ce qui constitue un plaidoyer plus ferme pour des mesures d'assouplissement au Canada et ce qui donne un coup de pouce pour refermer cette marge.

2. Un chat mort peut-il rebondir?

Le rebond de l'économie canadienne au T2, après un passage à vide temporaire au T4 de 2018 et au T1 de 2019, pourrait bien se révéler aussi transitoire que ce passage à vide même. Les statistiques actuelles laissent entendre que la croissance du T2 gravite aux alentours de 2,5 %, après avoir fait du surplace au T4 de 2018 et au T1 de 2019. Les récentes statistiques sur le commerce laissent transparaître l'indice d'une déception potentiellement renouvelée sur la croissance au T2 (synthèse sur ce [lien](#)).

3. Stocks gonflés

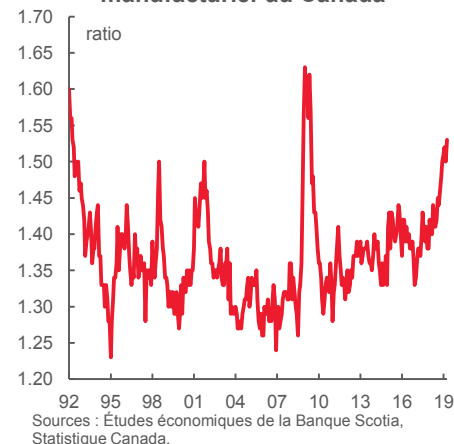
Sur fond d'éléments confirmant une léthargie, on relève des éléments déconcertants qui confirment une situation de surproduction. Les stocks continuent de culminer à des niveaux très élevés chez les fabricants, chez les grossistes et dans l'ensemble de l'économie (graphique 9). Le modeste rebond du PIB au T2 était-il attribuable seulement à la surproduction qui s'est transposée directement sur les stocks et à l'embauche d'un nombre excédentaire de travailleurs? Nous avons déjà été témoins de ce scénario!

4. Confiance à l'horizon

La confiance de la BdC dans les perspectives s'est constamment détériorée cette année et n'a pas pu se relever depuis sa dernière déclaration, compte tenu des statistiques sur la conjoncture géopolitique, commerciale et macroéconomique mondiale.

Graphique 9

Ratio stocks/ventes dans le secteur manufacturier au Canada



Graphique 10

Recul des marchés sur les attentes inflationnistes au Canada



Graphique 11

Inflation fondamentale au Canada



5. Baisses préventives

Il suffit de réunir ces arguments jusqu'à maintenant pour constater que le Canada dispose d'un bon plaidoyer pour des baisses de taux par mesure de prévention.

6. Inflation

Un peu comme ailleurs, les baromètres des attentes inflationnistes selon les marchés ont baissé en flèche au Canada (graphique 10). Nous croyons que l'inflation restera proche de la cible; or, la BdC n'a pas atteint durablement les 2 % depuis des années (graphique 11). Si ce chiffre de 2 % est une cible symétrique au Canada, le plaidoyer pour un surciblage de l'inflation est au moins aussi solide qu'il l'est aux États-Unis.

7. Signaux du marché obligataire

La courbe des taux canadiens s'est inversée, et bien qu'elle soit faussée et serve de signal plus médiocre de risque de récession aux États-Unis, il n'empêche qu'elle cadre avec une conjoncture préoccupante. La pente 90 jours/10 ans est inversée de plus de 30 points de base et la courbe 2 ans/10 ans est très étale. Il reste encore des bienfaits à récolter pour proroger la durée du registre du crédit consenti aux entreprises (graphique 12).

8. Produits de base et balance commerciale

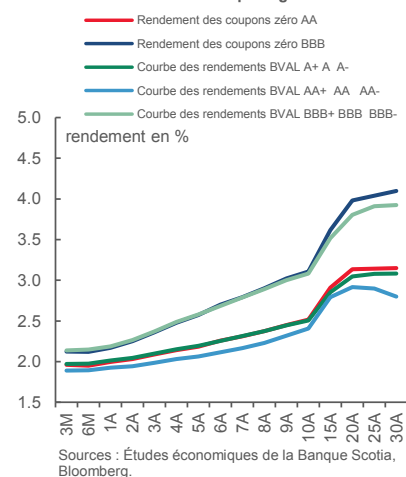
Comme le montre le graphique 13, la balance commerciale du Canada reste plus saine qu'elle l'a été vers la fin de l'an dernier. Il n'empêche que le risque pour cette balance en raison de la conjoncture des produits de base reste élevé en raison de l'évolution des politiques commerciales sino-américaines.

9. Les autres banques centrales

Il n'est pas nécessaire que la BdC se plie aux objectifs des politiques des banques centrales étrangères; or, les probabilités d'un assouplissement concerté se multiplient à l'évidence, à mesure que d'autres banques centrales interviennent.

En fait, plusieurs des arguments exposés ci-dessus s'apparentent énormément à ce qu'ils étaient il y a une dizaine d'années lorsque le Canada a pendant un certain temps nié que les risques externes emporteraient avec eux les perspectives de l'économie canadienne. À l'époque, Ottawa refusait de croire que les risques mondiaux finiraient par se retourner contre le pays, et la Banque du Canada continuait de rehausser son taux à un jour sous la houlette du gouverneur Dodge à la fin de 2007.

Graphique Le marché des obligations de sociétés au Canada continue de rétribuer les prorogations à terme



Grap

Balance commerciale du Canada



Tableau 1

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

	2018		2019			2020			
	T4	T1	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
(fin de trimestre, en %)									
Canada	T4	T1	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Taux cible à un jour de la BdC	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
Taux de base	3,95	3,95	3,95	3,95	3,95	3,95	3,95	3,95	3,95
Bons du Trésor à trois mois	1,65	1,67	1,65	1,65	1,65	1,65	1,65	1,65	1,65
Obligations du Canada à deux ans	1,86	1,55	1,47	1,50	1,40	1,35	1,35	1,35	1,35
Obligations du Canada à cinq ans	1,89	1,52	1,39	1,45	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40
Obligations du Canada à dix ans	1,97	1,62	1,46	1,50	1,55	1,60	1,65	1,65	1,70
Obligations du Canada à 30 ans	2,18	1,89	1,68	1,70	1,80	1,90	2,00	2,05	2,10
États-Unis	T4	T1	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Taux cible des fonds fédéraux	2,50	2,50	2,50	2,00	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
Taux de base	5,50	5,50	5,50	5,00	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75
Bons du Trésor à trois mois	2,36	2,39	2,09	1,85	1,60	1,60	1,60	1,60	1,60
Bons du Trésor à deux ans	2,49	2,26	1,76	1,70	1,70	1,80	1,80	1,80	1,80
Bons du Trésor à cinq ans	2,51	2,23	1,77	1,75	1,80	1,90	1,90	1,90	1,90
Bons du Trésor à dix ans	2,68	2,41	2,00	2,10	2,20	2,35	2,40	2,45	2,45
Bons du Trésor à 30 ans	3,01	2,82	2,53	2,65	2,70	2,85	2,85	2,90	2,90

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

ANNEXE
Relevé des solutions de la Réserve fédérale

Arguments pour l'assouplissement	Arguments contre l'assouplissement
La croissance du PIB fléchira pour s'inscrire à un rythme à un seul chiffre, ce qui n'est pas suffisant.	L'économie américaine est vigoureuse, grâce à un taux de chômage faible et à une croissance soutenue, et n'a donc pas besoin d'aide.
Il y a des risques de baisse pour la légère croissance projetée du PIB, qui oblige à faire preuve de conciliation même s'il n'y a pas de récession à l'horizon.	Il y a aussi des risques de hausse de la croissance, si par exemple les conflits commerciaux se règlent.
Les marchés obligataires télégraphient des probabilités de récession qui cadrent avec les récessions effectives antérieures.	Les marchés obligataires sont faussés et souvent, les marchés surréagissent, de sorte que les décideurs doivent façonner indépendamment les politiques.
Il ne faut pas décevoir les cours boursiers en adoptant des baisses qui tendraient la conjoncture financière.	Les marchés sont allés trop loin et l'assouplissement pourrait provoquer des bulles.
Les risques des politiques commerciales sont pires que prévu pour une durée prolongée et resteront exacerbés. Ils ont déjà fragilisé le commerce et l'investissement.	Trump se calmera à l'approche de l'année électorale.
Il faut considérer que les effets tarifaires potentiels sur l'inflation sont transitoires et favorisent les facteurs de croissance du double mandat ou considérer que les sanctions tarifaires sont en somme déflationnistes comme dans les années 1930. Bernanke s'était promis de ne jamais répéter, à l'époque, l'erreur de la Fed.	Les effets des sanctions tarifaires pourraient être inflationnistes s'ils sont présentés comme un choc chronique sur l'offre, de sorte que l'assouplissement aviverait le risque inflationniste.
L'objectif d'inflation de 2 % de la Fed est symétrique; autrement dit, après 10 ans d'échecs des modèles de prévision pour une inflation plus forte, la Fed est désormais en mesure de risquer un surciblage de 2 % comme objectif moyen, plutôt qu'un plafond, pour prouver qu'elle est sérieuse à propos de sa cible.	La cible de 2 % est toujours valable, et un surciblage serait inutile ou pourrait être problématique en raison de ses conséquences involontaires sur le marché obligataire.
Les attentes inflationnistes retombent et sont moins une menace pour les objectifs de la Fed.	L'apaisement des attentes inflationnistes dépend des indicateurs et constitue au mieux des guides imparfaits.
Le discours de la Fed paraît plus ouvert à l'assouplissement, et il ne faut pas s'y opposer.	Powell n'a guère été loquace récemment et il faut attendre le débat plus ouvert du FOMC en juin.
La Fed cédera aux tactiques de pression de Trump.	La Fed est indépendante, s'acquittera de son double mandat du Congrès et pourrait même affirmer son indépendance en défiant Trump.
Il se peut cette fois que la Fed veuille intervenir plus rapidement et plus préventivement en raison de la multiplication des risques.	La Fed continue de faire preuve de lenteur et prendra son temps en surveillant l'évolution de la conjoncture, par exemple le G20 et la réunion de l'OPEP.
La vigueur du dollar US est portée par de nombreux facteurs et a durci la conjoncture financière en faisant baisser les répercussions de l'inflation, ce qui oblige la Fed à intervenir.	La vigueur du \$US pourrait être transitoire si elle est portée par les politiques commerciales, qui pourraient s'apaiser.
D'autres banques centrales comme la PBoC, la BCE, la BoJ et la BoE imputent à la Fed la vigueur du dollar, ce qui oblige la Banque centrale à apporter des redressements relatifs.	Les marchés des changes sont aux prises avec des facteurs nombreux et variés, dont la politique monétaire n'est qu'un parmi tant d'autres; les banques centrales obtiennent des résultats inférieurs à la normale et devraient se concerter mondialement.
La Fed doit respecter son double mandat du Congrès et adopter les mesures qu'elle juge nécessaires.	L'assouplissement plairait à Trump et pourrait le regaillardir et détériorer les perspectives de la politique commerciale.
La léthargie des salaires en mai a été un coup de semonce : la confiance dans l'embauche s'est drainée et il ne faut pas risquer d'attendre pour le constater.	Le marché volatil de l'emploi pourrait rebondir encore la prochaine fois; il faut donc attendre que se dessine une tendance.
Le taux de chômage peut baisser sans accélérer considérablement les pressions sur les salaires et les prix qui ont échappé à la Fed jusqu'à maintenant. Les estimations du taux de chômage naturel continuent de peser à la baisse; il faut donc mieux les sonder.	On n'a aucune certitude sur la situation du taux de chômage naturel, ce qui peut être périlleux.
La croissance de l'économie américaine perdure et le risque d'accident est naturellement supérieur, ce qui oblige à prendre des mesures préventives.	Les périodes de croissance ne meurent pas de fatigue.
La Fed est la banque centrale du monde et l'assouplissement pourrait favoriser différentes régions, ce dont profiteraient indirectement l'économie américaine et la stabilité financière mondiale.	La politique monétaire doit être conduite strictement en fonction de ce qu'il faut prévoir pour les États-Unis, en laissant le reste du monde s'ajuster et s'adapter.
La politique monétaire peut encore relancer la demande globale.	La politique monétaire reviendrait à une intervention futile compte tenu des guerres commerciales qui minent la confiance et qui nous précipitent dans le piège des liquidités.
La Fed a beaucoup de munitions grâce à des outils variés pour contrer les risques éventuels, même si elle consent d'ores et déjà quelques baisses de taux.	Il ne faut pas céder prématurément une précieuse marge de manœuvre pour privilégier un assouplissement traditionnel, et les politiques d'AQ sont de moins en moins efficaces à terme.

Mexique

L'HIVER APPROCHE... GRÂCE À LA TEMPÊTE PARFAITE

- Nous avons considérablement redressé nos prévisions sur la croissance pour tenir compte de la multiplication des incertitudes attribuables à un ensemble de facteurs propres à l'économie intérieure et de politiques liées aux États-Unis, qui pourraient même déboucher sur une récession si tout va mal.
- La montée de l'incertitude sur la politique du secteur de l'énergie laisse entrevoir une nouvelle détérioration des notes du crédit souverain.
- Nous réduisons encore à 0,9 % nos prévisions sur la croissance du PIB réel pour 2019. Nous nous attendons à ce que l'activité économique soit léthargique au début de 2020 et à ce que la croissance s'affaisse aux alentours de 1,1 %. Des risques baissiers considérables sont envisageables pour ces prévisions.

DES IMPRÉVUS ONT MALMENÉ LES PERSPECTIVES

Les perspectives de l'économie mexicaine sont plus léthargiques qu'elles l'étaient dans le dernier rapport trimestriel des *Perspectives mondiales* : l'activité économique se ralentit plus rapidement qu'escompté. C'est ce qu'on peut parfaitement constater dans l'Indicateur mondial de l'activité économique réelle (IMAÉR), qui a progressé d'à peine 0,5 % sur un an dans la période de janvier à avril; il s'agit du rythme le plus lent dans les 10 dernières années (cf. le graphique à droite).

Dans une conjoncture économique déjà incertaine, certains chocs inattendus se sont produits et sont venus relever l'incertitude et l'angoisse sur les horizons des agents économiques. Le fait le plus pertinent a été la menace sans précédent de la Maison-Blanche d'imposer des sanctions tarifaires à tous les produits mexicains exportés si le Mexique ne prenait pas d'autres mesures pour enrayer les courants d'immigration illégaux depuis l'Amérique centrale. Ces sanctions tarifaires, qui s'établiraient au départ à 5 %, passeraient à 25 % tant que le gouvernement du Mexique ne se conformerait pas aux exigences américaines, ce qui représente une « option nucléaire » dans les échanges commerciaux. Le gouvernement du Mexique a accédé aux exigences américaines et a apporté des modifications considérables à sa politique migratoire; or, la menace, toujours présente, pourrait ressurgir même si M. Trump a félicité le Mexique des efforts menés jusqu'à maintenant.

Un autre fait défavorable a été la détérioration de la note de crédit du Mexique par les deux agences de notation. Fitch a abaissé d'un cran la note de la dette souveraine, passée de BBB+ à BBB, et a dégradé la Pemex en territoire de titre de pacotille (BB+), tandis que Moody's a abaissé de négative à stable la note des perspectives économiques du Mexique, en faisant valoir que « l'imprévisibilité des politiques écorne la confiance des investisseurs et les perspectives économiques à moyen terme ».

Dans le secteur de l'énergie, les interventions de l'État continuent de représenter l'un des grands motifs de préoccupation, puisqu'elles laissent entrevoir une nouvelle détérioration du profil du crédit souverain. Les entreprises d'État, la Pemex et la Commission fédérale d'électricité (CFÉ), financièrement fragiles, pourraient être invitées à investir dans des projets dont l'importance est douteuse, ce qui exposerait ces institutions, ainsi que le gouvernement du Mexique, à des risques financiers et budgétaires plus considérables. La production pétrolière de la Pemex est en chute libre depuis quelques années et est toujours appelée à se stabiliser (-10 % sur un an en mai 2019). En outre, les agences de notation ont signalé que l'investissement planifié dans les infrastructures des activités en amont ne permettra toujours pas de reconstituer les réserves dans les prochaines années. Le

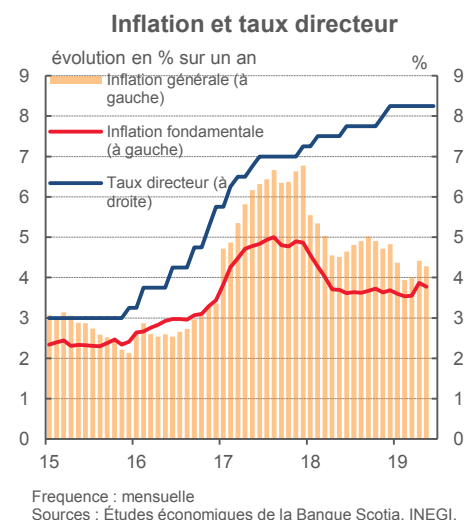
RENSEIGNEMENTS

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

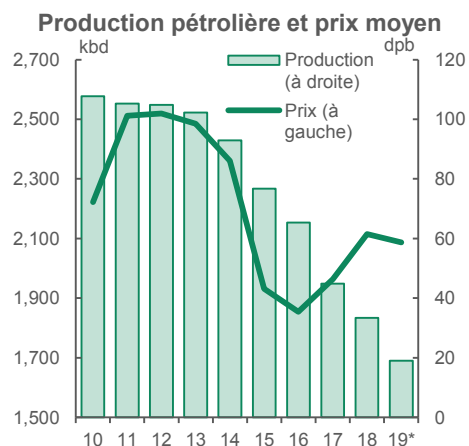
Mexique	2017	2018	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	2,1	2,0	0,9	1,1
IPC (% sur un an, fp)	6,8	4,8	4,1	4,1
Taux directeur banque centrale (% , fp)	7,25	8,25	8,25	7,50
Peso mexicain (USDMXN, fp)	19,66	19,65	20,87	21,44

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



Graphique 2



gouvernement a plutôt fait clairement savoir qu'il a l'intention d'enchaîner avec la réalisation du projet de raffinerie Dos Bocas et s'est engagé, après avoir rejeté les offres du secteur privé, qui paraissent trop onéreuses financièrement, à réaliser ce projet dans les trois prochaines années moyennant une somme estimée à 8 milliards de dollars US, ce qui paraît excessivement optimiste. On peut s'attendre à ce que Moody's et S&P emboîtent le pas à Fitch dans la dégradation de la note de crédit de la Pemex si cette dernière ne dépose pas de plan économique convaincant, ce qui pourrait éventuellement inverser son parcours actuel. Le dépôt de ce plan économique a été décalé à plusieurs reprises.

Les décisions que prendront éventuellement les agences de notation dans l'abaissement de la note de crédit souveraine du Mexique dépendraient de deux facteurs clés : d'abord, l'impact d'une décélération plus prononcée de la croissance du PIB réel dans la perception des impôts, qui pourrait nuire aux perspectives budgétaires et détériorer encore les perspectives de croissance économique à moyen terme; puis, le risque accru d'augmentation du passif éventuel pour l'État souverain en raison de la détérioration de la situation financière de la Pemex, ce qui obligerait l'État à intervenir encore et ce qui pourrait éroder les finances publiques.

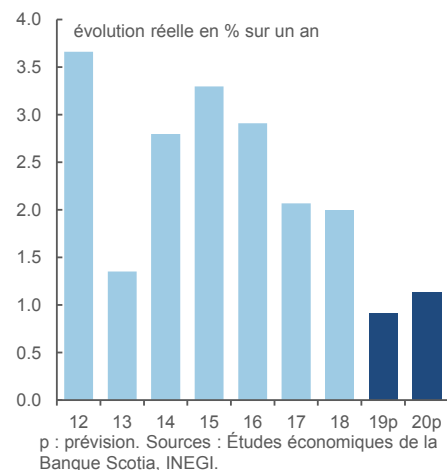
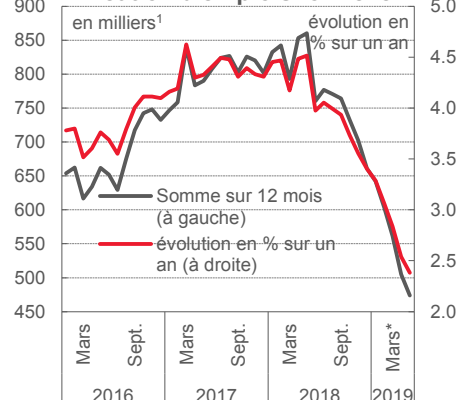
L'affrontement récent entre la CFÉ d'une part et, d'autre part, les constructeurs et exploitants d'oléoducs comme IEnova et TransCanada est un autre fait regrettable pour les investisseurs. La CFÉ veut modifier les contrats existants et récupérer une somme importante des fonds déjà investis.

Ces faits nouveaux rehaussent les préoccupations des analystes et des acteurs du marché à propos de l'orientation des politiques de l'administration AMLO, ce qui s'est traduit par des révisions à la baisse des estimations de la croissance du PIB pour 2019. Les attentes des spécialistes du secteur privé sondés par la Banco de Mexico à propos de la croissance se chiffrent à 1,1 % en juin 2019.

Par contre, l'AEUMC a été approuvé par le Sénat mexicain, même s'il doit toujours être approuvé par le législateur aux États-Unis et au Canada. Bien qu'un retard paraisse de plus en plus probable, nous nous attendons toujours à un heureux dénouement, ce qui permettra de réduire l'incertitude liée au commerce. Le changement de discours spectaculaire de la Réserve fédérale américaine sur la politique monétaire est une autre bonne nouvelle, du moins pour les marchés financiers.

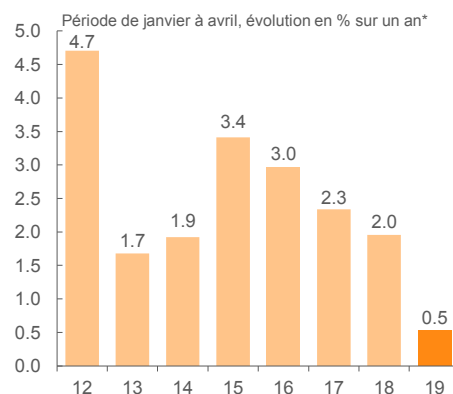
LA DYNAMIQUE RÉCENTE DE L'ÉCONOMIE A ALOURDI L'INCERTITUDE SUR L'ENSEMBLE DES RISQUES POUR LA CROISSANCE, ET LE PLAIDOYER POUR UNE BAISSÉ DES TAUX GAGNE DU TERRAIN

On avait prévu un ralentissement de l'activité économique dans le premier semestre de 2019, surtout en raison de la léthargie de la croissance mondiale, du retard considérable dans les dépenses publiques et de l'évolution défavorable de l'économie intérieure, par exemple les retournements de la politique économique de l'an dernier, ce qui a écorné la confiance des ménages et nu au moral des entreprises. Toujours est-il que les statistiques et les faits récents ont modifié les perspectives pour le pire. Les signes de la léthargie de l'activité économique se multiplient à vive allure, puisque les statistiques les plus récentes ont confirmé que l'économie se ralentit plus rapidement. Le PIB réel n'a crû que de 1,2 % sur un an au T1 de 2019, contre 1,7 % au T4 de 2018. Ce ralentissement s'explique surtout par la décélération du secteur des services, qui représente presque 63 % du PIB et dont le rythme est passé de 2,7 % à 1,9 % sur un an, ce qui correspond à son gain le plus faible depuis le T4 de 2013. De plus, l'activité industrielle s'est contractée pour le deuxième trimestre d'affilée (pour passer de -0,9 % à -0,7 % sur un an) en raison de l'anémie de l'activité manufacturière, puisque le déclin soutenu de la production pétrolière et la baisse des dépenses publiques liée au budget se sont traduits par un recul de l'exploitation minière et de la construction. Pour ce qui est de la demande, l'investissement s'est contracté de -0,9 % sur un an au T1 de 2019, alors que la consommation des ménages a à peine gagné 1,1 % sur un an, soit son gain le plus timide depuis presque six ans.

Graphique 3
Taux annuel de croissance du PIB

Graphique 4
Création d'emplois formelle


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

*Données jusqu'en mai 2019.
¹ Nouveaux travailleurs assurés.

Graphique 5
Indicateur de l'activité économique (quasi-indicateur du PIB)


Sources : Études économiques de la Banque Scotia, INEGI.
 *Croissance moyenne pour les quatre premiers mois de l'année.

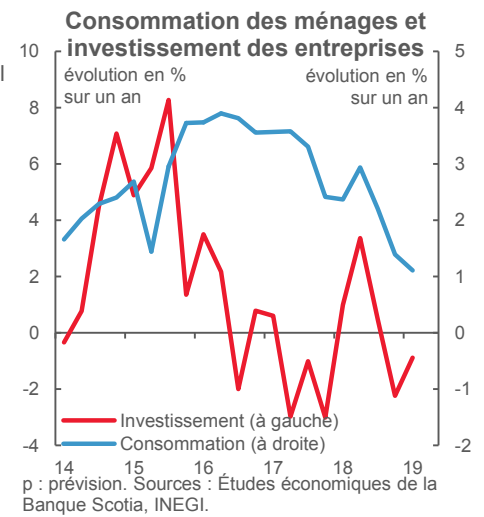
Les indicateurs de plus grande fréquence ont inscrit un ralentissement plus prononcé qu'attendu auparavant. Le marché du travail se ralentit rapidement en raison des perspectives économiques moins réjouissantes. L'augmentation du nombre de nouveaux travailleurs assurés a fléchi en mai pour un dixième mois de suite, en inscrivant à peine 3 073 nouveaux emplois dans le mois et un total de 473 928 nouveaux emplois dans les 12 mois précédents, ce qui correspond au résultat le plus faible depuis 2014. Par contre, la croissance des salaires réels s'est accélérée et a connu des hauts et des bas importants durant l'année, sans doute en raison de l'ampleur de la forte augmentation du salaire minimum de 17 % au début de l'année. Ce fait viendra bien entendu accentuer les pressions des coûts sur l'inflation si la hausse des salaires continue de surclasser les gains de productivité.

La récente démission de Carlos Urzúa en tant que ministre des Finances vient assombrir les perspectives, surtout en raison de la manière dont elle a été annoncée et des messages qu'il a lancés. Son départ vient accroître l'incertitude déjà exacerbée, qui freine les perspectives économiques. Le nouveau ministre et secrétaire des Finances, Arturo Herrera, est tenu en haute estime par les marchés et a réaffirmé que l'État s'engageait à respecter une politique budgétaire rigoureuse et à assurer la stabilité macroéconomique. Il s'acquittera d'une tâche difficile dans un environnement compliqué.

À terme, nous nous attendons à une année riche de défis pour l'économie mexicaine, sur fond de vents contraires macroéconomiques avivés que font souffler des facteurs externes et intérieurs. C'est pourquoi nous abaïssons à nouveau à 0,9 % nos prévisions sur la croissance du PIB de 2019. Nous nous attendons à une croissance plus faible des dépenses des ménages et de la création d'emplois en raison de l'incertitude tenace et de la confiance étriquée. De plus, nous prévoyons une plus forte contraction de l'investissement, malgré les efforts politiques de relancer l'investissement privé, puisque l'absence de cohérence dans les politiques et dans les décisions discrétionnaires continue de peser sur le moral des entreprises, alors que les plans de dépenses liées au budget sont appelés à restreindre encore les dépenses d'investissement publiques. Par contre, l'exportation est appelée à continuer de porter la croissance, même si son rythme est censé se ralentir en raison d'une léthargie de l'activité manufacturière américaine et, dans l'ensemble, de la baisse de la demande extérieure. Pour ce qui est de la politique monétaire, nous nous attendons toujours à ce que la Banxico continue de tenir un discours circonspect et maintienne les taux d'intérêt toute l'année, puisque nous prévoyons que l'inflation continuera de se situer au-delà de la cible officielle pendant plus longtemps que prévu auparavant et que l'inflation fondamentale reste résolument supérieure à la cible. Sous cet angle, nous avons révisé à la hausse notre estimation de l'inflation d'ici la fin de l'année, puisque les gains fulgurants des salaires en raison des révisions du salaire minimum commencent à produire leurs effets. Enfin, nous nous attendons toujours à ce que le peso mexicain soit soumis à des pressions malgré son rendement meilleur qu'escompté au S1 de 2019, puisqu'il servira d'amortisseur de choc sur fond de baisse accentuée.

D'après notre évaluation, l'ensemble des risques pour la croissance est devenu plus incertain et bascule clairement à la baisse, en laissant entrevoir une probabilité croissante de récession. Nous nous attendons à ce que l'activité économique léthargique se transpose sur 2020 et à ce que la croissance s'affaïsse aux alentours de 1,1 %. Nous croyons que la performance de l'économie continuera d'être inférieure à la normale. Dans l'économie intérieure, il est probable que la confiance des investisseurs et des consommateurs continue de s'éroder si l'évolution des politiques reste imprévisible ou est jugée déraisonnable par l'opinion, tandis qu'en externe, la volatilité intensifiée et l'aversion accrue pour le risque sur les marchés mondiaux pourraient miner encore plus le moral des investisseurs à l'endroit des marchés émergents. Enfin, la présidentielle américaine sera le point de mire, et il est tout à fait probable que le Mexique soit toujours la cible préférée de Trump; le peso mexicain sera donc soumis à des pressions.

Graphique 6



Brésil

LES BONNES NOUVELLES SONT-ELLES SUFFISANTES?

- Bien qu'une économie fermée comme celle du Brésil paraisse relativement isolée des retombées de la guerre commerciale mondiale, sa performance déjà poussive et les secteurs public et privé fortement endettés devraient rendre le Brésil plus vulnérable qu'il paraît l'être à première vue.
- Du point de vue des finances publiques, les nouvelles sur la réforme des régimes de retraite sont relativement bonnes — si nous supposons que seulement 50 % des économies initiales prévues se matérialisent. Or, une réforme qui permettra d'économiser entre 700 et 800 milliards de BRL sur 10 ans (soit environ un point de pourcentage du PIB par an) est toujours loin de corriger un déficit budgétaire de l'ordre de 7 % du PIB.
- Nous sommes en quelque sorte hors consensus sur le BRL, le taux SELIC et l'inflation selon l'IPCA. Essentiellement, nous ne pensons pas que la réforme « suffira » à compenser le revirement négatif de l'humeur des investisseurs à l'endroit des marchés émergents (MÉ). En particulier, puisque les marchés intègrent déjà dans les cours 100 points de base de baisses de taux du FOMC et qu'ils sont assez indulgents sur les risques du commerce mondial et du Brexit, entre autres, nous croyons que les risques pour le BRL basculent en territoire négatif — ce qui vient transformer nos attentes sur l'inflation selon l'IPCA et le taux SELIC.

LA FAIBLE PART DU BRÉSIL DANS LES ÉCHANGES COMMERCIAUX : IDÉE FAUSSE OU CERTITUDE?

Napoléon Bonaparte aurait dit « La Chine est un géant qui dort. Laissez-la donc dormir, car lorsqu'elle s'éveillera, le monde tremblera ». Effectivement, le géant s'est éveillé et fait trembler le monde au début du XXI^e siècle, alors que l'autre colosse (les États-Unis) a essentiellement laissé le géant asiatique s'affirmer en adoptant le système international fondé sur les règles. Ce pacte à l'amiable est aujourd'hui menacé par l'intervention du président Trump — ce qui a pour effet d'éroder la certitude sur le commerce mondial. L'une des grandes questions à cette étape est de savoir comment se dénouera l'affrontement entre les États-Unis et la Chine du point de vue du commerce et si l'un sera piétiné par l'autre. D'une part, le Brésil est souvent considéré, par les investisseurs dans les MÉ, comme le satellite de la Chine, en étant l'un des principaux fournisseurs de produits de base pour rassasier la voracité du géant asiatique. D'autre part, on pourrait faire valoir que puisqu'il s'agit d'une économie relativement fermée, le Brésil serait moins exposé à l'escalade du conflit commercial mondial. Quelle est la bonne réponse? Le Brésil est-il une valeur sûre dans l'éventualité d'une guerre commerciale mondiale ou sera-t-il l'un des premiers à tomber au combat?

- **L'isolement du Brésil** : le Brésil est une économie fermée, et par le fait même, l'impact direct d'une guerre commerciale sur son économie paraît modeste. Par rapport aux autres grandes économies de l'Amérique latine, et du point de vue de l'Inde et de la Chine, les échanges commerciaux du Brésil en pourcentage du PIB sont les plus modestes (graphique 1). La faible intégration du Brésil dans le commerce mondial est un obstacle pour la compétitivité de son économie, puisque les barrières qui se dressent contre une meilleure intégration empêchent aussi les entreprises brésiliennes d'avoir accès à des intrants meilleurs et plus concurrentiels pour leurs chaînes de production. Or, être une économie fermée pourrait aussi vouloir dire que le Brésil est relativement isolé des retombées d'un conflit commercial mondial.

RENSEIGNEMENTS

Eduardo Suárez, VP, Études économiques, Amérique latine

52.55.9179.5174 (Mexique)

Études économiques de la Banque Scotia

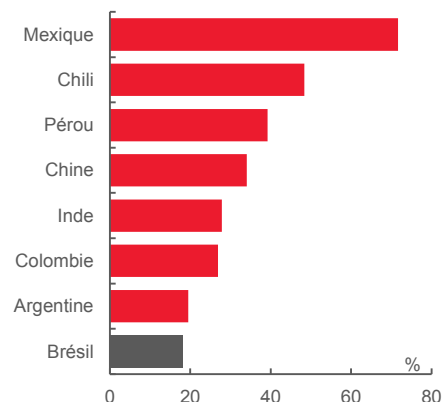
eduardo.suarez@scotiabank.com

Brésil	2017	2018	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	1,1	1,1	0,9	1,8
IPC (% sur un an, fp)	3,0	3,8	4,3	4,6
Taux directeur banque centrale (% fp)	7,00	6,50	7,00	8,50
Réal brésilien (USDBRL, fp)	3,31	3,88	4,18	4,18

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1

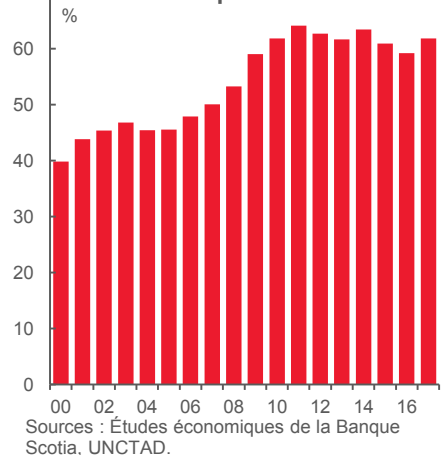
Commerce/PIB
(importations + exportations en % du PIB)



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, UNCTAD, FMI.

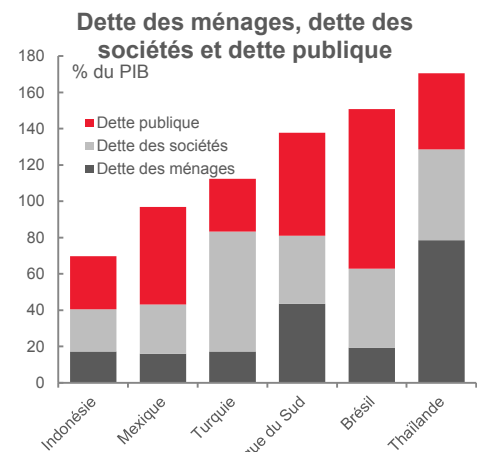
Graphique 2

Brésil : produits de base en % des exportations



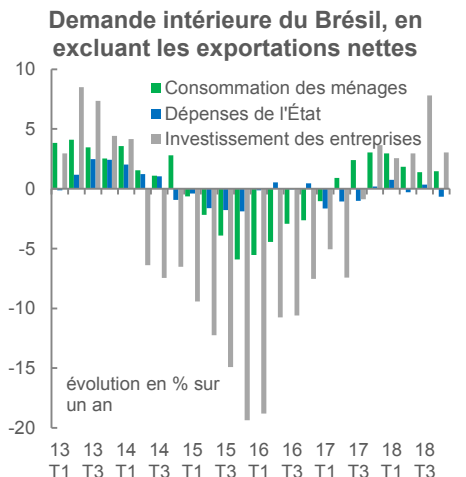
- Les effets d'entraînement des prix des produits de base** : bien que les exportations représentent une faible part de l'économie brésilienne, les produits de base interviennent pour une large part dans les exportations (graphique 2). Si le conflit commercial sino-américain devait s'intensifier et déclencher un atterrissage plus brutal de l'économie chinoise, on pourrait en constater l'impact relativement important sur le Brésil. Les produits de base représentent plus de 60 % des exportations brésiliennes, qui interviennent pour environ 6 % dans le PIB. Ce choc et celui que nous avons évoqué ci-dessus pourraient être plus retentissants, puisqu'à l'heure actuelle, l'économie brésilienne est toujours très anémique — et n'a pas de demande intérieure vigoureuse pour compenser les vents contraires externes.
- La léthargie de la demande intérieure** : sous cet angle, l'économie brésilienne a pris du mieux après la longue récession de 2014-2017. Toutefois, encore aujourd'hui, la plupart des composants de la demande intérieure restent atoniques dans le meilleur des cas (graphique 3). Dans les 20 derniers trimestres, la consommation des ménages n'a réussi que pendant quatre trimestres à progresser de plus de 2,5 %, alors que les dépenses de l'État ont à peine connu un trimestre à 2 % sur la même durée — et qu'il est nécessaire de mieux consolider le budget. L'investissement donne enfin des signes de vie, mais continue de s'adjuger une part marginale du PIB (<20 %).
- La volatilité du taux de change** : il y a quelques semaines, le directeur général de la Banque des règlements internationaux (BRI), M. Agustín Carstens, a prononcé une allocution importante, dans laquelle il a [précisé le rôle différent des taux de change dans les MÉ et dans les MD](#). Dans son intervention, il faisait valoir que bien que dans les économies développées, un taux de change léthargique donnait un bon élan à l'activité économique, l'impact est tout à fait le contraire dans le monde émergent. Il a notamment fait valoir qu'« *il est utile de se rappeler qu'une forte dévalorisation [du taux de change] et un fléchissement économique sont souvent suivis d'une brusque augmentation de l'inflation, malgré le ralentissement de l'activité économique. L'importance de ces effets de deuxième cycle dépend ensuite de la mesure dans laquelle les attentes inflationnistes sont ancrées sur la cible de la banque centrale* ». Il soutient aussi que dans les MÉ, un taux de change léthargique a pour effet de durcir la conjoncture financière : « *Dans les MÉ, le taux de change a aussi une incidence sur l'activité économique intérieure par le truchement de la conjoncture financière, ce qui complique encore la tâche de la banque centrale. L'exposition des MÉ aux circuits financiers du taux de change s'explique par deux caractéristiques principales de leur structure financière : i) les emprunteurs des MÉ, en particulier les sociétés, s'en remettent massivement à des emprunts en monnaies étrangères; et ii) les importantes positions des investisseurs étrangers dans la dette souveraine en monnaies locales des MÉ. Dans ces deux circuits, la valorisation du taux de change a tendance à détendre la conjoncture financière intérieure, en exerçant un effet expansionniste sur l'activité économique intérieure* ». En exprimant en quelque sorte un point de vue contraire à celui de la banque centrale ces dernières années, selon laquelle les taux de change étaient considérés comme les amortisseurs de choc absolus, M. Carstens a fait valoir que « *le taux de change pourrait donc servir de plus en plus de transmetteur et d'amplificateur des chocs financiers, au lieu d'être un amortisseur des chocs réels* ». Pour notre part, nous ajouterions qu'un pays dont les exportations sont concentrées dans les matières premières et qui importe une large part de biens de consommation et de biens d'équipement, si la croissance de la Chine devait être étrillée par une guerre commerciale — ce qui déclencherait une correction des cours des produits de base —, le Brésil serait fragilisé par une impulsion contractionnaire supplémentaire en raison de la balance commerciale.

Graphique 3



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, OCDE, FMI.

Graphique 4



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, BCB.

Dans l'ensemble, nous croyons que le Brésil est plus exposé à la guerre commerciale mondiale qu'on pourrait le croire à première vue — en se contentant de se pencher sur la part du PIB dans les échanges commerciaux. Le plus grand risque, pour le Brésil, n'est pas tant ses liens commerciaux directs, compte tenu de son économie relativement fermée. Les risques pour le Brésil s'expliquent par la fragilité de son économie en raison de son lourd endettement (graphique 4) et d'un parcours financier déjà très déconcertant (comme nous le verrons plus loin), ainsi que d'une économie qui a de la difficulté à renouer avec une solide croissance depuis maintenant plusieurs années. Si la relance externe des prix des produits de base et la demande exprimée pour les produits de base brésiliens devaient fléchir, c'est l'économie qui en pâtirait.

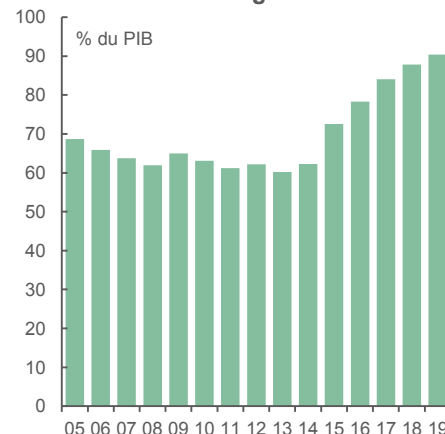
LA SITUATION DES FINANCES PUBLIQUES DU BRÉSIL LE REND VULNÉRABLE À UN RALENTISSEMENT PLUS PRONCÉ

Les attentes à l'endroit de la réforme des régimes de retraite se sont légèrement améliorées dans les derniers mois, puisque l'on s'attend désormais à ce que les économies réalisées soient de l'ordre de 700 à 800 milliards de BRL sur 10 ans, contre les 600 milliards de BRL

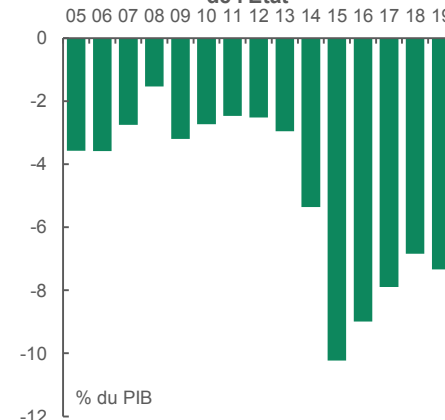
escomptés il y a quelques mois. Ces économies sont toujours loin de l'objectif de 1 200 milliards de BRL visés initialement. L'ennui, c'est que parce que le déficit général brut de l'État devrait continuer d'être de l'ordre de 7 % du PIB (sans tenir compte des économies sur les régimes de retraite) (graphique 5) et que les économies ne sont plus que de l'ordre de 1 % du PIB par an, une lourde tâche attend toujours le gouvernement — même si l'adoption de cette réforme pourrait lui apporter un nouveau répit en débouchant sur une baisse modeste des taux d'intérêt de compensation du pays. Au Brésil, l'évolution tendancielle des politiques s'est sans nul doute améliorée dans les dernières années — et nous doutons que bien des acteurs du marché contredisent cette affirmation. La question est de savoir si l'on intervient suffisamment pour compenser le parcours de détérioration structurelle sur lequel le pays est actuellement engagé. Comme l'indique le graphique 6, la dette publique du pays suit une trajectoire très inquiétante, et même si le rythme de la détérioration se ralentit, l'intervention n'est pas suffisante.

C'est du point de vue de la politique monétaire et de l'inflation que nos prévisions dérogent le plus au « consensus ». Le consensus et les taux des DI (pour les contrats à terme sur les dépôts interbancaires) laissent entrevoir un cycle d'assouplissement de la Banque centrale du Brésil (BCB). (Les taux des DI intègrent trois baisses de 25 points de base d'ici la fin de l'année.) Sous cet angle, notre principale inquiétude s'explique par le fait que nous nous attendons à ce que la conjoncture externe ne soit pas assez bienveillante pour le permettre. Au moment d'écrire ces lignes, les marchés intègrent dans les cours 100 points de base de baisses du FOMC, ce qui est très favorable pour les MÉ. Nous avons le sentiment que les marchés intègrent déjà des perspectives très favorables pour les MÉ, et en raison du nombre de risques dans ces marchés, nous croyons que les risques à cette étape penchent en faveur d'une baisse — d'où notre parcours pour la léthargie du BRL, nos prévisions moins favorables pour l'inflation selon l'IPCA et nos attentes moins conciliantes pour le taux SELIC.

Pour le Brésil, nous avons prévu un parcours de croissance légèrement plus lent que le consensus, en partie parce que nous sommes moins enthousiastes sur la possibilité que la BCB puisse appliquer des baisses de taux pour stimuler l'économie. La prévision des baisses de taux est très binaire et dépend largement de la conjoncture externe. D'ici 2020, nous croyons que la croissance de l'économie brésilienne tournera autour de 2,0 %, ce que nous adoptons comme taux de croissance potentiel du pays — jusqu'à ce que l'investissement remonte constamment. Comme nous l'avons vu dans notre [Note d'information sur le Brésil \(en date du 3 mai 2019\)](#), il y a une grande marge de manœuvre pour des microréformes dans ce pays, ce qui pourrait relancer l'investissement et, par le fait même, la croissance potentielle. Pour l'heure, ces microréformes sont toujours à l'état de plans.

Graphique 5
Brésil : dette brute générale de l'État


Sources : Études économiques de la Banque Scotia, FMI.

Graphique 6
Brésil : balance générale du budget de l'État


Sources : Études économiques de la Banque Scotia, FMI.

Colombie

SI LE COURT TERME S'AMÉLIORE, LE PLUS LONG TERME EST TOUJOURS AUSSI FLOU

- La reprise économique se poursuit; or, le rythme est plus lent qu'attendu. La demande intérieure reste vigoureuse; toutefois, nous abaïssons notre prévision sur la croissance du PIB à 3,2 % sur un an en raison du poids alourdi du commerce extérieur.
- La BanRep maintiendra le taux de crédit puisqu'elle doit harmoniser l'obligation de relancer la croissance et les pressions haussières à court terme qui pèsent sur l'inflation. Nous nous attendons à ce que la situation soit stable d'ici la fin de 2019.
- À court terme, la circonspection financière est une bonne nouvelle; or, la baisse des revenus à moyen terme continue de relever du défi.
- Cette année, les nouvelles récentes sur la dette budgétaire amoindrie ont été réjouissantes; toutefois, il faut toujours relever des défis structurels, puisqu'à moyen terme, les recettes budgétaires devraient baisser.

L'assouplissement escompté de la Réserve fédérale américaine et les développements qui l'accompagneront sur les marchés financiers internationaux créent un environnement plus favorable, qui permettra à la Colombie de mener à bien son programme de réformes. La reprise économique se poursuit; or, elle se déroule plus lentement, alors que les objectifs budgétaires du gouvernement devraient être réalisables cette année. La politique monétaire devrait être mise en veilleuse dans un avenir prévisible. Par rapport à d'autres marchés émergents, la Colombie est solidement positionnée pour le moment; il faut toutefois relever des défis à moyen terme dans les comptes budgétaires et externes.

LA REPRISÉ ÉCONOMIQUE SE POURSUIT ET L'INFLATION RESTE MAÎTRISÉE

Au T1, le PIB de la Colombie a déçu le consensus des marchés et les projections des pouvoirs publics, malgré la vigueur de la croissance de la demande intérieure. La détérioration plus importante qu'attendu de la balance commerciale explique la croissance du PIB au T1, à 2,8 % sur un an, ce qui est à peine inférieur au chiffre de 3 % auquel nous nous attendions. Le poids alourdi du commerce extérieur s'est expliqué en partie par la vigueur de l'économie intérieure, puisque les importations de biens d'équipement ont gagné 11 % sur un an. Pour ce qui est de l'offre, la mauvaise surprise du T1 de 2019 est attribuable aux activités de construction, qui ont fléchi de 5,6 % sur un an; les autres secteurs comme l'industrie minière (+5,3 % sur un an), le commerce de détail (+4,0 % sur un an) et les activités financières (5,5 % sur un an) ont continué de s'améliorer, alors que les services du secteur public ralentissent.

Le résultat plus léthargique au T1 pèse sur notre prévision pour 2019, qui passe de 3,4 % à 3,2 %. La demande intérieure reste relativement vigoureuse; or, le poids exercé par les exportations nettes devrait perdurer. Les dépenses publiques pourraient étonner à la hausse au S2 de 2019 en raison des élections d'octobre, et notre prévision tient également compte d'une forte reprise de l'investissement grâce à de très vigoureux programmes d'ouvrages civils qui dépendent de l'efficacité du déroulement du programme 4G. Par conséquent, notre équilibre des risques est plutôt neutre. Pour ce qui est de l'offre, le PIB sera étayé par la reprise de l'industrie minière, la relance graduelle de l'activité industrielle et les activités toujours aussi solides dans le commerce de détail et les finances. Le secteur de la construction continuera de malmener la croissance du PIB en raison des stocks considérables et n'est guère appelé à progresser dans le meilleur des cas. Pour 2020, nous nous attendons à ce que la reprise graduelle se poursuive et à ce que la croissance du PIB s'accélère un peu, à 3,6 %.

L'inflation s'est accélérée à 3,4 % sur un an grâce à la hausse des prix des aliments et des logements, même si l'inflation fondamentale (en excluant les prix des aliments et les prix

RENSEIGNEMENTS

Sergio Olarte, économiste principal

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

Jackeline Piraján, économiste

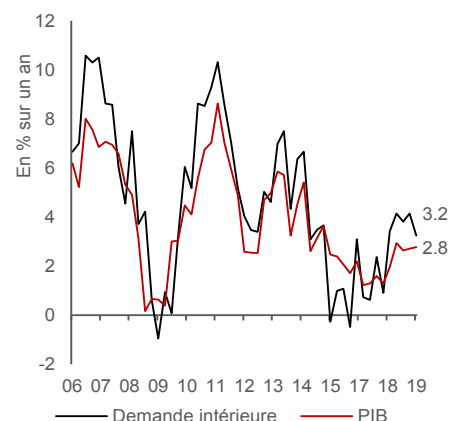
57.1.745.6300 (Colombie)
 Scotiabank Colombia
jackeline.pirajan@co.scotiabank.com

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

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1

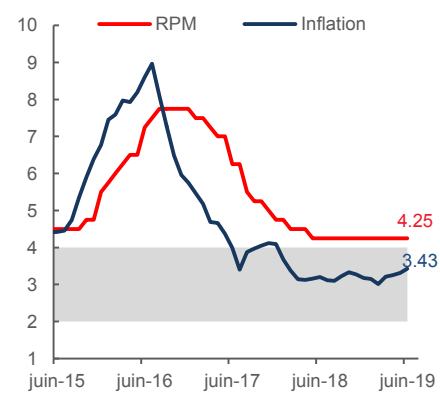
PIB de la Colombie



Sources : DANE, Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 2

RPM et inflation (sur un an, % et %)



Sources : Banco de la República, DANE, Études économiques de la Banque Scotia.

réglementés) reste inférieure à 3 %. Un effet de base dans le secteur des produits alimentaires devrait porter l'inflation annuelle dans les prochains mois; or, ces effets seront dilués vers la fin de 2019. Les effets de la conversion des monnaies ont été plutôt modérés et nous n'entrevoions pas de problèmes énormes sous cet angle, puisque nous croyons que la dévalorisation du COP constatée dans les derniers mois sera passagère. L'écart de production négatif continuera de peser sur les prix. Nous nous attendons à ce que l'inflation finisse 2019 à 3,2 % sur un an. Pour 2020, nous n'entrevoions pas de changements pertinents dans la dynamique des prix; c'est pourquoi nous projetons à 3,1 % sur un an l'inflation de synthèse à la fin de l'année.

La banque centrale colombienne (BanRep) doit harmoniser les pressions temporaires sur l'inflation qui pourraient influencer sur les attentes inflationnistes et sur l'économie, qui tourne toujours en deçà du potentiel, ce qui justifie les mesures de relance monétaire continues. Les récents communiqués de la BanRep permettent de croire qu'elle s'inquiète davantage de la mollesse de l'économie, ce qui, de concert avec le discours conciliant des banques centrales des pays développés, nous permet d'envisager que le taux directeur se stabilisera à 4,25 % pour encore longtemps. Les paramètres du taux directeur en chiffres réels sont légèrement expansionnistes. En outre, la récente valorisation du COP continuera d'ancrer les attentes inflationnistes. C'est pourquoi nous avons supprimé la hausse de 25 points de base que nous avions prévue pour le T3 de 2019. Nous croyons toujours qu'en 2020, la prochaine décision sera de hausser le taux directeur en raison de la reprise de la demande intérieure attendue l'an prochain.

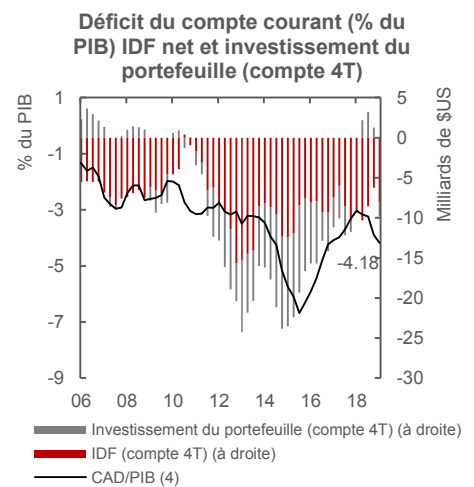
LE CREUSEMENT DU DÉFICIT DU COMPTE COURANT EST TOUJOURS UN MOTIF DE PRÉOCCUPATION ET LA CONSOLIDATION BUDGÉTAIRE EST LOIN D'ÊTRE STRUCTURELLE

Le déficit du compte courant continue de représenter un grand motif de préoccupation. Il s'est établi à 4,6 % du PIB au T1 de 2019, soit 1,1 point de plus qu'au cours de la même période en 2018, même si le financement est toujours vigoureux grâce au flux de l'investissement direct étranger (IDE). Comme l'indiquent les précédents rapports, la reprise de la demande intérieure réclame une détérioration du compte courant, puisque l'augmentation de l'investissement s'accompagne d'une hausse du capital et des matières premières importées. Pour 2019, nous nous attendons à un déficit externe de presque 13 milliards de \$US (4,1 % du PIB), ce qui est nettement supérieur à celui des pays comparables de l'Amérique latine; c'est pourquoi ce pays est très vulnérable en cas de choc externe. Le programme d'accumulation des réserves internationales, qui a été suspendu en mai mais qui pourrait être renouvelé, devrait permettre de finalement résister à un choc externe; or, il s'agirait d'un palliatif seulement. Le déficit externe structurel ne peut être corrigé qu'en augmentant la productivité et les mesures adoptées pour accroître la compétitivité des exportations ou les économies réalisées dans l'ensemble du pays.

Les doutes à propos de la conjoncture budgétaire se sont tous dissipés à court terme. Le gouvernement s'est engagé à réduire le déficit budgétaire, qui passerait de 3,1 % du PIB en 2018 à 2,4 % du PIB en 2019, même si le comité budgétaire a recommandé 2,7 % du PIB. En annonçant une réduction du déficit au-delà de la règle budgétaire, on a télégraphié un message de circonspection budgétaire qui a été vu d'un bon œil sur les marchés, ce qui a permis à la Colombie de maintenir sa note de crédit internationale à deux crans au-dessus de la qualité investissement. Or, il est utile de préciser que la réalisation de la cible de 2,4 % a été en partie attribuable à des changements comptables. C'est pourquoi les questions structurelles sont loin d'être réglées. En fait, les cibles du déficit au-delà de 2021 sont supérieures à ce que permet la règle budgétaire. C'est la raison pour laquelle le signal envoyé est flou dans les notes de crédit souverain de la Colombie : même si Moody's a supprimé une perspective négative et attribué une note Baa2, Fitch a changé sa perspective en territoire négatif en raison des problèmes structurels.

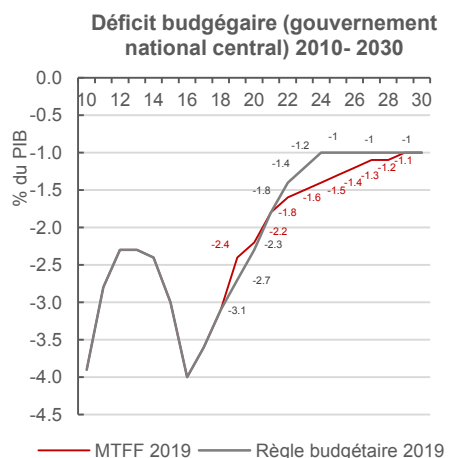
Les difficultés budgétaires à moyen terme sont loin d'être réglées, selon les récentes projections du gouvernement. Bien que ce dernier se soit engagé à réduire les dépenses pour qu'elles passent de 19 % du PIB en 2019 à 16,7 % du PIB dans 10 ans, les recettes budgétaires continuent de baisser en pourcentage du PIB (de 16,6 % à 15,7 % dans la même période) et pourraient même se détériorer encore si le PIB n'est pas au rendez-vous des attentes du gouvernement. Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, la circonspection budgétaire à court terme est une bonne nouvelle; or, il faut adopter une politique de réformes structurelles. Les actifs colombiens ont récemment été étayés par les bonnes nouvelles à court terme, en plus d'être favorisés par un renouvellement de la politique monétaire conciliante; or, l'avantage relatif pourrait à nouveau être de courte durée : la Colombie a besoin d'interventions plus vastes.

Graphique 3



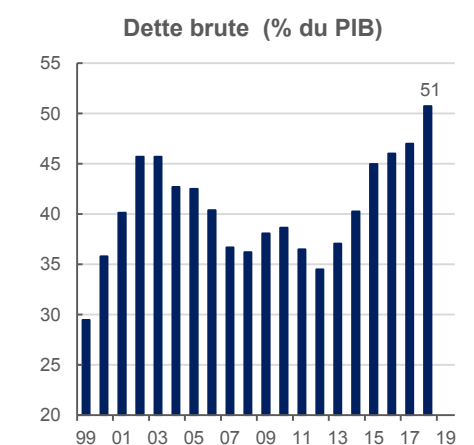
Sources : Banco de la Republic, Banque Scotia-Colpatria.

Graphique 4



Sources : MTFF 2019, Comité de la Regla Fiscal 2019, Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 5



Sources : Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Études économiques de la Banque Scotia.

Pérou

CROÎTRE DANS UN ENVIRONNEMENT D'INCERTITUDE MONDIALE ET POLITIQUE CHRONIQUE

- Nous ratifions nos prévisions sur la croissance du PIB, soit 3,1 % pour 2019 et 3,7 % pour 2020.
- La conjoncture macroéconomique est vigoureuse dans l'ensemble, sans toutefois porter la croissance.
- L'investissement privé est un motif de préoccupation considérable. L'investissement dans les secteurs distincts des mines est en chute libre.
- La consommation se porte bien; or, la croissance de l'emploi se ralentit.
- La Banque centrale est de plus en plus obligée de réduire son taux de référence, mais n'a pas encore donné d'indications dans ce sens.

Nous avons récemment réduit notre prévision sur la croissance du PIB pour la porter de 4,0 % à 3,1 % pour 2019 et de 4,0 % à 3,7 % pour 2020. Trois aspects essentiels ont changé, ce qui influe sur nos perspectives pour 2019-2020. Il s'agit notamment :

1. de la conjoncture mondiale plus complexe et incertaine;
2. du cycle renouvelé d'incertitudes politiques intérieures et des préoccupations en prévision des élections de 2021.
3. de la réalité d'un premier semestre léthargique pour le PIB et pour la croissance de l'investissement privé.

Au premier semestre de 2019, la croissance est appelée à rester relativement terne, à 2,4 % – 2,5 % (2,3 % au T1). Ces résultats anémiques s'expliquent essentiellement par les secteurs des ressources, puisque la baisse du PIB dans les mines et la pêche a rogné 0,7 point sur la croissance rien qu'au T1. (Le PIB de l'industrie de la pêche a perdu 34 % et celui des mines, - 1,7 % depuis le début de l'année jusqu'en mai.) La prochaine saison de pêche — qui commence en novembre — devrait donner de meilleurs résultats, et certains des facteurs temporaires qui ont affligé le secteur minier (entretien des raffineries, conformité environnementale et conflit social) devraient également se dissiper à terme.

Or, il est également vrai, ce qui est même beaucoup plus important que l'investissement privé dans les secteurs distincts des mines est comateux, puisqu'il a perdu 0,5 % au T1, et il n'y a aucune raison de croire que le T2 a pu s'améliorer considérablement. Il s'agit en réalité de notre premier motif de préoccupation. Même si l'investissement dans les mines a progressé vigoureusement (de 37 % au T1), nous avons abaissé nos prévisions globales sur la croissance de l'investissement privé pour les porter de 6,5 % à 3,5 % pour 2019 et de 5,4 % à 4,0 % pour 2020, alors que la contribution apportée à la croissance par l'investissement privé non minier est presque insignifiante. Il y a un risque supplémentaire, puisqu'un niveau aussi faible d'investissement privé finira par se répercuter sur la croissance de l'emploi — s'il n'est pas déjà en train de le faire — et, par le fait même, sur la croissance de la consommation. C'est pourtant essentiel, puisque la consommation, en hausse de 3,5 % – 3,8 % dans les deux dernières années environ, est le seul facteur de la demande intérieure qui soutient constamment l'économie.

La fragilité de la croissance de la demande intérieure met en perspective la nécessité d'accroître les dépenses budgétaires, ce qui pourrait toutefois ne pas se produire de sitôt. L'investissement du secteur public a baissé au premier semestre de l'année, comme escompté, en raison des nouveaux pouvoirs publics régionaux et locaux. La situation devrait s'améliorer à terme, de concert avec la courbe d'apprentissage des pouvoirs publics; or, l'évolution se déroulera au ralenti.

Le PIB devrait prendre du mieux au S2 de 2019, lorsque l'investissement public sera relancé et que la croissance des secteurs des ressources reviendra à la normale. Toutefois, tant que l'investissement privé sera léthargique, la durabilité d'un taux de croissance du PIB de plus de 3 % sera chancelante.

RENSEIGNEMENTS

Guillermo Arbe, chef, Études économiques

511.211.6052 (Pérou)

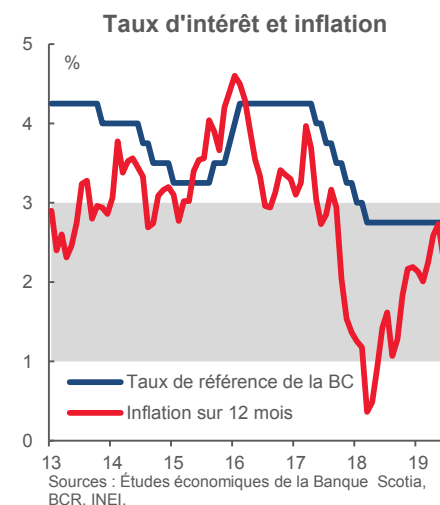
Scotiabank Peru

guillermo.arbe@scotiabank.com.pe

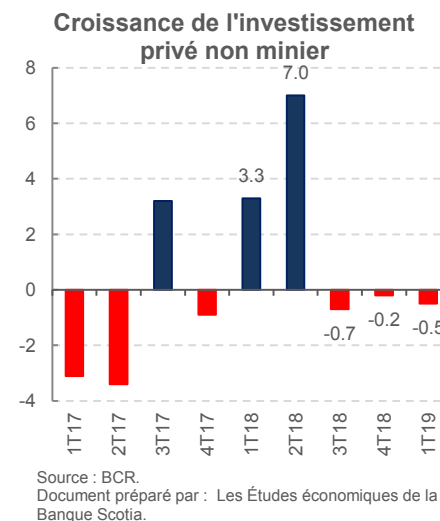
Pérou	2017	2018	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	2,5	3,9	3,1	3,7
IPC (% sur un an, fp)	1,4	2,2	2,2	2,3
Taux directeur banque centrale (% , fp)	3,25	2,75	2,75	2,50
Sol péruvien (USDPEN, fp)	3,24	3,37	3,35	3,30

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



Graphique 2



La conjoncture politique est loin d'aider. Toutefois, le poids de l'inquiétude des milieux d'affaires bascule : les élections de 2021 font ombrage aux tensions soutenues entre le gouvernement et l'opposition au Congrès. Les problèmes de corruption ont touché presque tous les grands partis politiques, ainsi que de nombreux candidats anciens, ce qui a ouvert la porte à une multitude d'aspirants. L'inquiétude à propos des élections de 2021 s'exprime beaucoup plus tôt que dans les cycles politiques précédents.

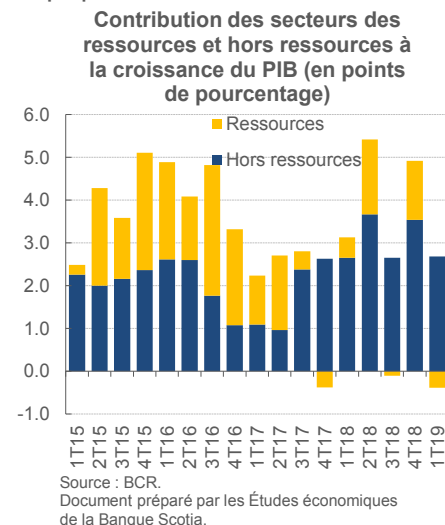
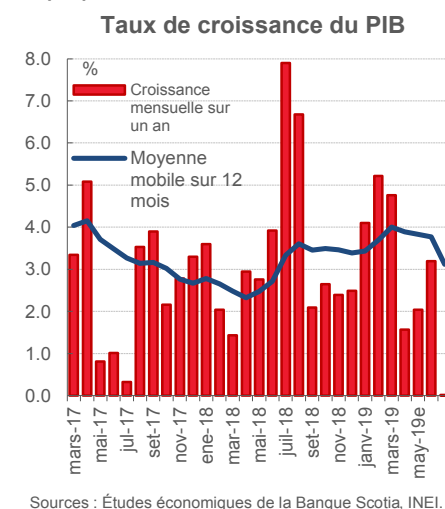
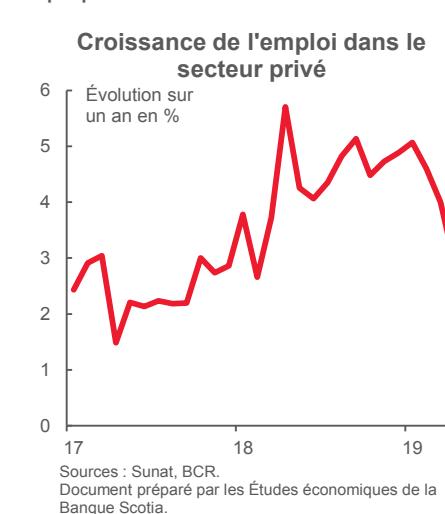
Dans le même temps, la conjoncture macroéconomique est très vigoureuse dans l'ensemble. Le déficit budgétaire sur 12 mois jusqu'en mai atteint à peine 1,5 % du PIB, ce qui n'est pas très loin de notre prévision de 2,0 % pour l'ensemble de l'année 2019. Toujours est-il que le déficit est peut-être trop faible. Le budget du gouvernement pour 2019 prévoit un déficit de 2,5 %, et le fait d'être si loin en deçà de cette cible s'explique essentiellement par des dépenses insuffisantes, ce qui cadre avec la baisse de l'investissement du secteur public, en plus de vouloir dire que le gouvernement ne contribue pas suffisamment à la demande intérieure.

QUE NOUS RÉSERVE L'AVENIR ?

Nous abaïssons nos prévisions sur l'inflation pour 2019 à 2,2 % contre 2,4 % et, pour 2020, à 2,3 % contre 2,5 %. Puisque l'inflation se modère, que la croissance du PIB est terne et que la Banque centrale (BC) est en quelque sorte plus conciliante, nous ne croyons plus qu'elle maintiendra son taux de référence à 2,75 % et nous nous attendons désormais à une baisse de 25 points de base dès le T4 de 2019 et au plus tard au T1 de 2020. Nous le faisons toutefois avec une certaine hésitation, puisque la BC n'a pas exprimé clairement son orientation. Dans son rapport trimestriel de juillet sur l'inflation, elle a dressé un état des lieux moins optimiste qu'auparavant et prévoit une baisse de la croissance mondiale et intérieure, une balance commerciale plus léthargique et des niveaux de confiance moins solides. Bien que les porte-paroles de la BC aient reconnu dans le rapport que l'ensemble des risques s'était détérioré depuis les deux derniers rapports, ils ont paru laissé entendre que la décision d'abaisser le taux de référence dépendait de la matérialisation d'une augmentation attendue des dépenses budgétaires et de la question de savoir si le gouvernement interviendra plus massivement afin d'assurer la progression des projets à grande échelle dans les infrastructures et l'industrie minière. Dans l'ensemble, nous avons le sentiment que la BC réfléchit en fait plus attentivement à abaisser son taux de référence, mais nous croyons aussi qu'elle fera preuve de patience pour peut-être encore un ou deux autres trimestres avant de rendre une décision. La BC paraît aussi impatiente de maîtriser les attentes, en particulier les niveaux de confiance des ménages et des entreprises, ce qui laisse aussi entendre qu'elle pourrait tâcher d'attendre le plus longtemps possible avant d'abaisser son taux de référence afin d'éviter de télégraphier prématurément son inquiétude.

Le PEN a fluctué entre 3,28 et 3,39 depuis le début de l'année. Les solides apports de capitaux cette année ont récemment porté le PEN à moins de 3,30; la baisse n'a été déclenchée que par l'intervention de la Banque centrale. Cette année, les limites de 3,28 et de 3,39 dans la fourchette des taux ne sont pas fortuites : elles correspondent plutôt aux niveaux auxquels la BC est intervenue, et nous nous attendons à ce que cette fourchette se maintienne d'ici la fin de l'année, en faisant obstacle à de forts mouvements mondiaux de change. Notre prévision de 3,35 d'ici la fin de l'année s'inscrit dans cette fourchette. À court terme, les mouvements dépendront des fluctuations des cours des métaux, de l'évolution mondiale du dollar US et des apports de capitaux, dans les limites fixées par la Banque centrale. Pour l'heure, les flux de capitaux sur les obligations souveraines ne semblent pas vouloir s'amoindrir et constituent la force dominante sur le marché du PEN, qui fait peu de cas de la baisse des cours des métaux et des événements de dérisquage.

Pour conclure cet exposé sur une bonne note, la probabilité d'un événement politique négatif majeur, par exemple la dissolution du Congrès ou la destitution du président, même si elles ne sont pas totalement hors de question, s'est considérablement amoindrie, et selon le scénario qui est de loin le plus probable, le président et le Congrès finiront leur mandat. Les problèmes de corruption et les poursuites à l'encontre d'importants représentants de la classe politique continuent de faire du bruit; toutefois, le coup de tonnerre initial s'est transformé en un bruissement (plutôt continu). On peut également espérer de bonnes nouvelles dans l'investissement consacré aux infrastructures. Nous avons constaté de réels progrès, même s'il s'agit de sauts de puce, dans les projets d'infrastructure, et le ministre des Finances, Carlos Oliva, s'est engagé à présenter un vaste programme de projets à la fin de juillet. Il faudra donc faire preuve d'un optimisme prudent à terme.

Graphique 3

Graphique 4

Graphique 5


Chili

REPRISE ÉCONOMIQUE RÉELLE, MAIS FRAGILE

- Nous continuons de prévoir que la croissance du PIB s'établira à 3,2 % cette année. La demande intérieure sera menée par l'investissement durant le deuxième semestre de 2019. Notre prévision fait état d'un léger parti pris à la baisse en raison de l'activité plus lente qu'escompté dans le premier trimestre, ce qui s'explique par l'escalade de la guerre commerciale et par les chocs négatifs que produisent sur l'offre l'agriculture, la pêche et l'industrie minière.
- Il semble que le marché du travail ait cessé de se détériorer. La création d'emplois et les salaires ont commencé à prendre du mieux, et nous devrions constater une augmentation de la consommation des ménages dans les prochains mois.
- Nous maintenons à 2,8 %, d'ici la fin de l'année, notre prévision sur l'inflation. Après l'étonnante baisse de 50 points de base du taux directeur de la Banque centrale, nous n'entrevoions pas d'autres redressements à la baisse, à moins que les tensions externes se multiplient ou que la demande intérieure déçoive notre scénario de base.

LE POINT SUR LA CONJONCTURE MACROÉCONOMIQUE

Au T1 de 2019, la croissance du PIB a été plus lente qu'attendu, essentiellement en raison des surprises négatives dans les secteurs de l'exploitation minière, de l'agriculture et de la pêche. Par conséquent, la croissance du PIB au T1 s'est inscrite à 1,6 % sur un an, ce qui est inférieur au relevé préliminaire de 1,8 % sur un an. Malgré cette mauvaise surprise, l'activité fondamentale est restée vigoureuse et cadre toujours avec un taux de croissance du PIB aux alentours de 3,2 % pour 2019. Nous prévoyons une accélération correspondante durant le deuxième semestre de l'année, puisque la demande intérieure sera portée par l'investissement et que la vélocité de l'investissement sera, comme de coutume, fortement conditionnée par l'approbation des réformes politiques et par la stabilité de la balance commerciale. En définitive, le PIB a crû de 2,1 % sur un an en avril, grâce au grand dynamisme de l'activité non minière (0,3 % sur un mois en données désaisonnalisées). Le secteur des services est toujours le meneur; pourtant, l'industrie minière et l'activité économique en général donnent de meilleurs signes de vitalité (graphique 1).

Pour ce qui est de l'investissement, même si la croissance a été moindre qu'attendu, à 2,9 % sur un an au T1 de 2019, les perspectives d'ici la fin de l'année restent favorables. Dans les catégories de l'investissement, la machinerie et l'équipement ont largement répondu aux attentes au T1 de 2019; toutefois, la construction a inscrit une croissance stable. En outre, nous nous attendons à ce qu'une plus part de projets d'investissement se matérialise au deuxième semestre de 2019. De plus, le gouvernement a annoncé de nouvelles mesures de relance budgétaire pour accélérer l'investissement public, qui totalisera plus de 2 400 millions de \$US de dépenses pour 2019 et 2020.

La consommation des ménages n'a pas causé de mauvaises surprises considérables. La décélération des biens durables s'est matérialisée, comme nous l'avions prévu; toutefois, nous avons relevé une forte résilience, et même une accélération dans la consommation des services. Dans ce contexte, la consommation des ménages a progressé de 3,2 % sur un an, au T1 de 2019, ce qui est légèrement inférieur à ce qu'elle a avait été dans les trimestres précédents, avec une contribution annuelle de 2 points de pourcentage à la croissance du PIB. Les biens durables ont eu un impact négatif sur la croissance, en raison de la baisse des ventes de voitures, après avoir fracassé des records en 2018. Par contre, les biens non durables progressent à un rythme stable et semblent s'accélérer à la limite. Sur le marché du travail, il semble que la détérioration appartienne au passé (graphique 2). Le taux de chômage a atteint 7,1%, et les dernières statistiques publiées pour mai confirment la reprise dans la

RENSEIGNEMENTS

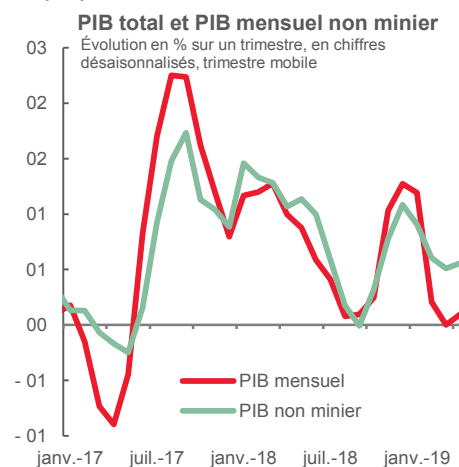
Carlos Muñoz Cárcamo, économiste
 56.2.2939.1026 (Chili)
 Scotiabank Chile
carlos.munoz@scotiabank.cl

Waldo Riveras, économiste principal
 56.2.2939.1495 (Chili)
 Scotiabank Chile
waldo.riveras@scotiabank.cl

Chili	2017	2018	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	1,5	4,0	3,2	3,2
IPC (% sur un an, fp)	2,3	2,6	2,8	3,0
Taux directeur banque centrale (% , fp)	2,50	2,75	2,50	3,25
Peso chilien (USDCLP, fp)	615	694	645	640

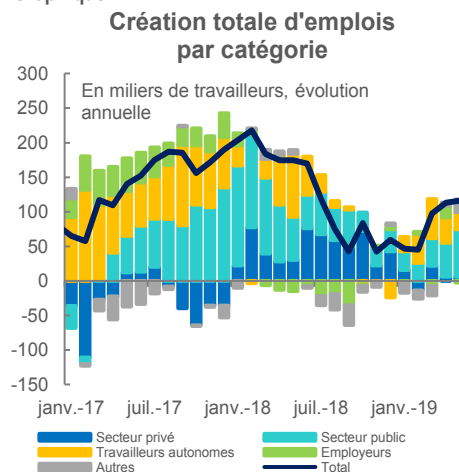
Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



Source : Banque centrale du Chili.

Graphique 2



Source : Bureau national de la statistique (INE).

création d'emplois, essentiellement chez les travailleurs autonomes et dans le secteur public, grâce à l'accélération des dépenses publiques contre-cycliques. Il s'agit, de concert avec la reprise des salaires et le bond des revenus des travailleurs, des principaux facteurs de la stabilisation de la consommation des ménages jusqu'à la fin de l'année.

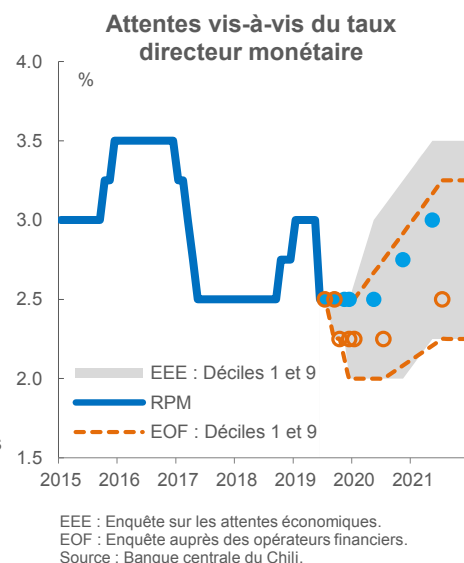
Dans l'ensemble, la reprise des salaires et la stabilisation des effets du peso chilien (CLP) (qui a été léthargique dans la première partie de l'année) devraient rapprocher l'inflation de ses moyennes statistiques à partir de juillet, dans les services comme dans le secteur des biens, en inversant le début d'année léthargique. À titre de rappel, au S1 de 2019, l'inflation fondamentale annuelle (qui exclut les aliments et l'énergie) a frôlé les 2 % plutôt que les 3 % (soit la cible inflationniste de la Banque centrale pour les deux prochaines années). Toujours est-il que nous maintenons notre prévision de 2,8% sur l'inflation d'ici la fin de 2019, puisque nous nous attendons à un certain effet haussier des services, des facteurs saisonniers et de la récente dévalorisation du CLP. Ces facteurs, de concert avec la hausse des cours du pétrole en raison de la multiplication des risques externes, devraient soutenir un taux d'inflation de 2,8 % pour 2019 et de 3,0 % pour 2020.

Au début de juin, la Banque centrale a pris de court le marché en réduisant le taux directeur de 50 points de base, pour le porter de 3,0 % à 2,5 %. La décision a été motivée par une nouvelle estimation du PIB potentiel (+25 points de base, pour atteindre 3,4 %), notamment en raison du plus fort courant d'immigration qui devrait accroître l'écart de production, du taux directeur monétaire neutre inférieur et de la réduction de l'estimation de la fourchette de croissance du PIB pour 2019 (qui passe de 3,0 % – 4,0 % à 2,75 % – 3,50 %). C'est ce qui a amené le conseil d'administration de la Banque centrale à rajuster les mesures de relance monétaire nécessaires, ce qui a effacé la hausse de 50 points de base du taux directeur du RPM entre octobre 2018 et janvier 2019. Contrairement aux attentes du marché, nous ne prévoyons pas de nouvelles baisses du taux directeur du RPM, sauf si le rendement de l'économie nous déçoit. En outre, si les risques qui émergent du scénario externe se réalisent, une baisse considérable des cours du cuivre et une correction correspondante du PIB mondial pourraient amener la BC à réduire à nouveau son taux directeur. Nous n'entrevoions pas cette éventualité dans notre scénario de base; c'est pourquoi nous nous attendons à ce que le processus de normalisation reprenne au troisième trimestre de 2020, comme nous l'avions prévu dans nos rapports précédents, et nous pensons que le taux directeur s'établira à 3,25 % en décembre 2020 (graphique 3).

Après avoir atteint 710 \$ en mai, en raison de la multiplication des incertitudes mondiales, le CLP s'est fortifié. Dans les dernières semaines, le peso chilien s'est valorisé à des niveaux proches de 680 CLP/USD, alors que le cuivre s'est stabilisé aux alentours de 2,7 \$US/livre et que le dollar US a baissé dans l'ensemble. Les niveaux actuels cadrent avec les fondamentaux à court terme; nous nous attendons toutefois à ce que le taux de change continue de se valoriser jusqu'à la fin de l'année. L'amenuisement des risques externes, le rebond du cours du cuivre à des niveaux aux alentours de 2,9 \$US/livre et la plus forte valorisation du dollar US mondialement, de concert avec de meilleurs résultats pour l'économie intérieure, nous autorisent à prévoir que le CLP tournera autour de 645 CLP/USD d'ici décembre 2019.

Les principaux risques qui pèsent sur l'activité économique proviennent du secteur externe, qui constitue une menace pour les exportations et la balance commerciale du Chili. Les cours du cuivre ont été stables dans les trois derniers mois; toutefois, les risques d'une correction en raison de l'escalade de la guerre commerciale ou d'une nouvelle léthargie de la Chine sont les premiers motifs de préoccupation. Pour l'économie intérieure, le risque est surtout politique : il s'agit de savoir si l'on pourra s'entendre pour approuver les réformes essentielles afin d'améliorer la croissance potentielle. Sous cet angle, l'administration de M. Piñera a remplacé six ministres de son Cabinet en juin, ce qui constitue un signe de souplesse et un important motif de préoccupation pour la consolidation de la croissance au-delà de 3 %.

Graphique 3



Royaume-Uni

- **Au Royaume-Uni, la croissance du PIB restera anémique en 2019 et en 2020. En effet, la multiplication des risques du Brexit et du commerce mondial continue de déprimer l'investissement des entreprises dans le Royaume alors que les gains des dépenses de consommation des ménages apportent à la croissance un soutien modéré.**
- **Nous nous attendons à ce que la Banque d'Angleterre garde son taux directeur inchangé à 0,75 % en 2019 et en 2020. Même si les pressions soutenues exercées par les salaires au Royaume-Uni sont en voie de porter l'inflation sur la cible à la fin de l'an prochain, la Banque restera probablement sur la touche en raison de l'incertitude prolongée du Brexit et parce que la plupart des grandes banques centrales tiennent un discours plus conciliant à la lumière des perspectives d'un ralentissement de la croissance mondiale.**

Puisque le déroulement du Brexit traîne en longueur et que les risques commerciaux se multiplient, l'économie du Royaume-Uni repose toujours sur un socle chancelant et n'offre guère de perspectives de hausse. Il n'y a eu quasiment aucun progrès dans le Brexit depuis que l'Union européenne a accepté, le 12 avril 2019, de décaler la sortie du Royaume-Uni au 31 octobre 2019. Dans le même temps, la menace américaine relativement brève de sanctions tarifaires sur les biens mexicains importés et le conflit commercial toujours sans solution de Washington avec la Chine continuent de mettre en lumière les risques de baisse énormes pour la croissance de l'économie mondiale. Nous continuons quand même de croire que les tensions entre les États-Unis et la Chine ne conduiront pas à une guerre commerciale à grande échelle.

Nous nous attendons à ce qu'en 2019, l'économie du Royaume-Uni progresse au rythme le plus lent depuis une dizaine d'années avant de reprendre un peu de mieux, mais qu'elle restera léthargique en 2020. Notre prévision de croissance de 1,1 % et de 1,2 % en 2019 et en 2020 respectivement suppose que le Royaume-Uni sortira de l'Union de façon ordonnée à l'échéance du 31 octobre 2019, même s'il est de plus en plus probable que la date cible du divorce soit à nouveau reportée, au premier semestre de l'an prochain. Or, la probabilité que le Royaume-Uni sorte de l'Union européenne sans accord en bonne et due forme s'est accrue dans les derniers mois, puisque Boris Johnson mène largement la course pour remplacer Theresa May comme premier ministre, le 24 juillet 2019. M. Johnson a pourtant affirmé que le Royaume-Uni sortira de l'Union européenne « coûte que coûte » avant l'échéance d'octobre; or, il a aussi déclaré que les probabilités d'un Brexit sans accord sont « d'un million contre une ». Nous restons optimistes et continuons de penser que M. Johnson finira par s'entendre sur les modalités de sortie avec l'Union européenne en raison des fortes turbulences économiques que provoquerait un Brexit sans accord. Le soutien mobilisé pour s'opposer à un Brexit sans accord est également à la hausse à la Chambre des communes à l'approche de l'échéance.

Au Royaume-Uni, l'investissement des entreprises devrait se contracter pour une deuxième année d'affilée en 2019, puisque les entreprises mettent en veilleuse leurs plans de dépenses en raison de la multitude de risques qui se dessinent à l'horizon et du ralentissement généralisé de la croissance mondiale. Les enquêtes auprès des entreprises permettent de constater que l'investissement est toujours aussi atonique en raison de l'incertitude qui pèse sur le commerce et le Brexit (graphique 1), alors que les pressions exercées sur l'utilisation de la capacité se sont calmées. Les commandes exportatrices se sont elles aussi détériorées sur fond de fléchissement de la croissance à l'étranger, notamment dans l'Europe continentale (graphique 1).

La consommation des ménages reste la seule bonne nouvelle dans l'économie du Royaume, grâce à des gains stables de l'emploi et à de fortes hausses de salaires. Malgré l'incertitude économique qui règne au Royaume-Uni, la croissance réelle des ventes au détail s'est accélérée à un rythme fulgurant depuis le milieu de 2018 (graphique 2). Les taux d'inoccupation des emplois ont atteint leur plus haut depuis qu'on a commencé à réunir les statistiques, puisque les entreprises continuent de faire appel au marché du travail pour accroître leur capacité de production, ce qui explique que la croissance réelle des salaires hebdomadaires évolue à un rythme qui n'a pas été aussi rapide depuis le début de 2016 (graphique 3).

RENSEIGNEMENTS

Juan Manuel Herrera, économiste

416.866.6781

Études économiques de la Banque Scotia

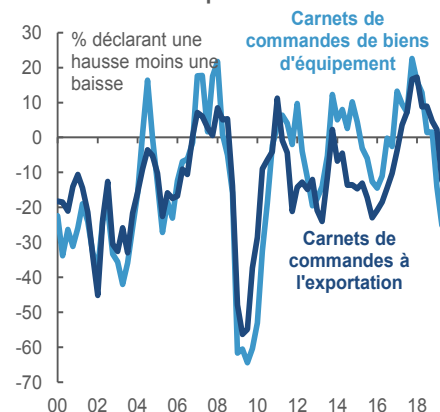
juanmanuel.herrera@scotiabank.com

Royaume-Uni	2017	2018	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	1,8	1,4	1,1	1,2
IPC (% sur un an, fp)	3,0	2,1	1,8	2,0
Taux directeur banque centrale (% , fp)	0,25	0,75	0,75	0,75
Livre sterling (GBPUSD, fp)	1,20	1,28	1,25	1,40

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1

Léthargie de l'investissement et des commandes exportatrices au R.-U.



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Commission européenne.

Graphique 2

Commerce de détail au Royaume-Uni : Trump mine la confiance



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Gfk, ONS.

Nous nous attendons aujourd'hui à ce que la Banque d'Angleterre laisse son taux directeur inchangé à 0,75 % en 2019-2020. Nos prévisions antérieures faisaient état d'une hausse de 25 points de base pour le deuxième trimestre de 2020. Nous nous attendons à ce que l'inflation du Royaume-Uni continue de suivre un parcours au ralenti en 2019 et qu'elle sous-cible l'objectif de la BoE dès la fin de 2020, de concert avec la baisse des cours de l'énergie et la diminution de l'impact de la dévalorisation antérieure de la livre sterling sur les prix intérieurs. Bien que l'inflation soit appelée à rebondir à la fin de l'an prochain en raison des pressions soutenues des salaires, il est improbable que la BoE enchaîne avec un durcissement de sa politique monétaire en raison des risques qui pèsent sur le commerce mondial, d'autant plus que d'autres grandes banques centrales adoptent un discours plus conciliant. Il se peut aussi que le Brexit reste sans solution au-delà de la fin de l'année.

Graphique 3


Zone euro

- En 2019, la zone euro inscrira sa croissance économique la plus faible depuis cinq ans sur fond de ralentissement de la croissance mondiale et de multiplication des risques commerciaux en raison des politiques protectionnistes de la Maison-Blanche.
- Puisque la croissance se ralentit et que l'inflation est nettement inférieure à la cible, nous nous attendons à ce que la BCE abaisse de 10 points de base, à -0,50 %, son taux de rémunération des dépôts à sa réunion de septembre, puis publie, à une date ultérieure, les détails d'un nouveau programme de rachat d'actifs à lancer au début de 2020.

L'économie de la zone euro est appelée à se ralentir pour connaître le rythme de croissance le plus lent depuis cinq ans : en effet, les perspectives des économies mondiales et intérieures fléchissent en raison de la montée du protectionnisme américain et des risques liés au Brexit. Nous nous attendons à ce que la croissance réelle du PIB dans la zone euro se ralentisse par rapport au rythme de l'an dernier, pour passer de 1,9 % à 1,1 % en 2019, puis à 1,3 % en 2020.

Puisque les États-Unis et la Chine se sont entendus sur un armistice dans l'imposition de nouvelles sanctions tarifaires sur les biens importés, les deux pays n'ont guère progressé sur un pacte concret qui mettrait fin à leur conflit commercial. Les exportations automobiles de l'Union européenne à destination des États-Unis risquent toujours d'être sanctionnées par des tarifs; le président Trump a récemment accusé la BCE de manipuler l'euro, « ce qui lui permet de livrer une concurrence injuste aux États-Unis ». Dans le même temps, les probabilités d'un Brexit sans accord se sont multipliées, puisque Boris Johnson mène le peloton des aspirants à la succession de Theresa May dans les fonctions de premier ministre.

Pour l'économie de la zone euro, les perspectives sont caractérisées par une évidente dichotomie entre la léthargie soutenue du secteur manufacturier et de la stabilisation de la croissance dans les services (graphique 1). La croissance de la production manufacturière reste en territoire négatif, après s'être brusquement ralentie depuis le début de 2018 à l'époque où les États-Unis ont commencé à imposer des sanctions tarifaires sur les produits d'acier et d'aluminium, mais aussi à cause des problèmes de production dans le secteur automobile du fait des nouvelles normes d'émissions des véhicules dans l'Union européenne. Par contre, l'industrie des services a repris une trajectoire ascendante dans les deux derniers trimestres grâce à la résilience des dépenses des ménages dans la foulée d'un ralentissement dans la dernière partie de 2018 notamment à la suite des manifestations des « gilets jaunes » en France et de la montée de l'incertitude politique en Italie.

Puisque la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine ne semble pas vouloir prendre fin de sitôt et qu'elle se répercute en même temps sur la confiance des entreprises et sur le volume des échanges commerciaux dans le monde, et aussi à cause de l'incertitude qui règne sur le Brexit, le secteur manufacturier de la zone euro pourrait se contracter en 2019 pour la première fois depuis la récession de 2011-2013. L'Allemagne, dont le secteur manufacturier représente plus du cinquième du PIB (graphique 2), est en voie d'être la plus grande perdante de la régression du commerce mondial : les nouvelles commandes de l'industrie allemande se contractent en chiffres annuels depuis 10 mois d'affilée.

Les taux d'utilisation de la capacité restent supérieurs à leur moyenne après la crise financière et devraient favoriser une augmentation des dépenses en immobilisations partout dans la zone euro (graphique 3) malgré les préoccupations suscitées par le commerce mondial. Il n'empêche que l'incertitude du Brexit et de l'économie mondiale limitera ce qui aurait normalement pu être une année très solide pour l'investissement des entreprises dans le secteur manufacturier. En 2019, les dépenses en immobilisations devraient quand même progresser à un rythme vigoureux en Espagne et dans les Pays-Bas, dont les cadences de

RENSEIGNEMENTS

Juan Manuel Herrera, économiste

416.866.6781

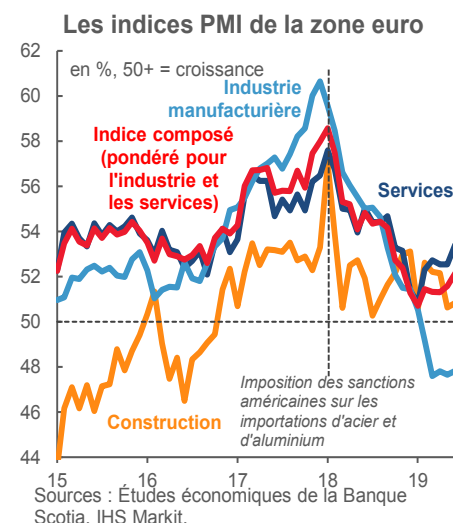
Études économiques de la Banque Scotia

juanmanuel.herrera@scotiabank.com

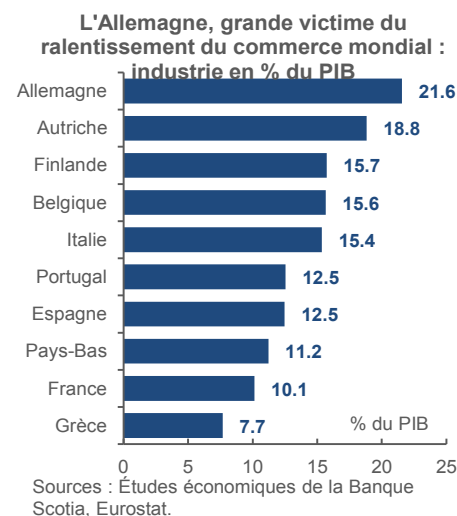
Zone euro	2017	2018	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	2,4	1,9	1,1	1,3
IPC (% sur un an, fp)	1,3	1,5	1,3	1,4
Taux de OPR de la Banque centrale (% fp)	0,00	0,00	0,00	0,00
Taux de dépôt de la Banque centrale (% fp)	-0,40	-0,40	-0,50	-0,50
Euro (EURUSD, fp)	1,18	1,15	1,15	1,24

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



Graphique 2



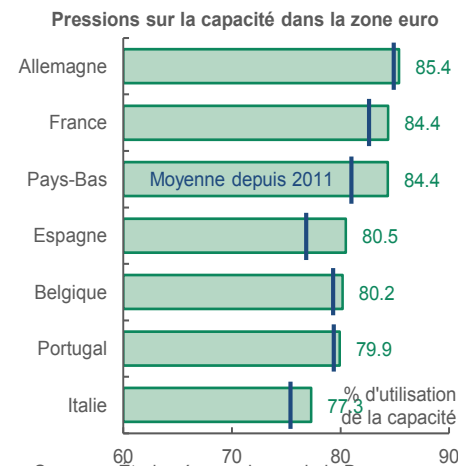
production restent très élevées après avoir augmenté rapidement ces dernières années. Or, en France et en Allemagne, les pressions sur la capacité se sont récemment apaisées en raison des replis de la production et de la multitude de risques qui se dessinent à l'horizon, ce qui pèsera sur la croissance de l'investissement.

Dans la zone euro, la croissance du PIB sera maintenue par la vigoureuse demande des ménages en raison des gains stables de l'emploi et de l'accélération des hausses de salaires, ce qui devrait compenser la baisse de la confiance des consommateurs de concert avec l'aggravation des perspectives économiques. Dans la zone euro, le taux de chômage est sur le point d'atteindre son creux d'avant la crise financière dans les mois à venir : la croissance de l'emploi dans le bloc s'est établie à une moyenne de 1,4 % sur un an depuis le T1 de 2018 (graphique 4), soit un point de pourcentage entier au-dessus de la croissance moyenne de 0,4 % sur un an de la population active dans la même période. Sur fond de taux de postes à pourvoir et de pénurie de main-d'œuvre sans précédent, la croissance des salaires dans la zone euro s'est brusquement accélérée pour atteindre son rythme le plus fulgurant depuis une dizaine d'années (graphique 5). Même si les prix devraient être tonifiés par la hausse des salaires (graphique 6), l'inflation de synthèse dans la zone euro restera probablement éloignée de la cible de la BCE, soit un peu moins de 2 %, puisque les coûts de l'énergie sont appelés à baisser sur l'horizon prévisionnel. Les salaires réels des employés — de concert avec la baisse de l'inflation et les solides gains de salaires — devraient étayer la production du secteur des services par rapport à la baisse de la production industrielle (graphique 7).

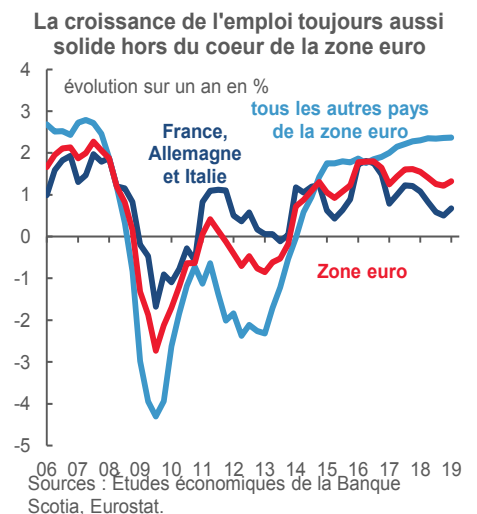
Nous nous attendons à ce que la BCE abaisse son taux de rémunération des dépôts, qui passera de -0,40 % actuellement à -0,50 %, à sa réunion de septembre en raison de léthargie soutenue de l'inflation et à la lumière des risques croissants pour l'économie du bloc. À sa réunion de juillet 2019, la Banque télégraphiera sans doute la probabilité d'une baisse des taux — qui pourrait intervenir en septembre —, la possibilité de déployer un nouveau programme d'assouplissement quantitatif et l'éventuelle mise en œuvre d'un système de paliers pour les réserves excédentaires des banques auprès de la banque centrale. Cette dernière mesure interviendrait sur fond de crainte que les taux négatifs sur les dépôts auprès de la banque centrale nuisent à la rentabilité des banques. Nous nous attendons à ce que la BCE annonce les détails de la phase suivante de ses rachats d'actifs d'ici la fin de l'année (à sa réunion de novembre ou de décembre) pour lancer le programme dès le début de 2020.

Actuellement à la tête du FMI, Christine Lagarde remplacera Mario Draghi à la direction de la BCE le 1^{er} novembre et restera probablement fidèle à l'actuel discours conciliant de la Banque. Or, les prévisions de la BCE pourraient être légèrement assombries dans les prochains mois, ce qui lierait effectivement les mains de M^{me} Lagarde au début de son mandat de huit ans.

Graphique 3



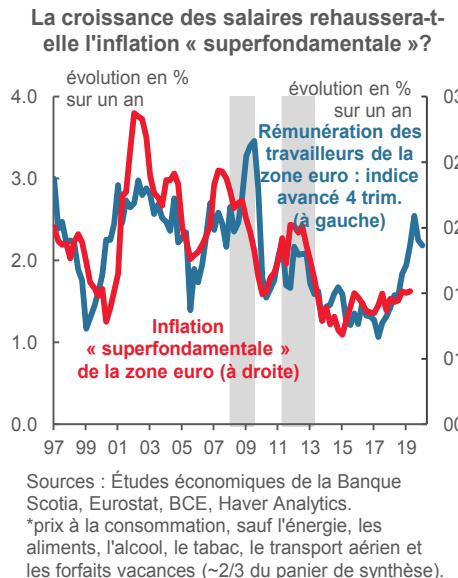
Graphique 4



Graphique 5



Graphique 6



Graphique 7



Chine

- La croissance de l'économie chinoise continuera de se ralentir graduellement, à mesure que fléchit la dynamique de la demande intérieure et extérieure.
- Les mesures de relance budgétaire et monétaire des décideurs empêcheront la croissance du PIB réel chinois de baisser en deçà de la cible officielle.

PERSPECTIVES DE CROISSANCE ÉCONOMIQUE

L'économie chinoise est aux prises avec un ensemble inexorable de forces qui viennent ralentir la croissance de son PIB : il s'agit des vents contraires que fait souffler la balance commerciale en raison du conflit sino-américain et de la léthargie de la croissance économique mondiale, de concert avec l'anémie de la dynamique de la demande intérieure. Toujours est-il que pour promouvoir la stabilité sociale, nous nous attendons à ce que l'administration chinoise reste fidèle à sa cible officielle de 6 %-6,5 % sur un an pour la croissance économique de 2019, ce qui invite les décideurs à réagir à la décélération de l'activité économique en adoptant d'autres mesures de relance budgétaire et monétaire. C'est pourquoi nous maintenons respectivement à 6,2 % et à 6,0 % nos prévisions de 2019 et de 2020 sur la croissance du PIB réel de la Chine (graphique 1).

Le conflit commercial sino-américain chronique a causé l'effondrement des exportations chinoises à destination des États-Unis (graphique 2). Dans le même temps toutefois, les livraisons chinoises ailleurs dans le monde ont relativement bien résisté à la léthargie de la demande mondiale, probablement grâce à la récente dévalorisation du yuan chinois. Bien que la trêve commerciale conclue entre le président américain Donald Trump et son homologue chinois Xi Jinping en marge du sommet des dirigeants du G20 à Osaka à la fin de juin soit une bonne nouvelle, nous nous attendons à ce que les prochaines négociations commerciales soient riches de défis en raison de la complexité des enjeux à débattre : la technologie, la cybersécurité, la protection de la propriété intellectuelle et l'accès aux marchés, entre autres. Quoi qu'il en soit, les deux parties profiteraient d'une amélioration concrète de leurs relations, puisque les acteurs du secteur privé insistent de plus en plus sur l'importance de s'entendre sur un pacte commercial satisfaisant de part et d'autre. Puisque les pourparlers s'éterniseront probablement dans les mois à venir, les sanctions tarifaires existantes de 25 % sur environ 250 G\$ US de biens chinois importés aux États-Unis continueront de peser sur les exportateurs chinois et sur le moral des entreprises. Ce facteur, de concert avec la léthargie de la dynamique de la demande mondiale et le retournement du cycle de l'électronique, continuera de se répercuter sur l'industrie manufacturière de la Chine. Effectivement, la production industrielle et la confiance du secteur manufacturier se sont amoindries considérablement ces derniers mois, malgré les mesures de soutien de l'État chinois — par exemple les baisses des taxes à la valeur ajoutée dans le secteur manufacturier.

La confiance flétrie et l'impact décalé des efforts de désendettement du gouvernement en 2017-2018 expliquent la léthargie de la demande intérieure. Malgré les gains fulgurants des revenus — les revenus disponibles réels ont crû de 6,8 % sur un an au premier trimestre — et la reprise des prix des logements (graphique 3), le consommateur chinois s'est serré la ceinture, comme en témoigne l'anémie des ventes au détail et des ventes d'automobiles (graphique 4). Toutefois, nous nous attendons à ce que les dépenses des ménages se relèvent considérablement d'ici la fin de l'année — puisqu'on peut déjà constater les signes d'une reprise dans les ventes d'automobiles — alors que l'administration privilégiera probablement des mesures de relance qui permettront d'assurer la transition de l'économie avec un modèle de croissance mené par la consommation des ménages, ce qui complètera les mesures de soutien déjà annoncées, par exemple le relèvement des seuils de l'impôt des particuliers et la hausse des limites de déduction.

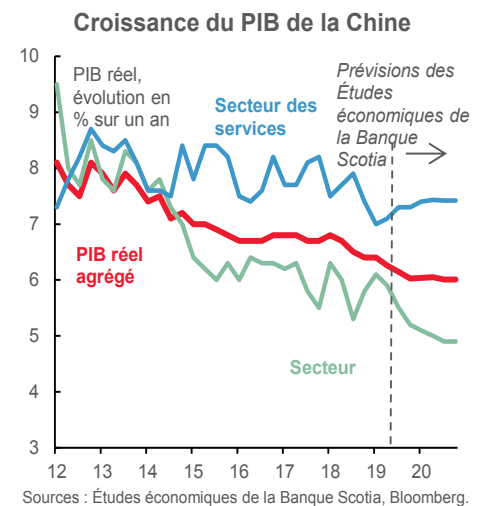
RENSEIGNEMENTS

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

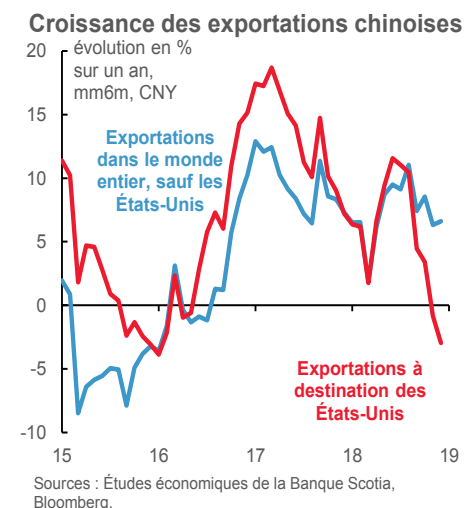
Chine	2017	2018	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	6,8	6,6	6,2	6,0
IPC (% sur un an, fp)	1,8	1,8	2,6	2,3
Taux directeur banque centrale (% , fp)	4,35	4,35	4,35	4,35
Yuan chinois (USDCNY, fp)	6,51	6,88	6,70	6,50

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



Graphique 2



La croissance de l'investissement dans les infrastructures en Chine continue de se ralentir en raison de la moindre confiance des entreprises et de l'impact retardé de normes de crédit plus rigoureuses suivant la mainmise de l'administration sur les activités bancaires de l'ombre dans les dernières années. Effectivement, la croissance annuelle de l'investissement dans les infrastructures dans le secteur industriel est en territoire négatif depuis le début de l'année, alors que le secteur des services a fait un peu mieux. Un timide relèvement se dessine, porté par les dépenses publiques (graphique 5) et qui vient ranimer l'investissement immobilier. L'administration chinoise encourage les gouvernements locaux à émettre des obligations à vocation particulière pour les projets d'infrastructure comme les autoroutes, le train à grande vitesse, les réseaux d'électricité et les installations gazières. Dans le même temps, l'assouplissement des règles sur l'achat des propriétés dans certaines villes et la baisse des taux de crédit hypothécaire étayent les prix des logements, ce qui entraîne une reprise dans les mises en chantier de logements.

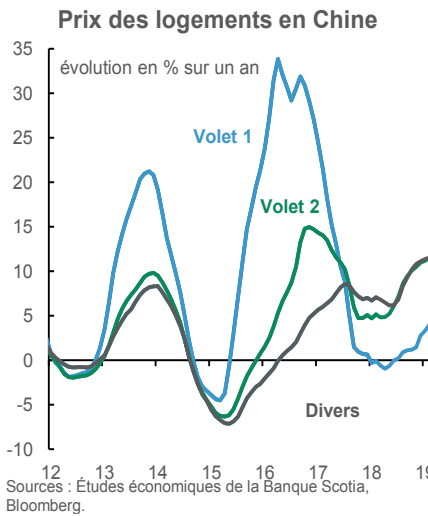
PERSPECTIVES DE L'INFLATION ET DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

L'inflation de synthèse en Chine s'est relevée ces derniers mois grâce à la hausse des prix du porc, qui frôle la cible de l'ordre de 3 % sur un an de l'État. Nous nous attendons à ce que l'inflation des prix à la consommation clôture l'année à 2,66 % sur un an avant de se réduire légèrement en 2020. Toujours est-il que les pressions des prix plus loin en aval de la chaîne de distribution sont beaucoup plus faibles, puisque les prix annuels des producteurs augmentent aujourd'hui de moins de 1 % sur un an. Les pressions inflationnistes maîtrisables devraient permettre à la Banque populaire de Chine (BPC) de continuer de tenir un discours monétaire conciliant en 2020.

Nous nous attendons à ce que la BPC déploie d'autres mesures de relance monétaire à court terme afin de relancer l'économie, qui tourne au ralenti. La banque centrale continuera d'inonder le système financier d'abondantes liquidités grâce à ses opérations sur le marché libre, aux réserves obligatoires et aux facilités de crédit permanentes et à moyen terme. Nous nous attendons à ce que la BPC réduise encore les ratios des réserves obligatoires des banques (par rapport au niveau actuel de 13,5 % pour les grandes banques) dans les prochains mois. En outre, la BPC pourrait emboîter le pas avec la baisse des taux attendue de la Fed américaine et redresser le taux de prise en pension à sept jours — qui se maintient à 2,55 % depuis mars 2018 — pour qu'il soit légèrement inférieur au troisième trimestre de 2019. Nous ne nous attendons pas à ce que la banque centrale dévalorise massivement le yuan chinois pour relancer l'économie. Bien que la valeur du CNY tienne de plus en plus compte des forces du marché — et qu'elle se soit dépréciée en raison des préoccupations qui planent sur le commerce —, la BPC continuera de penser que la valeur du yuan est un enjeu épineux dans les discussions commerciales avec les États-Unis.

Les efforts de désendettement des autorités chinoises se sont modérés avec l'intensification du conflit commercial sino-américain, ce qui a eu pour effet de hausser la croissance du crédit (graphique 6). Un des principaux objectifs de la politique officielle consiste à veiller à ce que les petites entreprises, les microentreprises et les entreprises privées aient mieux accès au financement. L'accès au crédit s'en remettra de plus en plus aux banques de l'État plutôt qu'aux entités bancaires de l'ombre. Dans l'ensemble, nous nous attendons à ce que la conjoncture monétaire de la Chine reste favorable à la croissance, mais circonspecte en 2020. La BPC est consciente des risques systémiques potentiels que pourrait provoquer le déversement de liquidités excessives dans l'économie, ce qui cadre avec l'évolution de la conjoncture après la crise financière mondiale.

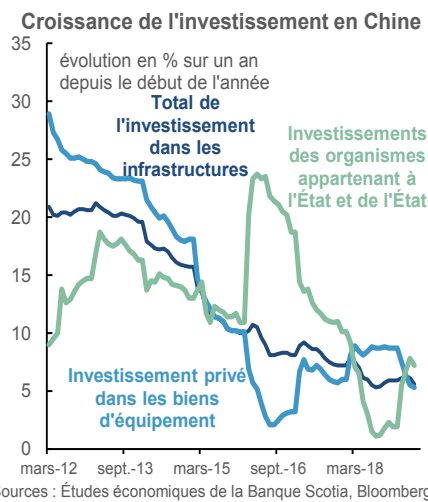
Graphique 3



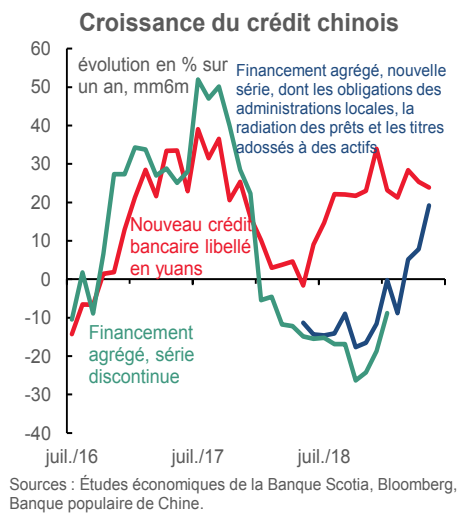
Graphique 4



Graphique 5



Graphique 6



Japon

- La dynamique du commerce international et la hausse planifiée de la taxe à la consommation dominent les perspectives de la croissance de l'économie japonaise.
- La politique monétaire ultraconciliante restera en vigueur sur fond d'inflation inférieure à la cible.

PERSPECTIVES DE CROISSANCE ÉCONOMIQUE

L'économie japonaise gardera probablement son timide rythme de croissance en 2020, puisque les gains du PIB réel cadreront essentiellement avec la croissance potentielle estimative de 0,7 % sur un an de l'économie. La production du pays a crû de 0,9 % sur un an au premier trimestre de 2019, après avoir progressé de 0,8 % dans l'ensemble de 2018 (graphique 1); nous nous attendons à ce que la croissance soit un peu plus faible à terme, puisqu'elle s'établira probablement à une moyenne de 0,8 % sur un an en 2019 et de 0,6 % en 2020. Parce que les incertitudes mondiales continuent de se multiplier, l'économie japonaise continuera d'être portée par la demande intérieure. Dans ce pays, le quasi-plein-emploi sur le marché du travail devrait étayer dans une certaine mesure les dépenses des ménages, même si le moral des consommateurs s'est nettement réduit dans l'année écoulée (graphique 2) et que les gains des salaires réels sont restés discrets. En outre, l'élan sera porté par les politiques budgétaires axées sur la croissance, la conjoncture financière conciliante et les bilans assainis des entreprises, qui devraient sous-tendre les perspectives de l'investissement des entreprises. Les prochains Jeux olympiques d'été de 2020 à Tokyo dynamiseront en outre l'activité d'investissement dans la prochaine année. Dans le même temps, deux facteurs dominants font planer des incertitudes sur les perspectives de l'économie : la dynamique du commerce mondial et la hausse programmée de la taxe à la consommation du Japon en octobre 2019.

Pour les exportateurs et le secteur industriel du Japon, les perspectives sont toujours assombries en raison de la léthargie de l'activité mondiale et de la dynamique du commerce international. Le volume des exportations du Japon s'est contracté de 6 % sur un an depuis le début de l'année (graphique 3), en raison de l'atonie de la demande en Asie et dans les pays de l'Union européenne. Le Japon est également exposé indirectement aux tensions sino-américaines, puisque le pays est fortement intégré dans les chaînes logistiques asiatiques, plus de la moitié des exportations japonaises étant constituées de biens intermédiaires. En outre, la menace de l'administration américaine d'imposer des sanctions tarifaires sur les automobiles et les pièces détachées importées représente un risque de baisse pour les perspectives de l'économie japonaise. En effet, 40 % des exportations japonaises à destination des États-Unis — deuxième grand marché exportateur du Japon après la Chine, puisque le pays de l'Oncle Sam achète 18 % du total des livraisons à l'étranger — sont constituées de véhicules et de pièces détachées. Pour éviter que le scénario tarifaire défavorable se matérialise, le Japon est en train de négocier avec les États-Unis. Ces deux pays visent à conclure un pacte commercial satisfaisant de part et d'autre d'ici la mi-novembre, soit l'échéance imposée par l'administration américaine.

L'augmentation du taux de la taxe à la consommation, qui passera de 8 % à 10 % en octobre, se répercutera sur la dynamique de la croissance à court terme du Japon. Nous nous attendons à ce que l'État aille de l'avant avec cette hausse de la taxe comme prévu — en supposant qu'il n'y aura pas de choc économique mondial majeur d'ici octobre — ce qui est essentiel pour placer les finances de l'État japonais sur un parcours plus durable. Nous nous attendons à ce que les ménages et les entreprises engagent des dépenses en prévision de cette hausse de la taxe, qui sera probablement suivie par une contraction des dépenses (et de la croissance du PIB réel sur un trimestre) dans le dernier trimestre de l'année. Toujours est-il que l'administration japonaise est aujourd'hui mieux préparée pour

RENSEIGNEMENTS

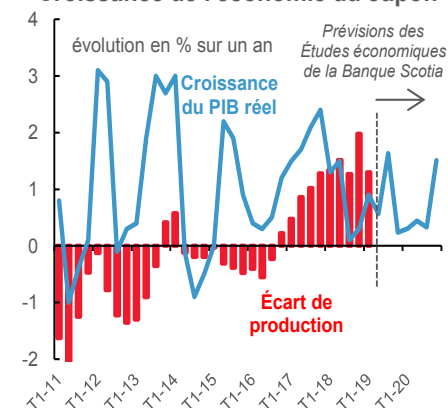
Tuuli McCully, premier directeur et chef,
Études économiques – Asie-Pacifique
 65.6305.8313 (Singapour)
 Études économiques de la Banque Scotia
tuuli.mccully@scotiabank.com

Japon	2017	2018	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	1,9	0,8	0,8	0,6
IPC (% sur un an, fp)	1,1	0,3	1,8	0,8
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

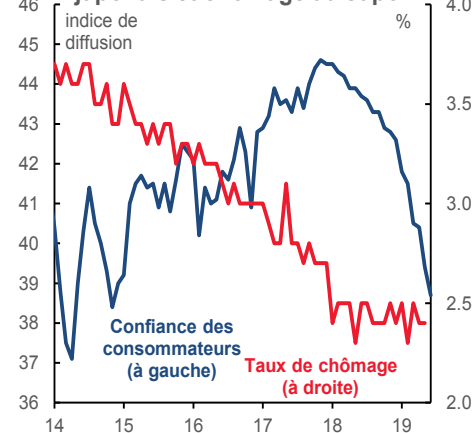
Croissance de l'économie du Japon



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Banque du Japon, Bloomberg.

Graphique 2

Confiance des consommateurs japonais et chômage au Japon



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

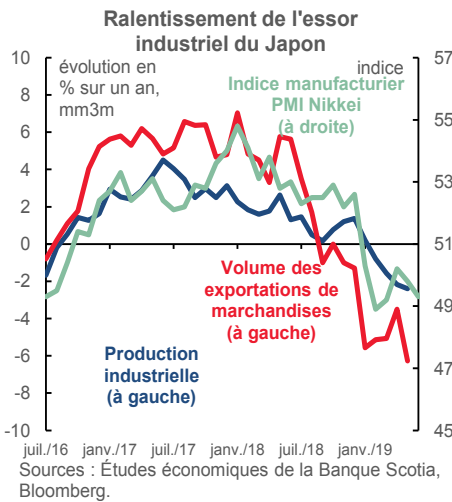
l'occasion qu'elle l'était en 2014 lorsqu'elle a porté de 5 % à 8 % le taux de cette taxe. Elle a prévu différentes mesures de compensation, par exemple des rabais et une aide pour les ménages à faible revenu, tandis que les produits alimentaires et les boissons seront exemptés de cette hausse de taxe. En outre, la moitié des recettes apportées par la hausse de taxes permettra d'accroître les dépenses consacrées à l'éducation.

PERSPECTIVES DE L'INFLATION ET DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

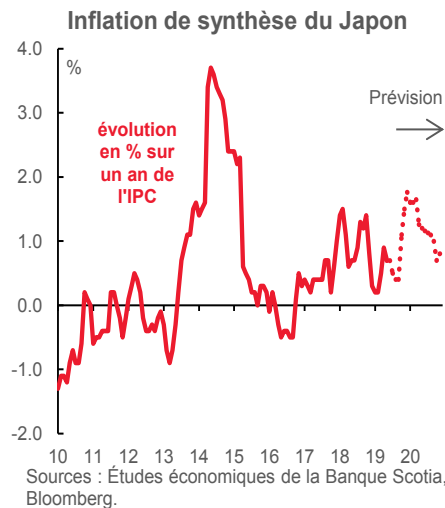
Les pressions inflationnistes sont appelées à rester faibles dans l'avenir prévisible; or, l'indicateur de synthèse inscrira un relèvement passager après la hausse de la taxe à la consommation (graphique 4). L'IPC hormis les produits alimentaires frais — l'indicateur de l'inflation privilégié de la Banque du Japon (BoJ) — s'établit aujourd'hui à moins de 1 % sur un an. Nous ne nous attendons pas à ce qu'il atteigne de sitôt la cible inflationniste de 2 % de la BoJ, puisqu'il n'y a toujours pas de pressions sur les prix portées par la demande en raison des gains discrets des salaires. En outre, un relèvement potentiel de la tolérance au risque mondialement, les ruées sur les valeurs refuges des actifs japonais et le parti pris du raffermissement du yen japonais (graphique 5) compliquent la prévision de l'inflation. Si le yen continue de se valoriser encore, par rapport au dollar américain, en deçà du seuil de 105 USD/JPY, les décideurs de la BoJ commenceront probablement à se sentir de plus en plus mal à l'aise à propos de la vigueur de la devise et de ses conséquences désinflationnistes.

Nous nous attendons à ce que la BoJ reste fidèle à son discours monétaire très conciliant en 2020 et dans les années suivantes, en enchaînant avec sa politique dite de l'« assouplissement monétaire quantitatif et qualitatif avec la maîtrise de la courbe des rendements ». Nous nous attendons à ce que la BoJ garde inchangés, pour l'heure, à -0,1 % et aux alentours de 0 % respectivement, le taux directeur à court terme et le taux cible des rendements des obligations à 10 ans. Sur fond de multiplication des incertitudes mondiales et de la dynamique de fin de cycle, nous notons que la marge de manœuvre de la politique monétaire de la BoJ est plutôt limitée. Si la BoJ doit relancer à nouveau l'économie dans les prochains trimestres, elle pourrait éventuellement fournir aux banques des fonds dans le cadre de son Programme de financement du crédit, en offrant un taux d'intérêt négatif, ce qui inciterait les banques à abaisser leurs taux de crédit. Ou encore, elle pourrait abaisser encore le taux d'intérêt négatif — par exemple à -0,2 % — et relever ses prévisions à terme, ou encore coordonner un programme commun plus ambitieux de relance budgétaire et monétaire.

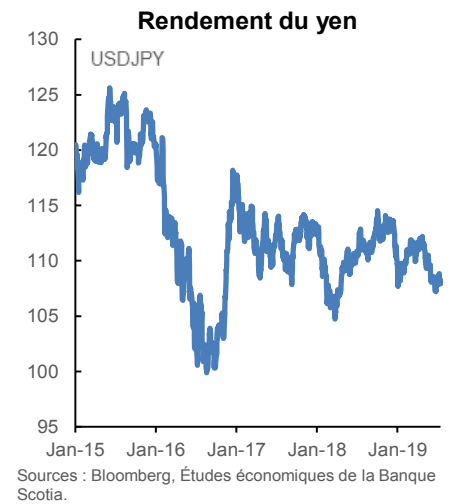
Graphique 3



Graphique 4



Graphique 5



Inde

- L'économie de l'Inde connaît actuellement un passage à vide généralisé.
- L'inflation léthargique ouvre la porte à d'autres mesures de relance monétaire d'ici la fin de l'année.
- Le nouveau gouvernement Modi reste fidèle à un discours budgétaire favorable à la croissance en continuant de s'engager à gérer les finances publiques avec circonspection.

PERSPECTIVES DE CROISSANCE ÉCONOMIQUE

L'économie de l'Inde donne des signes d'essoufflement. La croissance n'a crû que de 5,8 % sur un an au premier trimestre de 2019 par rapport à une hausse moyenne de 7,4 % sur un an en 2018 (graphique 1). Nous prévoyons que le PIB réel de l'Inde progressera de 6,5 % sur un an en 2019 dans l'ensemble. En 2020, la croissance du PIB réel devrait se relever légèrement, pour atteindre l'extrémité inférieure de la fourchette de croissance potentielle estimative de l'économie, soit 7 %-7,5 % sur un an.

L'actuel passage à vide est plutôt généralisé. La croissance de l'investissement et de la consommation des ménages se modère en raison de la moindre confiance des consommateurs et des entreprises, de la hausse des stocks et du ralentissement des intentions d'embauche. Dans le même temps, les exportations nettes continuent de peser sur l'économie alors que les gains des importations l'emportent sur les gains des exportations. La récente décision de l'administration américaine de mettre fin à la désignation de l'Inde comme pays en développement bénéficiaire, ce qui lui a valu un traitement commercial privilégié, aura des répercussions négatives sur les perspectives du commerce extérieur du pays. Toujours est-il que nous nous attendons à ce que les répercussions soient plutôt limitées pour l'ensemble de l'économie, puisque l'Inde est moins tributaire des exportations que les pays comparables de la région et que ses livraisons à destination des États-Unis n'interviennent que pour 2 % dans le PIB. Le ralentissement de la conjoncture de la demande mondiale et intérieure continue de se répercuter sur le secteur manufacturier de l'Inde et ses huit industries de base : l'électricité, la sidérurgie, les produits de raffinerie, le pétrole brut, le charbon, le ciment, le gaz naturel et les engrais (graphique 2).

Nous nous attendons à ce que les politiques monétaire et budgétaire conciliantes viennent étayer l'économie indienne dans les prochains trimestres. Les dépenses d'infrastructures soutenues, la baisse des taux d'intérêt et la stabilité politique attendue dans la période à venir devraient sous-tendre les perspectives de l'investissement, alors que l'évolution démographique favorable et les indicateurs budgétaires de l'État — comme la baisse des taux de TPS sur certains biens et les transferts de fonds aux entreprises agricoles de moindre envergure — devraient porter les dépenses des ménages. C'est pourquoi nous croyons que l'Inde pourra reconquérir, d'ici la fin de l'année, sa situation d'économie majeure dont la croissance est la plus fulgurante.

PERSPECTIVES DE L'INFLATION ET DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Les pressions sur les prix en Inde restent maîtrisables, puisqu'à l'heure actuelle, l'inflation de synthèse s'établit à un peu plus de 3 % sur un an, ce qui s'inscrit confortablement dans la fourchette cible inflationniste annuelle de 4 % \pm 2 % de la Reserve Bank of India (RBI). Dans les prochains mois, l'inflation frémira probablement graduellement à la hausse, ce qui viendra prolonger la tendance relevée depuis le dernier creux de 2 % sur un an en janvier (graphique 3). Il n'empêche que nous nous attendons à ce que les pressions sur les prix continuent de s'inscrire dans la fourchette cible de la banque centrale en 2020. Si l'inflation fondamentale — qui s'établit aujourd'hui à un peu plus de 4 % sur un an — reste supérieure à l'indicateur de synthèse, elle continue de donner des signes de modération.

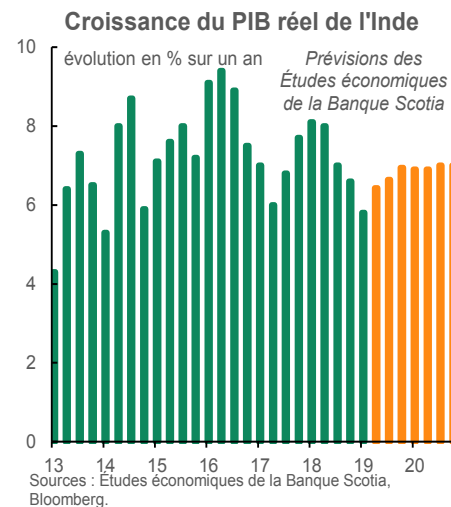
RENSEIGNEMENTS

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

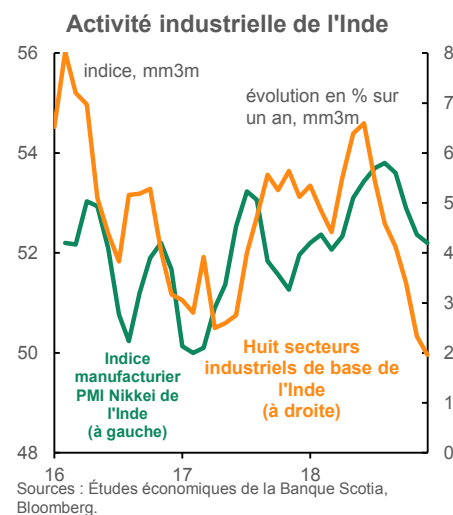
Inde	2017	2018	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	6,9	7,4	6,5	7,0
IPC (% sur un an, fp)	5,2	2,1	4,1	4,8
Taux directeur banque centrale (% , fp)	6,00	6,50	5,25	5,25
Roupie indienne (USDINR, fp)	63,9	69,8	68,0	66,0

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



Graphique 2



Nous continuons d'observer attentivement les signes d'inflation suivants : 1) la volatilité des marchés financiers et la pression potentielle sur la dévalorisation de la roupie indienne; 2) la volatilité des prix des aliments; 3) l'évolution des cours du brut dans le monde entier; 4) le ralentissement soutenu de l'activité mondiale, qui pourrait donner lieu à une léthargie des prix des produits de base et à des pressions sur les prix en raison de l'anémie de la demande; et 5) la mousson dans le Sud-Ouest (de juin à septembre), dont les précipitations restent nettement inférieures à la normale au moment d'écrire ces lignes. L'impact de la mousson sur les prix est double : la sécheresse haussera probablement les prix des aliments, alors que les revenus des agriculteurs, durement touchés, pourraient avoir pour effet de provoquer une plus forte léthargie de l'inflation portée par la demande.

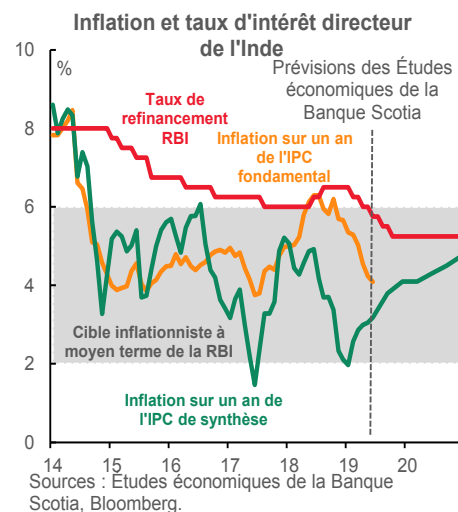
La RBI continue de consacrer d'autres efforts à la relance de l'économie indienne. Suivant la réunion bimensuelle du Comité de la politique monétaire du 4 au 6 juin 2019, le taux de mise en pension repère a été abaissé de 25 points de base à 5,75 %, ce qui correspond à une troisième réduction consécutive du taux directeur (graphique 3). La RBI a également changé son discours monétaire conciliant pour se faire plus neutre, ce qui télégraphie de nouvelles baisses de taux possibles à terme. En raison de la dynamique inflationniste léthargique et du ralentissement de la croissance économique à l'heure actuelle, nous nous attendons à ce que la RBI décide d'une autre baisse de 25 points de base à sa réunion monétaire du 7 août 2019, puis à ce qu'elle enchaîne avec une autre baisse dans les derniers mois de 2019.

PERSPECTIVES POLITIQUES ET CONJONCTURE DES POLITIQUES OFFICIELLES

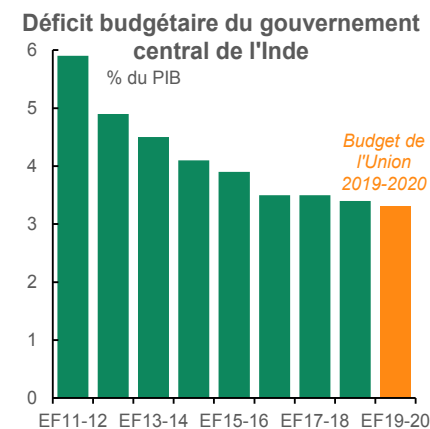
L'Inde a mené à terme, en mai 2019, les sept étapes de ses élections générales. Le parti Bharatiya Janata (BJP) du premier ministre Narendra Modi a remporté la majorité unipartite, en s'adjugeant 303 sièges parmi les 545 fauteuils au Parlement. L'Alliance démocratique nationale menée par le BJP occupe désormais 353 sièges. Le résultat des élections témoigne de la stabilité politique et de la continuité des politiques dans les trimestres à venir, ce qui sous-tendra la confiance des investisseurs dans les actifs de l'Inde. En outre, le résultat devrait permettre au BJP de se consacrer à la mise en œuvre de réformes structurelles. Si l'administration devait réussir à mener à bien les réformes du travail et du domaine foncier, il est probable que le moral des entreprises et l'investissement en Inde se portent beaucoup mieux, ce qui sous-tendrait les perspectives de croissance à plus long terme de l'économie. Il n'empêche que nous constatons que la probabilité d'une avancée substantielle sous cet angle reste limitée à court terme.

Le discours de la politique budgétaire de l'État est circonspect, mais favorable à la croissance. Le budget de l'Union pour l'exercice 2019-2020 (d'avril à mars) a été publié le 5 juillet 2019; il s'agit d'un périlleux exercice d'équilibriste entre la promotion de la confiance des investisseurs sur la viabilité budgétaire de l'Inde et la relance de la demande intérieure en ranimant l'investissement et en étayant l'économie rurale. Le déficit du budget du gouvernement central pour l'EF 2019-2020 devrait se réduire à 3,3 % du PIB, contre 3,4 % pour l'exercice budgétaire précédent (graphique 4). Le Budget intermédiaire, qui a été dévoilé en février 2015 en prévision des élections générales, avait modifié le déficit prévisionnel de l'EF 2019-2020, passé de 3,1 % à 3,4 % du PIB, puisque le gouvernement souhaitait relancer sa popularité en augmentant les dépenses. Compte tenu du ralentissement de la croissance économique de l'Inde et de la pression à la baisse qu'il fait peser sur les recettes fiscales, nous pensons que la cible du déficit de l'État pourrait être à risque. Il n'empêche qu'une partie de la hausse des dépenses publiques pourrait être financée par un transfert, au gouvernement, des réserves excédentaires considérables de la RBI; or, on n'a toujours pas rendu de décision finale sur cette manœuvre. C'est pourquoi l'incertitude reste exacerbée quant à la trajectoire des finances publiques de l'Inde, ce qui laisse la roupie indienne vulnérable à l'évolution du moral des investisseurs et de leur tolérance au risque.

Graphique 3



Graphique 4



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, FMI, ministère des Finances de l'Inde.

Corée du Sud

- La croissance de l'économie sud-coréenne, tributaire des exportations, perd de la vitesse.
- Les politiques budgétaire et monétaire sont appelées à devenir plus favorables à la croissance, tandis que les pressions inflationnistes restent léthargiques.

PERSPECTIVES DE CROISSANCE ÉCONOMIQUE

L'économie sud-coréenne donne des signes de ralentissement : la production a fléchi au premier trimestre de 2019 (-0,4 % sur un trimestre et + 1,6 % sur un an). Bien que nous ne nous attendions pas à ce que l'économie s'enlise dans une récession, pour enchaîner avec une deuxième baisse trimestrielle d'affilée du PIB réel, cette léthargie nous a amenés à réviser à la baisse nos prévisions sur la croissance sud-coréenne. Nous nous attendons aujourd'hui à ce que le PIB réel du pays croisse de 2,0 % sur un an en 2019 (contre 2,4 % auparavant) et de 2,7 % en 2020 (contre 2,8 %).

Tributaire des exportations, l'économie sud-coréenne se ressent de l'impact de la léthargie de la demande mondiale (graphique 1), des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine, et du fléchissement chronique du secteur mondial des semi-conducteurs, qui s'explique par la baisse de la demande chinoise et du cycle de remplacement plus long des téléphones intelligents. En outre, si l'administration américaine décide d'imposer des sanctions tarifaires sur les importations d'automobiles — sans consentir d'exemption à la Corée du Sud — d'ici à l'échéance qu'elle s'est elle-même imposée à la mi-novembre, les perspectives de l'économie sud-coréenne seraient fortement bousculées, puisque 30 % des exportations du pays à destination des États-Unis sont constituées de véhicules et de pièces détachées.

La demande intérieure jouera un rôle prépondérant dans les perspectives de l'économie sud-coréenne. Si le marché du travail s'est en quelque sorte ralenti dans les derniers mois, les dépenses de consommation seront étayées par les hausses récentes des salaires minimums (de 16,4 % en 2018 et de 10,9 % en 2019). L'investissement dans la construction et dans les installations devrait rester discret en raison des inquiétudes qui pèsent sur la conjoncture économique intérieure et mondiale; pourtant, le discours monétaire conciliant de la Banque de Corée (BoK) devrait apporter l'aide nécessaire à l'investissement du secteur privé. En outre, la politique budgétaire expansionniste de l'État est appelée à jouer un rôle prépondérant en maintenant l'économie sur une trajectoire de croissance satisfaisante.

PERSPECTIVES DE L'INFLATION ET DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Les pressions inflationnistes devraient rester contenues dans l'avenir prévisible. Au niveau des données de synthèse, les gains de prix continuent d'évoluer légèrement en deçà de 1 % sur un an, et l'on s'attend à un modeste relèvement d'à peine 1,2 % sur un an d'ici la fin de l'année (graphique 2). Si la baisse actuelle de la taxe sur les achats de voitures neuves est appelée à expirer à la fin de l'année, l'inflation de synthèse augmentera probablement l'an prochain. Toujours est-il que nous ne nous attendons pas à ce que l'inflation atteigne la cible de 2 % sur un an de la BoK d'ici la fin de 2020.

De concert avec la tendance régionale, la BoK s'est faite en quelque sorte plus conciliante récemment. Bien que cette banque centrale continue de surveiller les risques liés à la stabilité financière et au fort endettement des ménages, nous croyons qu'elle assouplira la conjoncture monétaire dans le proche avenir. Nous nous attendons à ce que la BoK abaisse le taux de base de 25 points de base à 1,50 % — ce qui inversera la hausse de novembre 2018 — peu de temps après que la Réserve fédérale américaine ait réduit son taux d'intérêt directeur. Il n'empêche que nous ne nous attendons pas à ce que la BoK adopte un discours d'assouplissement monétaire ambitieux, puisque le maintien de la stabilité financière reste une priorité pour ses décideurs.

RENSEIGNEMENTS

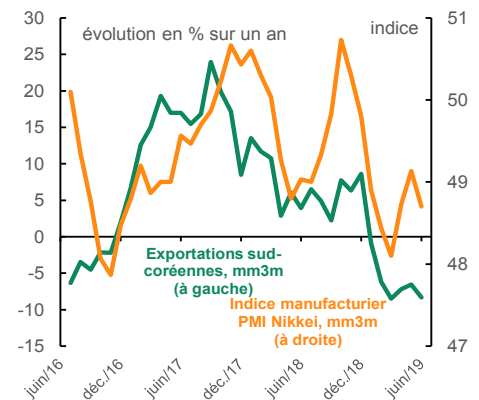
Tuuli McCully, premier directeur et chef, Études économiques – Asie-Pacifique
65.6305.8313 (Singapour)
Études économiques de la Banque Scotia
tuuli.mccully@scotiabank.com

Corée du Sud	2017	2018	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	3,2	2,7	2,0	2,7
IPC (% sur un an, fp)	1,4	1,3	1,2	1,6
Taux directeur banque centrale (% fp)	1,50	1,75	1,50	1,50
Won sud-coréen (USD/KRW, fp)	1 067	1 116	1 140	1 100

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1

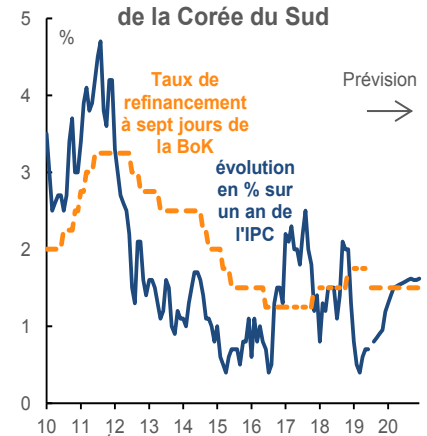
Exportations et confiance du secteur manufacturier de la Corée du Sud



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 2

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



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Australie

- La croissance de l'économie australienne devrait glisser en deçà du potentiel; or, la récession reste improbable.
- Les décideurs déploieront probablement d'autres mesures de relance pour ranimer l'économie.

PERSPECTIVES DE CROISSANCE ÉCONOMIQUE

L'économie australienne bascule dans une trajectoire de croissance économique légèrement inférieure en raison des inquiétudes qui pèsent sur la croissance mondiale, de la léthargie de la dynamique du commerce international et du ralentissement de la demande intérieure. Par rapport au gain de 2,8 % du PIB réel comptabilisé en 2018, nous nous attendons à ce que la croissance de la production s'établisse à une moyenne de 2,4 % sur un an en 2019-2020 (graphique 1), ce qui sera inférieur au potentiel de 2,75 % sur un an de l'économie. Du fait des solides fondamentaux économiques de l'Australie et de ses leviers politiques suffisants pour se protéger même contre un choc retentissant, nous pensons que la probabilité que l'économie australienne tombe en récession dans l'avenir prévisible reste très faible.

Le secteur des exportations australiennes sera malmené par le ralentissement de la croissance de l'économie mondiale; or, la Chine — marché le plus important de l'Australie — continue de jouer le rôle prépondérant dans la détermination des perspectives du commerce extérieur. Effectivement, la Chine achète presque 40 % du total des exportations australiennes et plus de 80 % des livraisons du principal produit exporté : le minerai de fer. La dévalorisation du dollar australien, l'amélioration de la balance commerciale (soit le rapport entre les prix à l'exportation et les prix à l'importation) et les plans de l'administration chinoise pour la relance des dépenses d'infrastructure — et, partant, de la demande de produits de base du pays — pourront en partie effacer la dynamique défavorable qui découle de la léthargie de la demande mondiale.

La demande intérieure de l'Australie continuera d'être portée par les dépenses de consommation, elles-mêmes étayées par la solide dynamique du marché du travail (graphiques 2 et 3), les baisses d'impôt sur le revenu récemment adoptées et la forte croissance de la population. Toujours est-il que nous nous attendons à ce que le marché du travail se ralentisse légèrement dans les prochains trimestres. En outre, le fort endettement des ménages, l'anémie de la croissance des revenus réels ces dernières années et le coup de froid qui continue de paralyser le marché de l'immobilier résidentiel feront en sorte que le consommateur restera plutôt prudent. Nous continuons de penser que les risques de baisse qui s'expliquent par l'évolution du marché du logement sont réduits par les faibles taux d'intérêt de l'Australie, son marché du travail toujours aussi vigoureux, la forte qualité de son crédit et son immigration nette chronique. Nous nous attendons à ce que le marché de l'immobilier résidentiel se stabilise au deuxième semestre de 2019, en tenant compte du fait que les baisses de prix mensuelles continuent de se réduire (graphique 4).

L'investissement australien sera probablement façonné par la conjoncture internationale : la confiance des entreprises et les intentions d'investissement du secteur privé sont appelées à rester modérées, puisque les inquiétudes sur l'économie mondiale continuent de se multiplier. Nous nous attendons à ce qu'en raison de la baisse des prix de l'immobilier résidentiel, l'investissement dans l'habitation reste terne dans les trimestres à venir, alors que les dépenses d'infrastructure soutenues et l'investissement relancé dans le secteur des ressources — après des années de contraction — devraient étayer dans une certaine mesure la croissance économique.

L'Australie dispose d'une marge de manœuvre budgétaire considérable pour mieux soutenir l'économie au besoin. Le gouvernement libéral-national de centre droit, mené par le premier

RENSEIGNEMENTS

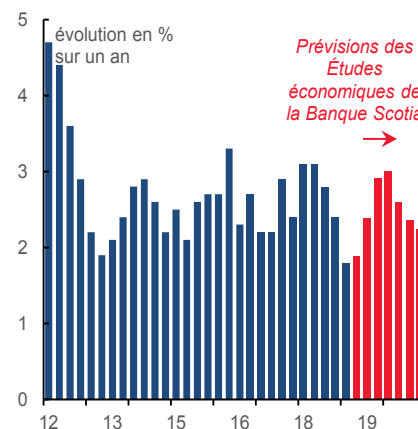
Tuuli McCully, premier directeur et chef,
Études économiques – Asie-Pacifique
 65.6305.8313 (Singapour)
 Études économiques de la Banque Scotia
tuuli.mccully@scotiabank.com

Australie	2017	2018	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	2,4	2,8	2,3	2,6
IPC (% sur un an, fp)	1,9	1,8	1,6	1,9
Taux directeur banque centrale (% , fp)	1,50	1,50	0,75	0,75
Dollar australien (AUDUSD, fp)	0,78	0,70	0,75	0,78

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1

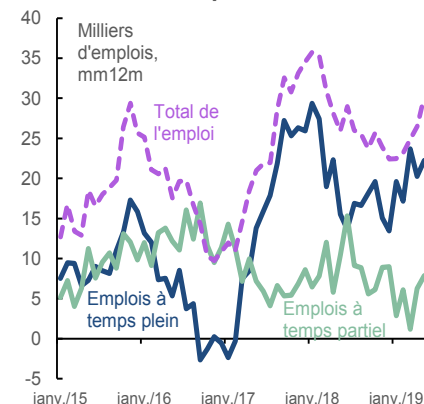
Croissance du PIB réel de l'Australie



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 2

Gains de l'emploi en Australie



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

ministre Scott Morrison — qui a remporté un troisième mandat au pouvoir après le scrutin fédéral de mai 2019 — continue de s'engager à veiller à ce que le budget soit excédentaire dans l'exercice 2019-2020 (de juillet à juin). Toujours est-il que nous tenons à préciser que si les pressions à la baisse sur l'économie s'intensifient, le discours budgétaire de l'État se fera plus conciliant — par exemple en reportant des baisses d'impôt et des dépenses d'infrastructure — pour compléter les efforts de relance monétaire de la Banque d'Australie (RBA).

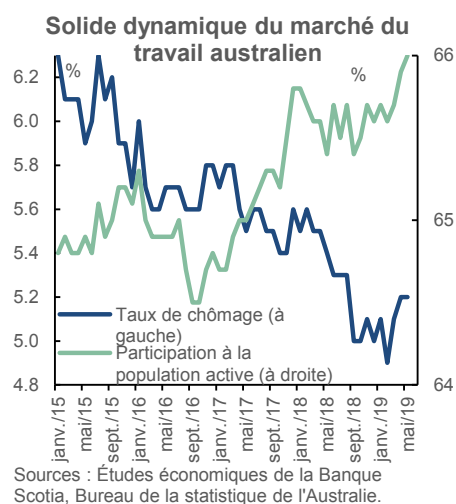
PERSPECTIVES DE L'INFLATION ET DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

La RBA adopte des mesures vigoureuses pour étayer l'économie. La banque centrale a abaissé son taux d'intérêt directeur de 25 points de base en juin et en juillet, pour le porter de 1,50 % à 1,00 % — il s'agit d'un nouveau creux sans précédent (graphique 5). La décision d'alléger la conjoncture monétaire au cours de deux réunions consécutives met en lumière les inquiétudes des autorités monétaires sur les perspectives économiques de l'Australie. Le gouverneur de la RBA, Philip Lowe, a fait savoir que la décision d'abaisser le taux d'intérêt directeur était justifiée par l'obligation d'étayer la croissance de l'emploi et de relancer la confiance pour que l'inflation revienne, à moyen terme, sur la cible annuelle de 2 %-3 % de la RBA.

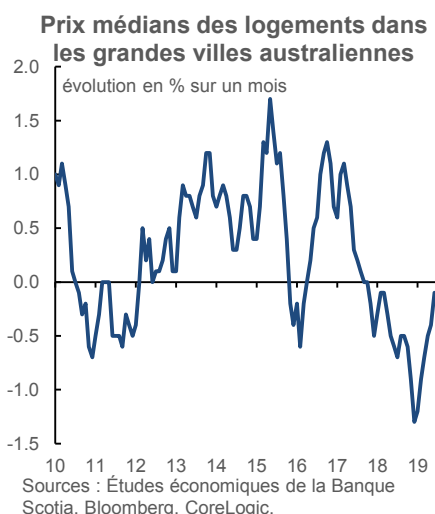
Les autorités monétaires australiennes ont mis en exergue les risques liés à l'économie mondiale et à l'économie intérieure. Ils ont fait observer que l'incertitude que font planer les conflits commerciaux et technologiques pèse sur les perspectives d'investissement : les risques mondiaux basculent à la baisse. L'économie australienne donne des signes de ralentissement avec le creusement de l'écart de production; les gains de l'emploi devraient se modérer dans les prochains trimestres, même s'ils partent de niveaux supérieurs à la moyenne, et l'inflation est chroniquement faible. L'inflation de synthèse évolue en deçà de la cible de la RBA, puisque les prix n'ont crû que de 1,3 % sur un an au premier trimestre de 2019 en raison de la baisse des prix de l'essence, des modestes gains de prix liés au logement et de l'anémie des gains de salaires. Nous nous attendons à ce que les pressions exercées sur les prix par la demande restent essentiellement absentes sur notre horizon prévisionnel; or, les effets de base rapprocheront probablement l'inflation de synthèse de la barre des 2 % au début de 2020 (graphique 5).

La RBA a fait savoir qu'elle est prête à assouplir encore sa politique monétaire s'il le faut. Le gouverneur Lowe a précisé que l'évolution du marché du travail jouerait un rôle prépondérant dans l'orientation des décisions à prendre. Nous nous attendons à ce que la RBA surveille la conjoncture pendant quelques mois. En supposant que le marché du travail ne parvienne pas à se fortifier à court terme, une autre baisse de 25 points de base s'enchaînera probablement dans les derniers mois de 2019. Toujours est-il que nous tenons à préciser que l'impact d'un assouplissement de la politique monétaire sera essentiellement limité à la relance de la confiance. La transmission, dans l'économie réelle, des décisions de la politique monétaire devrait rester plutôt modeste en raison des taux d'intérêt déjà faibles dans l'économie, du fort endettement des ménages et de la correction coriace des prix du logement.

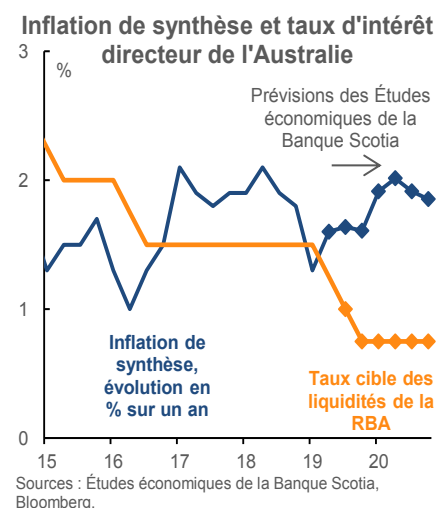
Graphique 3



Graphique 4



Graphique 5



Produits de base

MALGRÉ LA MOROSITÉ DE LA CONJONCTURE, LES FONDAMENTAUX OUVERT LA PORTE À LA STABILITÉ

- L'économie mondiale reste fondamentalement vigoureuse; or, l'incertitude induite par la guerre commerciale continue de peser sur l'investissement et sur l'humeur des marchés, en favorisant les actifs risqués comme les produits de base.
- À notre avis, la conjoncture économique s'améliorera au deuxième semestre de 2019, et une rationalisation de la conjoncture exagérément baissière devrait étayer les cours des produits de base industriels comme le cuivre pour les ramener à des niveaux justifiés par le durcissement des fondamentaux (graphique 1).
- Les cours du pétrole devraient continuer d'évoluer dans une certaine fourchette et rester ancrés aux alentours de 55 \$ le baril (WTI) jusqu'à la fin de 2020 en raison du léger ralentissement de la croissance de la demande, attribuable à l'investissement paralysé par l'incertitude commerciale, la croissance toujours aussi forte de l'industrie américaine des hydrocarbures de schiste et la rigueur soutenue de la production de l'OPEP+.
- La plupart des métaux industriels subissent les contrecoups de la pression baissière que fait peser la morosité de la conjoncture macro-économique, et les cours devraient augmenter pour atteindre des niveaux qui tiennent mieux compte de l'équilibre physique tendu jusqu'en 2020, alors que les marchés du minerai de fer se rétablissent des importantes ruptures de l'offre au Brésil et en Australie et que les prix devraient se modérer dans les 18 prochains mois.
- Les cours de l'or devraient continuer de culminer au S2 de 2019 et se rétablir tendanciellement aux alentours des 1 300 \$ l'once d'ici la fin de 2020 lorsque les attentes vis-à-vis des taux d'intérêt reviendront à la normale, ce qui donnera lieu à des cours moyens annuels de l'ordre de 1 350 \$ l'once jusqu'en 2019-2020.

L'économie mondiale reste fondamentalement vigoureuse; or, l'incertitude liée à la guerre commerciale que se livrent maintenant depuis un an les États-Unis et la Chine continue de peser sur l'investissement et sur l'humeur des marchés. Le léger ralentissement de l'économie mondiale est venu freiner les attentes vis-à-vis de la demande de produits de base industriels, alors que les baisses de taux de la Réserve fédérale américaine devraient désormais relancer temporairement les cours de l'or. L'économie mondiale devrait s'améliorer graduellement au sortir de 2020, et les cours des métaux industriels comme le cuivre devraient s'apprécier en raison du quasi-équilibre entre l'offre et la demande et d'un inflexionnement de la conjoncture baissière. Les cours du pétrole devraient continuer de s'inscrire dans le milieu des 50 \$ jusqu'à la fin de 2020 alors que les marchés atteindront l'équilibre entre la croissance de l'industrie des hydrocarbures de schiste et le contingentement de la production de l'OPEP+ avant de se relever pour atteindre les 60 \$ le baril.

STABILITÉ DU PÉTROLE MALGRÉ LA VOLATILITÉ DANS LES DEUX COLONNES DU GRAND-LIVRE MONDIAL

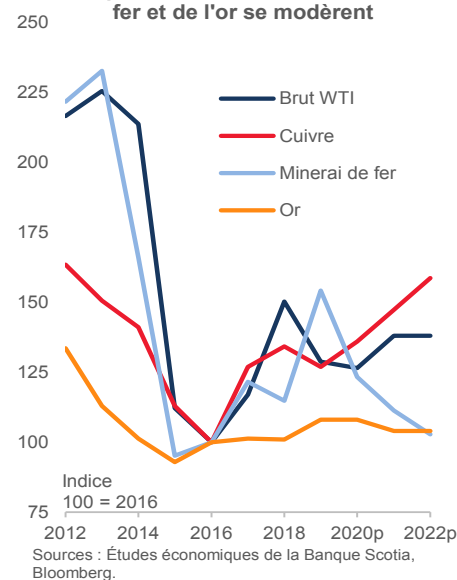
Le pétrole est resté enlisé dans la fourchette de 2019 entre 50 \$ et 65 \$ le baril (WTI) alors que les marchés ont hésité entre les inquiétudes macroconjoncturelles et les fortes turbulences de l'offre. La conjoncture baissière peut s'expliquer par les cours relativement stables malgré les baisses statistiquement fortes de l'offre en raison des sanctions tarifaires en Iran et au Venezuela, sans oublier les tensions encore plus avivées entre les États-Unis et l'Iran, ponctuées à une époque très récente par le tir qui a abattu un drone des forces aériennes américaines de 130 millions de dollars, ce qui aurait, dans n'importe quelle autre période, fait flamber spectaculairement les primes de risque. **Le léger ralentissement de la croissance de la demande en raison de l'investissement paralysé par l'incertitude commerciale, la croissance toujours aussi forte de l'industrie américaine des hydrocarbures de schiste et la rigueur soutenue de l'OPEP+ devraient maintenir l'équilibre en léger déficit (graphique 2) et les prix devraient rester stables et continuer de graviter aux niveaux actuels, en atteignant une moyenne de l'ordre de 55 \$ le baril d'ici la fin de 2020.**

RENSEIGNEMENTS

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

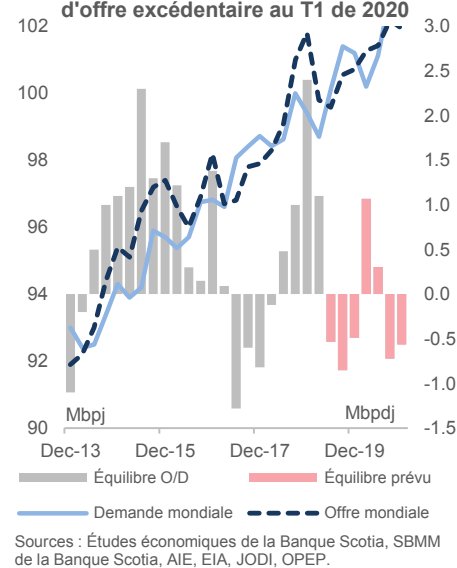
Graphique 1

Le pétrole et les métaux de base en hausse jusqu'à la fin de 2020, pendant que les cours du minerai de fer et de l'or se modèrent



Graphique 2

Le marché du pétrole devrait temporairement basculer en territoire d'offre excédentaire au T1 de 2020



La demande mondiale de pétrole, qui ne cesse d'augmenter, est toujours largement tributaire de l'Inde, dont la croissance se rétablit, et de la Chine, dont la demande de carburant — surtout le diésel — dégringole sur fond de ralentissement, induit par la guerre commerciale, dans l'investissement et l'activité manufacturière, et a continué de peser lourdement sur la croissance de la demande dans l'ensemble au premier trimestre de 2019. Nous nous attendons à ce que la croissance de la demande mondiale se réaccélère à 1,7 Mbpj sur un an au S2 de 2019 avant de se modérer, de sorte que la croissance annuelle de la demande piétinera, à 1,3 Mbpj, en 2019-2020.

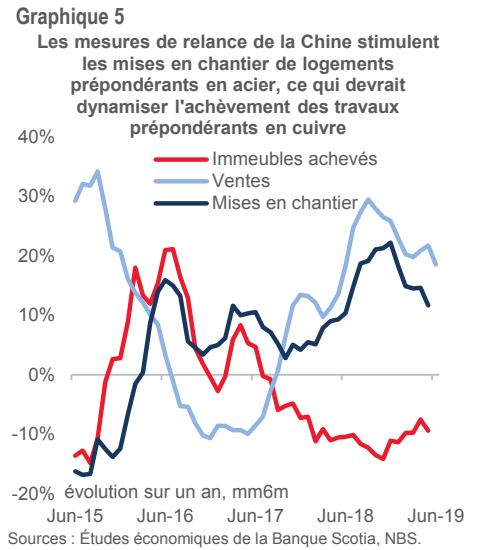
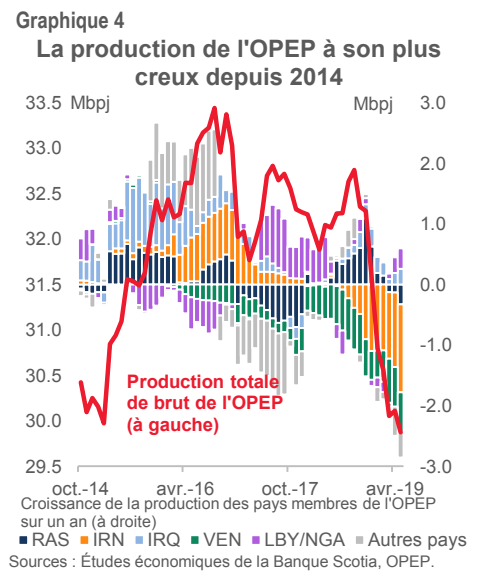
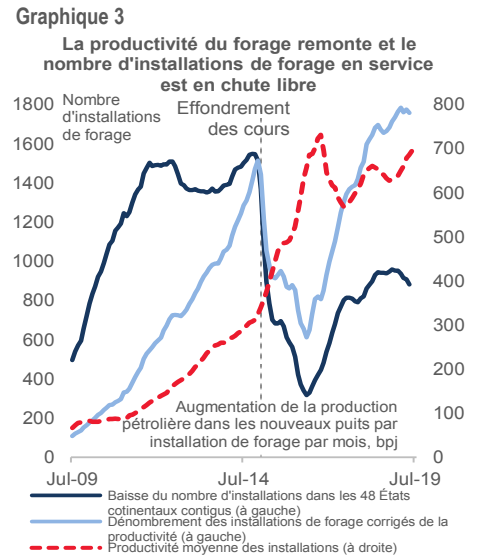
L'offre mondiale devrait rester plus ou moins étele en chiffres annualisés jusqu'en 2019 : les forts gains des États-Unis (+1,5 Mbpj) seront masqués par les lourdes pertes de l'offre de l'OPEP en raison des contingents volontaires (-0,9 Mbpj) et des incidences involontaires des sanctions (-1 Mbpj). D'autres contingents de l'OPEP+ et les difficultés liées aux sanctions devraient masquer la croissance forte, mais ralentie de la production américaine en 2020, même si l'offre de l'industrie des hydrocarbures de schiste fera probablement basculer les marchés en territoire légèrement excédentaire au début de 2020. L'industrie américaine des hydrocarbures de schiste a inscrit le rythme de croissance le plus fulgurant de tous les grands bassins pétroliers dans les annales, à plus de 2 Mbpj en 2018, même si nous nous attendons à ce que ce rythme commence à se modérer en 2020 (+1,3 Mbpj) et continue de se ralentir à moins de 0,5 Mbpj au début des années 2020, lorsque le nombre d'appareils de forage et la productivité plafonneront (graphique 3). Les autres régions non membres de l'OPEP, dont le Brésil, devraient aussi apporter une production supplémentaire dans l'équilibre entre l'offre et la demande en 2020, alors que le Canada rajoutera sa production de brut lourd lorsque les contingents seront levés, que les différentiels augmenteront pour justifier l'investissement du transport ferroviaire du pétrole et que la Ligne 3 sera mise en service à la fin de 2020.

L'OPEP+ s'est engagée à reconduire son accord actuel de production pour tenir 1,2 Mbpj de pétrole à l'écart du marché jusqu'à la fin du premier trimestre de 2020. Le groupe de pays producteurs déjoue légèrement les attentes d'une reconduction de six mois de ses contingents; or, la prorogation du statu quo du groupe a été clairement télégraphiée et intégrée dans les cours boursiers. Bien que le dénouement de la réunion de l'OPEP+ ait été loin d'être remarquable, la voie empruntée pour y arriver dans le dernier mois est à la fois curieuse et révélatrice. La planification a connu un départ houleux quand les pays membres n'ont pu s'entendre sur une date pour les réunions au sommet, en finissant par adopter un compromis, soit le 1^{er} et le 2 juillet. Or, le premier communiqué officiel sur un accord a été publié avant même le début des réunions de juillet lorsque le président russe Poutine l'a annoncé en primeur dans la foulée des pourparlers bilatéraux avec l'Arabie saoudite aux réunions du G20 au Japon. Ainsi, même si l'OPEP est toujours un organisme porté par le consensus, la plupart des pays membres se contentent de suivre la houlette des deux grands producteurs de l'OPEP+. Et même si cela ne fait pas l'affaire de certains pays comme l'Iran, ils sont exemptés du pacte et souhaitent ensemble maintenir une certaine stabilité des cours du pétrole. La production de l'OPEP devrait continuer de graviter autour des creux actuels depuis la fin de 2014 (graphique 4).

LES COURS DES MÉTAUX DEVRAIENT AUGMENTER ALORS QUE LA CONJONCTURE MACRO-ÉCONOMIQUE REVIENT À LA NORMALE

Les métaux comme le D^r Cuivre ont été malmenés par les vents contraires macroéconomiques malgré le raffermissement des fondamentaux, en raison du lien entre la forte demande des métaux de base d'une part et, d'autre part, l'activité économique mondiale et l'investissement. Dans le même temps, les ruptures de l'offre ont ébranlé le marché par ailleurs terne du minerai de fer, et les prix se sont rétablis au-delà de leur plus haut sur cinq ans. Nous nous attendons à ce que la destinée des métaux de base s'infléchisse en 2020 et à ce que les cours se rétablissent à des niveaux qui tiennent mieux compte du quasi-équilibre physique de l'offre et de la demande, alors que les cours du minerai de fer devraient se modérer.

L'économie chinoise reprend de la vitesse au moment même où les efforts de relance de Beijing se répercutent sur la demande mondiale de matériaux et relance cette demande. En Chine, les prix de l'immobilier montent, les récentes mesures de relance des mises en chantier de logements devraient sortir de leur torpeur les travaux d'achèvement des complexes immobiliers (graphique 5) et maintenir le raffermissement actuel de la production des électroménagers, et l'effondrement, au premier semestre, des ventes de voitures chinoises paraît finalement se résorber.



Les cours du minerai de fer (prix au comptant des fines ayant une teneur en fer de 62 % dans le Nord de la Chine) ont atteint un sommet sur cinq ans, soit plus de 125 \$ la tonne au début de juillet, à la fois grâce à la demande plus forte qu'escompté de l'acier chinois, à la baisse de la production en raison d'une rupture de barrages de morts-terrains au Brésil et du très mauvais temps dans le Nord du Brésil et sur le littoral nord-ouest de l'Australie, qui ont comprimé les exportations (graphique 6). À l'heure actuelle, le recul mondial de la production est proche de 90 millions de tonnes par rapport à un marché global de transport maritime de l'ordre de 1,7 milliard de tonnes, et les stocks de minerai détenus dans les grands ports chinois accusent une baisse de plus de 25 % sur un an pour atteindre un creux depuis trois ans. À notre avis, les cours du minerai de fer pourraient augmenter pendant encore quelques mois avant que la demande commence à se ralentir en raison de la contraction des marges des aciéries chinoises — qui se situent actuellement à leur plus creux depuis 2016 —, et les mines de fer aujourd'hui désœuvrées sont encouragées à se remettre en service pour combler le déficit, en ramenant les cours dans notre fourchette à long terme des cours du minerai de fer de 60 \$ à 70 \$ la tonne.

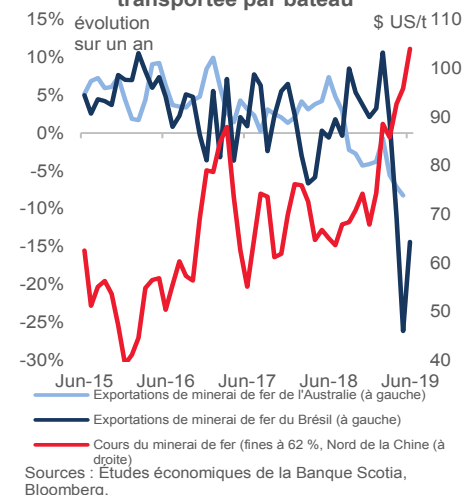
LES GAINS DE L'OR SE MODÈRENT ALORS QUE LE MARCHÉ TRONQUE LES ESPOIRS D'UNE BAISSÉ DES TAUX DE LA FED

À la fin de juin, les cours de l'or ont atteint un sommet, depuis six ans, de l'ordre de 1 420 \$ l'once parce que les marchés misent de plus en plus sur une baisse des taux d'intérêt de la Réserve fédérale américaine vers la fin de l'année (graphique 7). Dans les six dernières années, l'or n'est pas parvenu à franchir durablement le seuil des 1 350 \$ l'once, en raison du durcissement de la conjoncture monétaire, de la hausse du dollar américain et de l'engourdissement apparent de l'idée que se font du risque les investisseurs bombardés par le flux des actualités liées à la Maison-Blanche. La conjoncture a récemment basculé en faveur de l'or et le lingot a monté en flèche, en franchissant le seuil de résistance sur six ans de 1 350 \$ l'once et en continuant sa course folle pour atteindre les 1 420 \$ l'once. Bien qu'il soit toujours loin du sommet absolu de presque 2 000 \$ l'once atteint en 2011 sur fond de crise dans la zone euro, le cours du lingot exprimé en dollars canadiens frôle un nouveau record et s'inscrit aujourd'hui à un peu moins de 1 900 \$ CA l'once.

Le cours du lingot continuera d'être porté par les taux d'intérêt et par la trajectoire du dollar américain jusqu'à la fin de 2020. À notre avis, les cours de l'or sont artificiellement élevés en raison de la prise en compte exagérée, dans les cours du marché, de baisses ambitieuses de la Réserve fédérale américaine par rapport à nos attentes plus modestes pour des baisses d'à peine 75 points de base d'ici la fin de 2020. Lorsque les attentes vis-à-vis des taux reviendront à la normale, l'or devrait légèrement plier, même s'il restera supérieur au niveau atteint avant la pause de la Fed, avant qu'elle change son fusil d'épaule dans son parcours de durcissement. Dans le même temps, une baisse séculaire de la valeur du dollar américain devrait faire souffler des vents favorables constants sur les cours. Nous nous attendons à ce que les cours de l'or atteignent une moyenne de l'ordre de 1 400 \$ l'once au deuxième semestre de 2019 et commencent à se replier graduellement vers les 1 300 \$ l'once d'ici la fin de 2020, ce qui laissera les cours moyens annuels à 1 350 \$ l'once environ en 2019-2020.

Graphique 6

Forte remontée des cours du minerai de fer sur fond de recul de l'offre transportée par bateau



Graphique 7

L'or prend de la vitesse alors que les taux réels manquent de souffle

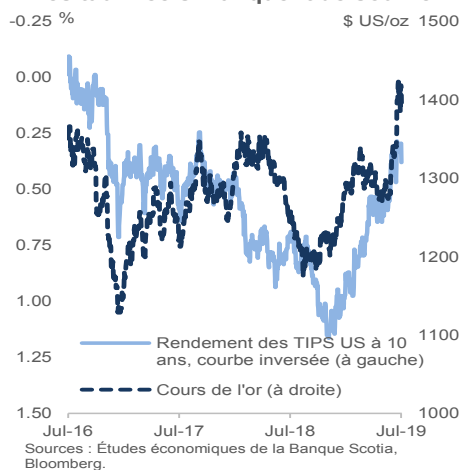


Tableau 1

Produits de base	2000-2017			moyenne annuelle			
	Minimum	Moyenne	Maximum	2017	2018	2019p	2019p
Pétrole WTI (\$ US/baril)	17	62	145	51	65	56	55
Pétrole Brent (\$ US/baril)	18	65	146	55	72	65	62
WCS - WTI Discount* (USD/bbl)	-43	-16	-6	-13	-26	-14	-21
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	1,64	4,83	15,38	3,02	3,07	2,71	2,75
Cuivre (\$ US/lb)	0,60	2,38	4,60	2,80	2,96	2,80	3,00
Zinc (\$ US/lb)	0,33	0,84	2,10	1,31	1,33	1,22	1,20
Nickel (\$ US/lb)	2,00	7,12	24,58	4,72	5,95	5,70	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	90	72
Charbon métallurgique (\$US/tonne)	39	131	330	187	206	195	170
Or, à Londres en après-midi (\$ US/once)	256	890	1895	1 257	1 268	1 350	1 350
Argent, à Londres en après-midi (\$ US/once)	4,07	14,80	48,70	17,05	15,71	15,37	15,00

* 2008-16 moyenne.

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Marché des changes

- **Le dollar US est appelé à fléchir : les rendements des bons du Trésor américain baissent et la croissance de l'économie intérieure se ralentit.**
- **Le dollar CA s'est illustré au S1 grâce au rebond de la croissance et à la stabilité des perspectives des politiques officielles.**

Le **dollar US (USD)** s'est replié en juin pour accuser sa première perte mensuelle depuis le début de l'année. Cette baisse du dollar US s'enchaîne avec deux mois d'opérations sur change plus ou moins anémiques alors que les investisseurs se sont interrogés sur l'orientation plus générale des grandes devises sur fond de tourbillonnement des risques géopolitiques et d'incertitudes sur le commerce mondial. La baisse du dollar US est à peine concluante à ce stade; or, nous croyons effectivement qu'elle représente le premier obstacle réel contre le rebond qui s'est amorcé au début de 2018 et qu'elle pourrait bien préfigurer un nouveau fléchissement séculaire du dollar US (qui a commencé à notre avis en 2017), de concert avec notre prévision à plus long terme.

Nous avons remanié nos perspectives pour ce qui est du taux directeur de la Réserve fédérale et nous nous attendons désormais à ce qu'il baisse de 75 points de base d'ici la fin de l'année. Le discours de la Fed a évolué : au ton neutre se sont substitués des propos de toute évidence plus conciliants dans les dernières semaines, et les décideurs changent leur fusil d'épaule : au lieu d'annoncer qu'ils sont prêts à faire preuve de patience, ils laissent entendre qu'ils « surveillent de près » (la banque centrale dit qu'elle est « censée réagir ») la conjoncture économique et l'inflation chroniquement faible.

Les marchés ont vite intégré dans les cours une série plutôt ambitieuse de baisses des taux de la Fed dans les prochains mois. Les attentes ont été portées par les commentaires du président Trump, qui a non seulement fustigé les précédentes décisions de durcissement de la Fed, mais aussi vilipendé le président de la Fed. M. Trump est aussi allé jusqu'à commenter plus promptement les taux de change et croit que le dollar US est trop fort et que l'euro (EUR) et le yuan (CNY) sont sous-évalués. Le président américain a aussi exprimé une série de points de vue sur le dollar US depuis son arrivée à la Maison-Blanche; or, son attention semble désormais plus clairement monopolisée par la léthargie du taux de change. Les investisseurs devront aussi surveiller attentivement l'évolution de la question dans les prochains mois et se demander si la baisse du dollar US devient un objectif plus ou moins rigoureux de la politique officielle.

La décélération attendue de la croissance du PIB américain à des niveaux plus viables dans le deuxième semestre de l'année pourrait accentuer les baisses des rendements des bons du Trésor américain sur les marchés et donner du poids aux critiques du président alors que la Maison-Blanche envisage sa réélection. Le ralentissement de la croissance et l'intensification de l'attention portée par le président Trump au taux de change laissent entendre à nos yeux qu'il est improbable que le dollar US prenne désormais beaucoup de vigueur et qu'il est plus probable que les opérations sur cette monnaie soient généralement plus défensives durant le deuxième semestre. Nous croyons que le fléchissement des tendances de l'évolution de la croissance et la baisse des rendements des obligations américaines feront en sorte que le dollar US sera plus exposé aux inquiétudes à plus long terme sur les déséquilibres structurels de l'économie américaine, par exemple la détérioration fulgurante de la situation budgétaire des États-Unis.

Le **dollar canadien (CAD)** reste le plus performant des devises du G10 depuis le début de l'année. Cette tendance s'explique par la remontée du dollar CA, après avoir connu, dans une certaine mesure à la fin de 2018, une léthargie extrême; or, il s'est ressaisi grâce à un solide rebond au T1 et à d'autres gains au T2, ce qui pourrait vouloir dire que l'économie intérieure se stabilise elle aussi et se rapproche de son évolution tendancielle. Les solides gains de l'emploi, la hausse des salaires et l'inflation sur la cible laissent entendre que la Banque du Canada (BdC) peut prendre le temps d'évaluer les impératifs de la politique monétaire dans les prochains mois et qu'elle n'aurait aucune obligation d'emboîter le pas avec l'assouplissement de la politique de la Fed.

RENSEIGNEMENTS

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

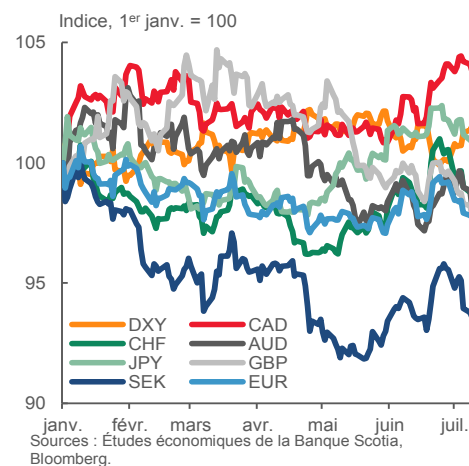
Eduardo Suárez, VP, Études économiques, Amérique latine
 52.55.9179.5174 (Mexique)
 Études économiques de la Banque Scotia
eduardo.suarez@scotiabank.com

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

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

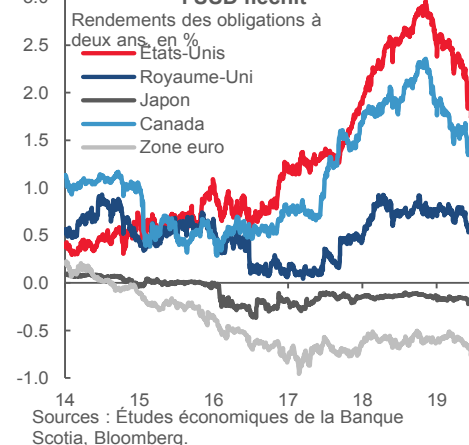
Graphique 1

Le CAD s'illustre au S1 de 2019



Graphique 2

L'avantage des rendements de l'USD fléchit



Les rendements canadiens à court terme ont dérivé à la baisse, de concert avec la tendance mondiale, qui tient compte des baisses de taux en Australie et en Nouvelle-Zélande, de même qu'à un basculement dans un discours conciliant de la Fed et de la Banque centrale européenne (BCE). Or, les baisses se déroulent plus lentement qu'un peu partout ailleurs dans l'espace des marchés développés, surtout aux États-Unis, ce qui a pour effet de comprimer considérablement les différentiels de taux d'intérêt entre les États-Unis et le Canada. Depuis mars 2019, l'écart sur les obligations à deux ans entre les États-Unis et le Canada s'est rapproché à environ 60 points de base, ce qui vient amoindrir le dollar US et sous-tendre le dollar CA.

Nous nous attendons à ce que le dollar CA se fortifie dans le deuxième semestre de l'année et à ce qu'il cible un taux de 1,28 d'ici la fin de l'année pour la paire USD/CAD. On ne peut toutefois pas faire comme s'il n'y avait pas de risque d'une baisse générale plus précipitée du dollar US dans les prochains mois. Nous notons que la tendance, depuis le début de l'année, dans l'évolution de la paire USD/CAD suit de près le déroulement des opérations constaté en 2017 à l'époque où les écarts entre les rendements américains et canadiens se sont eux aussi rapprochés spectaculairement — puisque la BdC avait alors durci sa politique monétaire plus rapidement que ce à quoi s'attendaient les marchés — ce qui explique la baisse importante du dollar US. Nous attirons aussi l'attention sur le fait que le dollar US ne semble pas encore avoir tenu pleinement compte du rapprochement des écarts de rendement qui s'est déjà produit et qu'il pourrait avoir un certain rattrapage à faire. Notre modèle de la juste valeur de la paire USD/CAD laisse entendre que le taux de change du point d'« équilibre » pour la paire USD/CAD se rapproche de 1,25, d'après les régressions ponctuelles des écarts sur les obligations à deux ans, des écarts sur les obligations à cinq ans et du pétrole brut.

En **Europe**, l'inflation chroniquement faible et la croissance économique léthargique font plus évidemment basculer les perspectives de la politique officielle vers un discours plus conciliant de la BCE malgré la transition à la tête de la banque centrale avec le départ du président Mario Draghi, dont le mandat arrive à expiration en octobre et qui cédera la place à son héritière présomptive, Christine Lagarde. Malgré les tendances économiques sous-jacentes décevantes, les statistiques de la zone euro laissent entendre que les apports des investisseurs étrangers reprennent lentement leur cours, au moment où ces derniers, pour se diversifier, délaissent les marchés américains et refont confiance à la zone euro. La vigueur des apports nets des investisseurs viendra sous-tendre l'EUR même si les rendements fondamentaux restent proches de zéro ou inférieurs à zéro. Nous nous attendons à ce que la paire EUR/USD s'apprécie pour se rapprocher de 1,15 d'ici la fin de l'année.

Au **Royaume-Uni**, le Brexit est toujours la question qui brûle toutes les lèvres sur les marchés et a généralement fait baisser la livre sterling (GBP) au T2. Or, le déroulement du Brexit a été mis en veilleuse, d'ici à ce que le Parti conservateur élise un nouveau chef pour remplacer la première ministre Theresa May, qui a annoncé qu'elle se démettrait de ses fonctions après avoir échoué à faire triompher sa stratégie du Brexit. Le nouveau chef du parti prendra le poste de premier ministre à la fin de juillet. Or, on ne sait toujours pas si ce changement viendra augmenter les probabilités de réussir. L'Union européenne a précisé clairement que le pacte de sortie n'est pas renégociable et qu'il y a toujours une faction importante du Parlement britannique qui s'oppose à un Brexit désordonné ou « sans pacte ». Nous continuons de retenir l'hypothèse d'un Brexit négocié dans notre scénario de base; or, l'échéance du 31 octobre approche à grands pas, et il est réaliste de penser qu'un autre délai (jusqu'au S1 de 2020) pourrait se révéler nécessaire pour assurer une sortie harmonieuse. L'incertitude chronique pèsera sur la demande de logements et sur l'investissement des entreprises et viendra ralentir la croissance de l'économie du Royaume-Uni, en plongeant la Banque d'Angleterre dans l'attentisme. L'incertitude prolongée évoque aussi des risques de baisse pour la prévision de l'évolution de la GBP.

En **Amérique latine**, le marché des changes a été volatil dans le dernier mois : le peso colombien a été le plus performant de la région, en profitant de l'incertitude politique relativement ténue. Pour le peso mexicain (MXN), juin s'est déroulé en montagnes russes, en raison des menaces tarifaires liées à l'immigration et brandies par le président Trump, puis de leur report. Toutefois, nous nous attendons à ce que le MXN reste très volatile, puisque le Mexique prendra probablement le devant de la scène dans le déroulement des présidentielles américaines — soit parce que l'AÉUMC s'inscrira dans le débat, soit parce que des heurts provoqués par les sanctions tarifaires et l'immigration surgiront sporadiquement. En outre, le MXN est aux prises avec l'incertitude qui règne sur la Pemex et avec les pressions de la note de crédit souverain — de concert avec la léthargie de l'économie, qui finira par amener, selon de nombreux observateurs, la Banxico à abaisser les taux (même si nous avons une interprétation moins conciliante que bien d'autres du discours de la Banxico).

Au Brésil, l'élan de la réforme semble vouloir s'accélérer; autrement dit, la réforme des régimes de retraite et le projet de loi sur l'autonomie de la banque centrale paraissent probablement moins édulcorés qu'ils l'étaient il y a à peine un mois. L'approbation de cette réforme et de ce projet de loi devrait hausser le real, même si les enquêtes statistiques laissent entendre que les attentes vis-à-vis de la réforme pourraient déjà être en partie intégrées dans les cours des marchés locaux. La tendance favorable de la politique officielle est une bonne nouvelle dans une région dans laquelle le dérapage est plutôt généralisé; or, la question est de savoir si elle sera suffisante. La situation budgétaire épineuse du Brésil ne sera pas réglée simplement par la réforme des régimes de retraite, et il y a encore plus de travail à accomplir.

Le Chili et le Pérou sont les pays relativement stables de la région; pourtant, les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine et une léthargie tendancielle plus forte qu'attendu de la croissance représentent de lourdes incertitudes pour ces deux pays. Le peson chilien et le sol péruvien affrontent aussi les vents contraires que font souffler les faibles taux d'intérêt intérieurs, dans un monde dans lequel les rendements des MD sont en chute libre et les opérations spéculatives sont la sensation des dernières semaines.

La trêve commerciale entre les États-Unis et la Chine relancera la tolérance au risque sur fond de politiques reflationnistes mondiales. **Dans les marchés émergents, on s'attend à ce que les monnaies asiatiques** progressent généralement en prévision de la réunion que tiendra le FOMC le 31 juillet. Dans le même temps, l'intolérance au risque pourrait resurgir périodiquement, puisque les deux premières puissances économiques mondiales devront faire beaucoup de chemin avant de pouvoir s'entendre sur un pacte.

Le yuan chinois (CNY et CNH) s'échangera probablement dans une fourchette de 6,7-6,9 pendant la durée des négociations commerciales. La paire USD/CNY pourrait atteindre le niveau de 6,4 constaté en juin 2019 si les États-Unis et la Chine finalisent un pacte commercial. Nous attribuons à ce scénario un coefficient de probabilité de 70 %. Par contre, la paire USD/CNY pourrait bondir pour atteindre la barre des 7,0 avec l'accord de la BPC si la reprise des pourparlers commerciaux s'effondre. Nous pensons que la probabilité de ce dénouement est de 30 %.

L'apaisement des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine viendra probablement dynamiser les monnaies tributaires des exportations comme le won sud-coréen (KRW), le dollar taïwanais (TWD) et le baht thaïlandais (THB). La reprise des discussions entre les États-Unis et la Corée du Nord sur les essais nucléaires étaye le KRW. Dans le même temps, les exflux dans le cadre du rapatriement des fonds liés aux dividendes pourraient contenir la valorisation du TWD dans la période de juillet à septembre. Le Comité de la politique monétaire de la Banque de Thaïlande s'inquiète de constater que la vigueur du THB pourrait ne pas correspondre aux fondamentaux économiques. La hausse de la dette à rendement négatif mondialement continuera d'attirer les investisseurs vers les actifs à rendement élevé libellés dans la roupie indienne (INR) et dans la roupie indonésienne (IDR).

Même si le dollar de Hong Kong (HKD) est appelé à soutenir ses récents gains en raison de l'amenuisement de l'avantage des rendements du dollar US, le dollar singapourien (SGD) se rapproche des niveaux de surachat. L'Autorité monétaire de Singapour (AMS) pourrait réduire la pente de la courbe de sa fourchette directrice pour le taux de change effectif nominal de son dollar (S\$NEER) en octobre si l'estimation de la croissance du PIB de la ville-État en 2019 est officiellement abaissée. Le ringgit malaisien (MYR) est appelé à profiter de la vigueur des cours du dollar lorsque l'OPEP+ prorogera son pacte de contingentement de la production.

ANNEXE 1

International	2000-17	2017	2018	2019p	2020p	2000-17	2017	2018	2019p	2020p
	PIB réel (variation annuelle, en %)					Prix à la consommation (variation sur 12 mois, fin de l'année, en %)				
Monde (en parité de pouvoir d'achat)	3,9	3,8	3,7	3,1	3,2					
Canada	2,1	3,0	1,9	1,4	2,0	1,9	1,8	2,0	1,9	1,9
États-Unis	2,0	2,2	2,9	2,5	1,6	2,2	2,1	2,2	1,7	2,1
Mexique	2,2	2,1	2,0	0,9	1,1	4,4	6,8	4,8	4,1	4,1
Royaume-Uni	1,9	1,8	1,4	1,1	1,2	2,1	3,0	2,1	1,8	2,0
Zone euro	1,4	2,4	1,9	1,1	1,3	1,8	1,3	1,5	1,3	1,4
Allemagne	1,4	2,2	1,4	0,7	1,2	1,5	1,4	1,6	1,5	1,6
France	1,4	2,3	1,7	1,3	1,3	1,4	1,2	1,6	1,3	1,4
Chine	9,3	6,8	6,6	6,2	6,0	2,3	1,8	1,8	2,6	2,3
Inde	7,1	6,9	7,4	6,5	7,0	6,8	5,2	2,1	4,1	4,8
Japon	0,9	1,9	0,8	0,8	0,6	0,1	1,1	0,3	1,8	0,8
Corée du sud	4,9	3,2	2,7	2,0	2,7	2,5	1,4	1,3	1,2	1,6
Australie	2,9	2,4	2,8	2,3	2,6	2,7	1,9	1,8	1,6	1,9
Thaïlande	4,1	4,0	4,1	3,2	3,4	1,9	0,8	0,4	1,2	1,6
Brésil	2,5	1,1	1,1	0,9	1,8	6,5	3,0	3,8	4,3	4,6
Colombie	3,9	1,4	2,6	3,2	3,6	5,1	4,1	3,2	3,2	3,1
Pérou	5,0	2,5	3,9	3,1	3,7	2,7	1,4	2,2	2,2	2,3
Chili	3,9	1,5	4,0	3,2	3,2	3,3	2,3	2,6	2,8	3,0
Produits de base										
	(moyenne annuelle)									
Pétrole WTI (\$ US/baril)	62	51	65	56	55					
Pétrole Brent (\$ US/baril)	65	55	72	65	62					
Escompte* du WCS par rapport au WTI (USD/baril)	-16	-13	-26	-14	-21					
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	4,83	3,02	3,07	2,71	2,75					
Cuivre (\$ US/lb)	2,38	2,80	2,96	2,80	3,00					
Zinc (\$ US/lb)	0,84	1,31	1,33	1,22	1,20					
Nickel (\$ US/lb)	7,12	4,72	5,95	5,70	6,00					
Aluminium (\$US/livre)	0,87	0,89	0,96	0,90	0,90					
Minerai de fer (\$US/tonne)	67	72	70	90	72					
Charbon métallurgique (\$US/tonne)	131	187	206	195	170					
Or, à Londres en après-midi (\$ US/once)	890	1 257	1 268	1 350	1 350					
Argent, à Londres en après-midi (\$ US/once)	14,80	17,05	15,71	15,37	15,00					
* Moyenne 2008-16.										
Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Statistique Canada, BEA, BLS, FMI, Bloomberg.										

ANNEXE 2

Amérique du Nord	2000–17	2017	2018	2019p	2020p	2000–17	2017	2018	2019p	2020p
	Canada (var. annuelle en %, sauf indication contraire) □					États-Unis (var. annuelle en %, sauf indication contraire)				
PIB réel	2,1	3,0	1,9	1,4	2,0	2,0	2,2	2,9	2,5	1,6
Dépenses de consommation	2,9	3,5	2,1	2,0	1,9	2,4	2,5	2,6	2,2	1,9
Investissement dans le secteur résidentiel	3,6	2,4	-1,5	-3,6	1,3	-0,3	3,3	-0,3	-1,9	0,8
Investissements des entreprises*	2,2	2,2	2,2	0,2	5,5	3,0	5,3	6,9	4,0	2,3
Gouvernement	2,2	2,7	3,0	1,6	1,7	1,0	-0,1	1,5	2,0	1,6
Exportations	1,3	1,1	3,2	1,7	2,4	3,7	3,0	4,0	2,0	1,8
Importations	3,0	4,2	2,9	1,5	2,8	3,7	4,6	4,5	1,8	2,9
PIB nominal	4,3	5,6	3,6	2,7	4,2	4,0	4,2	5,2	4,2	3,3
Indice implicite du PIB	2,1	2,6	1,7	1,3	2,1	1,9	1,9	2,3	1,6	1,6
Indice des prix à la consommation	1,9	1,6	2,3	1,8	2,0	2,2	2,1	2,4	1,7	2,0
IPC hors aliments et énergie	1,6	1,6	1,9	1,9	2,0	2,0	1,8	2,1	2,0	2,2
Bénéfices des sociétés avant impôts	0,0	20,1	0,5	-4,1	2,1	5,3	3,2	7,8	0,2	1,9
Emploi	1,4	1,9	1,3	2,1	1,0	0,7	1,6	1,7	1,5	1,0
Taux de chômage (en %)	7,1	6,3	5,8	5,7	5,9	6,1	4,4	3,9	3,8	3,9
Solde des paiements courants (en G\$ CA, US)	-18,7	-59,4	-58,5	-57,6	-55,9	-500	-440	-491	-543	-606
Balance commerciale (en G\$ CA, US)	22,9	-23,9	-22,0	-26,1	-28,0	-680	-805	-887	-894	-971
Solde budgétaire fédéral (EF, en G\$ CA, US)	-3,6	-17,8	-19,0	-11,8	-19,8	-540	-665	-779	-896	-892
pourcentage du PIB	-0,2	-0,9	-0,9	-0,5	-0,8	-3,7	-3,4	-3,8	-4,2	-4,0
Mises en chantier (en milliers)	200	220	213	202	199	1,26	1,20	1,25	1,24	1,26
Ventes de véhicules motorisés (en milliers)	1 678	2 036	1 983	1 935	1 915	15,6	17,1	17,2	16,8	16,7
Production industrielle	0,0	4,9	2,9	0,4	1,9	0,7	2,3	4,0	1,9	1,7
	Mexique (variation annuelle, en %)									
PIB réel	2,2	2,1	2,0	0,9	1,1					
Indice des prix à la consommation (fin d'année)	4,4	6,8	4,8	4,1	4,1					
Solde des paiements courants (en G\$ US)	-15,0	-19,6	-21,6	-22,1	-20,8					
Balance commerciale (en G\$ US)	-7,2	-11,0	-13,6	-5,8	-13,1					

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

Prévisions trimestrielles	2018					2019				2020			
	T4	T1	T2e	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Canada													
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	0,3	0,4	2,5	1,5	2,3	2,4	2,0	1,5	1,7				
PIB réel (variation annuelle en %)	1,6	1,3	1,3	1,2	1,7	2,2	2,0	2,0	1,9				
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	2,0	1,6	2,1	1,8	1,9	2,1	2,1	2,0	1,9				
Moyenne des nouveaux indices de référence (évolution sur un an, en %)	1,9	1,9	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0				
États-Unis													
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	2,2	3,1	1,8	1,9	1,4	1,5	1,5	1,9	2,1				
PIB réel (variation annuelle en %)	3,0	3,2	2,6	2,2	2,1	1,6	1,6	1,6	1,7				
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	2,2	1,6	1,6	1,6	1,7	2,0	2,0	2,0	2,1				
IPC hors aliments et énergie (évolution sur un an, en %)	2,2	2,1	2,0	2,0	2,0	2,1	2,2	2,2	2,2				
Déflateur des DCM de base (évolution en % sur un an)	1,9	1,7	1,6	1,6	1,7	1,8	1,9	1,9	1,9				

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

ANNEXE 3

Taux des banques centrales	2018	2019				2020			
	T4	T1	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Amérique	(en %, à la fin de la période)								
Banque du Canada	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
Réserve fédérale américaine (limite supérieure)	2,50	2,50	2,50	2,00	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
Banque du Mexique	8,25	8,25	8,25	8,25	8,25	8,25	8,00	7,75	7,50
Banque centrale du Brésil	6,50	6,50	6,50	6,50	7,00	7,75	8,25	8,50	8,50
Banque de la République de Colombie	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,50	4,50	4,50
Banque centrale de réserve du Pérou	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,50	2,50	2,50	2,50
Banque centrale du Chili	2,75	3,00	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,75	3,25
Europe									
Taux OPR de la Banque centrale européenne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Taux de dépôt de la Banque centrale européenne	-0,40	-0,40	-0,40	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Banque d'Angleterre	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
Asie/Océanie									
Banque centrale d'Australie	1,50	1,50	1,25	1,00	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
Banque de Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Banque populaire de Chine	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
Banque de réserve de l'Inde	6,50	6,25	5,75	5,50	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
Banque de Corée	1,75	1,75	1,75	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Banque de Thaïlande	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,50	1,50	1,50	1,50
Devises et taux d'intérêt									
Amérique	(à la fin de la période)								
Dollar canadien (USD/CAD)	1,36	1,33	1,31	1,31	1,28	1,28	1,28	1,25	1,25
Dollar canadien (CAD/USD)	0,73	0,75	0,76	0,76	0,78	0,78	0,78	0,80	0,80
Peso mexicain (USD/MXN)	19,65	19,43	19,22	20,24	20,87	21,12	20,99	21,10	21,44
Real brésilien (USD/BRL)	3,88	3,92	3,85	3,97	4,18	4,08	4,11	4,07	4,18
Peso colombien (USD/COP)	3 254	3 189	3 211	3 150	3 120	3 050	3 100	3 182	3 167
Sol - Pérou (USD/PEN)	3,37	3,32	3,29	3,34	3,35	3,36	3,32	3,33	3,30
Peso chilien (USD/CLP)	694	680	679	660	645	645	645	640	640
Europe									
Euro (EUR/USD)	1,15	1,12	1,14	1,13	1,15	1,19	1,22	1,24	1,24
Livre sterling (GBP/USD)	1,28	1,30	1,27	1,25	1,25	1,28	1,30	1,32	1,40
Asie/Océanie									
Yen - Japon (USD/JPY)	110	111	108	108	108	107	107	105	105
Dollar australien (AUD/USD)	0,70	0,71	0,70	0,75	0,75	0,77	0,77	0,78	0,78
Yuan - Chine (USD/CNY)	6,88	6,71	6,87	6,70	6,70	6,60	6,60	6,50	6,50
Roupie - Inde (USD/INR)	69,8	69,1	69,0	68,0	68,0	67,0	67,0	66,0	66,0
Won - Corée du sud (USD/KRW)	1 116	1 135	1 155	1 140	1 140	1 120	1 120	1 100	1 100
Baht - Thaïlande (USD/THB)	32,5	31,7	30,7	31,0	31,0	30,5	30,5	30,0	30,0
Canada (rendements, %)									
Bon du Trésor à 3 mois	1,65	1,67	1,65	1,65	1,65	1,65	1,65	1,65	1,65
Obligation du Canada à 2 ans	1,86	1,55	1,47	1,50	1,40	1,35	1,35	1,35	1,35
Obligation du Canada à 5 ans	1,89	1,52	1,39	1,45	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40
Obligation du Canada à 10 ans	1,97	1,62	1,46	1,50	1,55	1,60	1,65	1,65	1,70
Obligation du Canada à 30 ans	2,18	1,89	1,68	1,70	1,80	1,90	2,00	2,05	2,10
États-Unis (rendements, %)									
Bon du Trésor à 3 mois	2,36	2,39	2,09	1,85	1,60	1,60	1,60	1,60	1,60
Obligation du Trésor à 2 ans	2,49	2,26	1,76	1,70	1,70	1,80	1,80	1,80	1,80
Obligation du Trésor à 5 ans	2,51	2,23	1,77	1,75	1,80	1,90	1,90	1,90	1,90
Obligation du Trésor à 10 ans	2,68	2,41	2,00	2,10	2,20	2,35	2,40	2,45	2,45
Obligation du Trésor à 30 ans	3,01	2,82	2,53	2,65	2,70	2,85	2,85	2,90	2,90

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

ANNEXE 4

Les provinces	(variation annuelle en %, sauf indication contraire)										
PIB réel	CA	NL	PE	NS	NB	QC	ON	MB	SK	AB	BC
2000–17	2,1	2,4	1,8	1,3	1,2	1,8	2,0	2,3	2,0	2,8	2,7
2017	3,0	0,9	3,5	1,5	1,8	2,8	2,8	3,2	2,2	4,4	3,8
2018e	1,9	-2,7	2,6	1,2	0,1	2,5	2,2	1,3	1,6	2,3	2,4
2019p	1,4	2,0	2,1	1,3	0,6	2,1	1,4	1,5	1,4	0,5	2,2
2020p	2,0	0,8	2,0	1,3	0,8	1,8	1,8	1,5	1,6	2,5	3,0
PIB nominal											
2000–17	4,3	5,6	4,2	3,3	3,4	3,7	3,9	4,4	5,4	5,9	4,7
2017	5,6	4,3	4,8	2,9	4,3	5,0	4,1	5,4	4,8	10,0	6,9
2018e	3,6	0,5	4,6	3,2	1,9	4,2	3,4	3,1	3,8	4,5	4,4
2019p	2,8	3,0	4,1	3,0	2,2	3,2	2,5	3,3	3,3	1,3	4,2
2020p	4,1	3,8	3,9	3,3	2,5	3,7	3,7	3,3	4,0	4,6	5,7
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	2,1	1,9	1,4	2,3	0,5	1,5	2,5	1,2	1,6	1,0	3,0
2020p	1,0	0,2	0,8	0,3	0,2	0,8	1,2	0,6	0,7	1,0	1,5
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	11,8	9,0	6,8	8,0	5,2	5,6	5,5	5,5	6,7	4,6
2020p	5,9	11,6	9,0	6,8	8,0	5,4	5,8	5,5	5,5	6,8	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	1,0	0,9	3,9	2,1	46	69	6,8	3,2	26	44
2020p	199	1,3	0,8	3,8	2,0	41	72	6,0	4,8	30	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	1 935	30	9	51	39	447	813	60	49	220	217
2020p	1 915	30	9	50	37	440	800	56	48	217	228
Soldes budgétaires, exercice terminé le 31 mars (en M\$ CA)											
2017	-18 957	-1 148	-1	151	-117	2 361	-2 435	-789	-1 218	-10 784	2 727
2018	-18 961	-911	1	230	67	2 622	-3 672	-695	-303	-8 023	301
2019e	-11 815	-522	14	28	5	2 500	-11 700	-470	-380	-6 711	374

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

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.