

Canada et États-Unis : perspectives économiques à long terme 2017-2022

Cette note porte sur les perspectives économiques à long terme du service des Études économiques de la Banque Scotia. Il s'agit d'une nouvelle publication trimestrielle sur l'économie américaine et l'économie canadienne pour les cinq prochaines années. Ces perspectives s'inspirent du Modèle macroéconomique mondial de la Banque Scotia, dont le lecteur trouvera un aperçu dans la case 1 de la page 5.

- À long terme, le PIB réel du Canada devrait augmenter de 1,6 % (1,8 % pour les États-Unis), en raison d'une productivité relativement léthargique et d'une modeste croissance de l'apport de la population active.
- D'ici 2020, la Banque du Canada s'attend à relever graduellement le taux à un jour pour le porter à 2,5 % environ, ce qui permettra de dissiper les tensions inflationnistes qui se multiplient et d'atteindre durablement la cible inflationniste de 2,0 %.
- Parce que la croissance freinera après 2018 et que les perspectives sont incertaines, le risque de croissance au ralenti ou de récession (deux trimestres de croissance négative) s'accroît de 2019 à 2022.

L'ÉCONOMIE CANADIENNE ET L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE À COURT TERME

Nous nous attendons à ce qu'en 2017–2018, l'économie canadienne et l'économie américaine continuent de progresser de concert et dépassant leur rythme respectif de croissance de la production potentielle.

- La production potentielle, qui correspond au maximum que l'économie peut produire à long terme, cadre avec un taux d'inflation correspondant à la cible de la banque centrale. Elle dépend des variables de l'offre, notamment la productivité tendancielle de la population active et l'apport tendanciel de la main-d'œuvre.
- Aux États-Unis, la production potentielle devrait, selon les hypothèses, progresser de 1,8 % à 1,9 % par an, ce qui est conforme à la prévision médiane à long terme des membres du Federal Open Market Committee (FOMC).
- Au Canada, la production potentielle devrait augmenter de 1,6 % par an, ce qui correspond essentiellement à l'estimation de la Banque du Canada, en raison de la productivité relativement faible et de la modeste croissance de l'apport de la main-d'œuvre.

En 2018, nous nous attendons à ce qu'aux États-Unis comme au Canada, la demande soit excédentaire grâce à un écart de production positif pour les deux économies (graphiques 1 et 2). C'est pourquoi les taux de chômage plongent en deçà de leurs niveaux à long terme. (Cf. le tableau 1 pour les détails du scénario macroéconomique.)

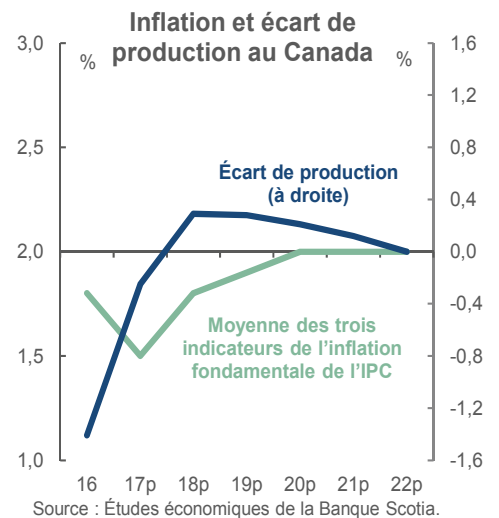
- Aux États-Unis, en raison de la vigueur de la consommation et de l'investissement des entreprises, l'économie devrait croître à raison de 2,2 % et de 2,4 % en 2017 et 2018 respectivement.
- Au Canada, la croissance fulgurante de 3,1 % prévue pour 2017 s'explique par la vigueur de la consommation et de l'investissement des entreprises, de même que par les exportations du premier semestre de 2017. Puisque la croissance de la consommation se rétablira à un rythme plus soutenable en 2018, la croissance du PIB réel devrait, dans l'ensemble, se ralentir à 2,2 %.

RENSEIGNEMENTS

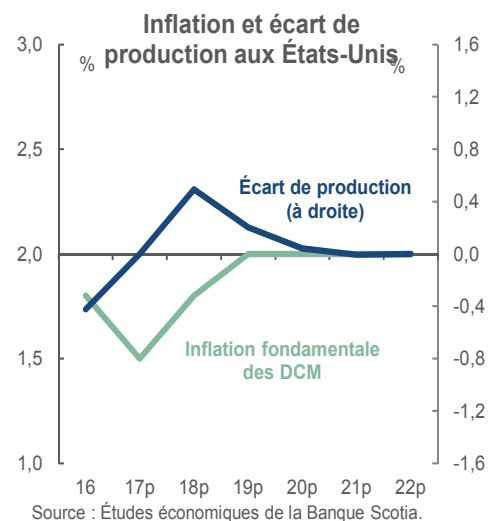
René Lalonde
416.862.3174
Études économiques de la Banque Scotia
rene.lalonde@scotiabank.com

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

Graphique 1 : Au Canada, la baisse de la production ramène l'inflation sur la cible



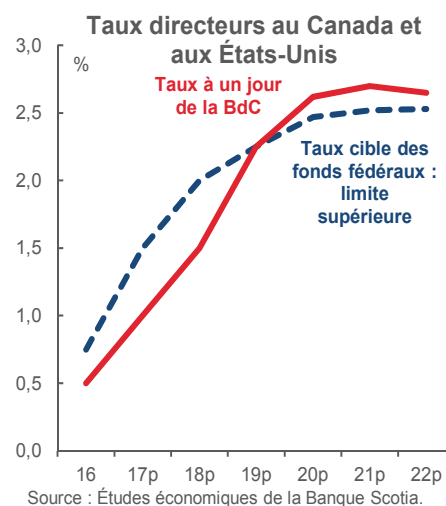
Graphique 2 : Aux États-Unis, l'excédent de la demande s'accroît; la croissance surclasse le potentiel et l'inflation revient sur la cible



LES PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES À LONG TERME

Au-delà de 2018, la croissance devrait se ralentir aux États-Unis et au Canada, puisque la Réserve fédérale et la Banque du Canada normaliseront graduellement leurs taux directeurs (graphique 3) pour enrayer la montée des modestes tensions inflationnistes, que les rendements obligataires à long terme monteront pour atteindre des niveaux statistiquement plus normaux et qu'au Canada, l'impulsion produite par les mesures de relance du gouvernement fédéral perdra son souffle. Les rendements obligataires à long terme devraient augmenter en partie grâce à l'allègement graduel du bilan de la Fed.

- Aux États-Unis, la croissance sera freinée à 1,7 % en 2019 en raison du ralentissement de la croissance des dépenses de consommation et de l'investissement des entreprises. Avec l'élimination de la demande excédentaire en 2020, la production augmentera pour s'établir à 1,8 % en 2021-2022, ce qui cadre avec la production potentielle. L'inflation fondamentale, mesurée d'après l'indice des prix des dépenses de consommation des ménages (DCM), remontera graduellement pour atteindre la cible des 2 % de la Fed d'ici la fin de 2019 et se maintiendra à ce niveau jusqu'à la fin de l'horizon prévisionnel.
- Puisque dans l'ensemble, l'offre et la demande atteindront le point d'équilibre pour l'économie américaine et que le taux d'inflation sera sur la cible de 2020 à 2022, la Réserve fédérale maintiendra à 2,5 %, au cours de cette période, le taux cible des fonds fédéraux.

Graphique 3 : Aux États-Unis et au Canada, les taux directeurs se normalisent graduellement

Tableau 1
Prévisions à long terme pour les États-Unis et le Canada

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
États-Unis							
Croissance du PIB, moyenne annuelle, %	1,5	2,2	2,4	1,7	1,7	1,8	1,8
Inflation fondamentale des DCM, moyenne annuelle, %	1,8	1,5	1,8	2,0	2,0	2,0	2,0
Taux cible des fonds fédéraux : limite supérieure, %, à la fin de la période	0,75	1,50	2,00	2,25	2,47	2,52	2,53
Rendement nominal des obligations d'État à dix ans, %, à la fin de la période	2,45	2,40	2,70	3,00	3,30	3,48	3,62
Taux de chômage, moyenne annuelle, %	4,9	4,4	4,1	4,1	4,2	4,3	4,3
Canada							
Croissance du PIB, moyenne annuelle, %	1,5	3,1	2,2	1,5	1,5	1,5	1,5
Moyenne des trois indicateurs de l'inflation fondamentale de l'IPC, moyenne annuelle, %	1,8	1,5	1,8	1,9	2,0	2,0	2,0
Taux à un jour de la BdC, %, à la fin de la période	0,50	1,00	1,50	2,25	2,62	2,70	2,65
Rendement nominal des obligations d'État à dix ans, %, à la fin de la période	1,72	2,10	2,45	2,80	3,22	3,44	3,58
Taux de chômage, moyenne annuelle, %	7,0	6,4	6,2	6,2	6,3	6,3	6,3
USD/CAD, à la fin de la période	1,33	1,28	1,25	1,25	1,22	1,22	1,23
Cours du WTI, moyenne annuelle, \$ US	43	50	52	56	62	66	65

Remarque : Le lecteur trouvera de plus amples renseignements sur les perspectives de 2017-2019 dans le [Tableau des Prévisions de la Banque Scotia en date du 3 novembre 2017](#).

- Au Canada, différents facteurs expliquent le freinage de la croissance à 1,5 % en 2019 :
 - la hausse des taux directeurs et des rendements à long terme, qui restreignent les dépenses de consommation et l'investissement résidentiel;
 - la moindre contribution des mesures de relance fédérales;
 - la léthargie de la croissance aux États-Unis.
- En 2020-2022, la croissance de l'économie canadienne devrait s'établir à une moyenne de 1,5 %, ce qui est légèrement inférieur à la croissance du PIB potentiel (soit 1,6 %), puisque l'excédent de la demande s'amenuisera graduellement au cours de cette période :
 - essentiellement parce que la demande excédentaire perdurera, l'inflation augmentera graduellement pour atteindre la cible inflationniste de 2,0 % en 2020 et se maintiendra à ce niveau jusqu'à la fin de l'horizon prévisionnel;
 - pour stabiliser l'inflation sur la cible de 2,0 %, le taux à un jour de la Banque du Canada surciblra légèrement le taux d'intérêt d'équilibre de 2,5 %;
 - le dollar canadien s'établira aux alentours de 1,22–1,23 par rapport au dollar américain, ce qui cadre avec les cours du WTI, qui se stabiliseront dans la fourchette des 62 \$ à 66 \$ US.

L'INCERTITUDE QUI PLANE SUR NOTRE SCÉNARIO DE BASE

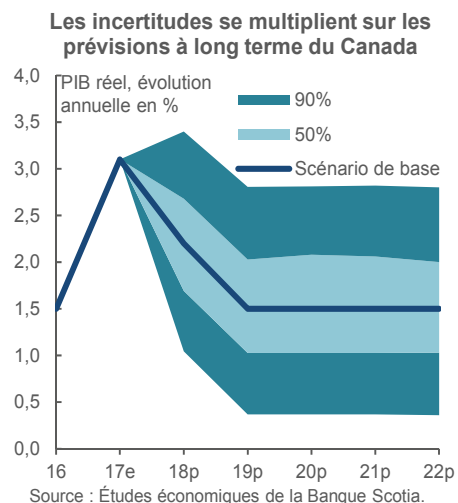
En raison de leur nature même, les prévisions à long terme sont soumises à de fortes incertitudes, dont nous pouvons distinguer deux types.

Les chocs idiosyncrasiques communs

Tout d'abord, la demande et l'offre subiront des chocs à la fois positifs et négatifs, qui pourraient avoir un impact temporaire sur l'économie canadienne. Dans cette note, nous donnons un aperçu de ce type d'incertitudes en dotant nos prévisions pour le Canada d'intervalles de confiance en fonction des chocs types relevés dans les annales statistiques (graphique 4).

- Dans chacune des années de la période comprise entre 2018 et 2022, nous avons repris la séquence de chocs sur quatre trimestres généralement constatée dans le Modèle macroéconomique mondial de la Banque Scotia. En supposant que l'économie évoluera au rythme de la prévision de base avant 2018, nous avons simulé le modèle en fonction de ces chocs et avons inscrit les 5^e, 25^e, 75^e et 95^e percentiles pour la croissance annuelle du PIB réel.
- La plage des résultats relativement vaste de 90 % relativement vaste des résultats, qui est comprise entre 0,3 %–0,4 % et 2,8 % environ après 2018, n'est pas inusitée dans la documentation. (Le lecteur est invité à consulter, par exemple, les *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI en date d'octobre 2017 pour prendre connaissance du graphique de ventilation de la croissance du PIB mondial.) Cette plage permet aussi de mettre en évidence une caractéristique importante de nos prévisions : après 2018, la probabilité d'un taux de croissance faible ou négatif, en raison du ralentissement attendu de la croissance du PIB dans le scénario de base au cours de cette période, est plus forte. Par conséquent, bien qu'un taux de croissance proche de 3 % soit toujours fortement probable, il y a aussi un risque accru de récession au-delà de 2018.

Graphique 4 : Des perspectives fortement assombries par les incertitudes



L'incertitude des hypothèses

Le deuxième type d'incertitudes tient aux hypothèses qui sous-tendent la projection, par exemple la croissance de la production potentielle, le taux d'intérêt neutre, les ancrages à long terme des cours des produits de base, et ainsi de suite. Il est probable que ce type d'incertitudes ait un impact à long terme considérable sur l'économie réelle. Nous attirons l'attention du lecteur sur deux risques de ce type d'incertitudes :

- pour ce qui est du risque positif, la productivité de la population active canadienne dans la période comprise entre le T3 de 2016 et le T1 de 2017 a été relativement vigoureuse. Si elle devait le rester, la productivité tendancielle de la population active pourrait être supérieure à celle de notre hypothèse, ce qui relèverait le taux de croissance à long terme de l'économie canadienne;
- pour ce qui est du risque négatif, la montée du protectionnisme commercial pourrait nuire aux chaînes d'approvisionnement nord-américaines, ce qui ralentirait, à terme, la croissance de la productivité au Canada et aux États-Unis.

CONCLUSIONS

Nous venons d'exposer dans cette note nos perspectives à long terme pour l'économie américaine et l'économie canadienne.

- À court terme, la demande devrait être excédentaire aux États-Unis comme au Canada puisque le PIB continue de progresser plus rapidement que la production potentielle dans ces deux pays. Par conséquent, l'inflation devrait se raffermir, ce qui obligera les autorités monétaires à rester fidèles à leur parcours de relèvement graduel des taux d'intérêt.
- En raison de la hausse des taux directeurs, la croissance du PIB réel sera freinée après 2018 aux États-Unis comme au Canada, ce qui permettra à l'inflation d'atteindre sa cible de 2,0 % dans ces deux pays.
- En raison du ralentissement de la croissance après 2018 et de l'incertitude de ces prévisions, il y a un risque accru de croissance au ralenti ou de récession (deux trimestres de croissance négative) dans la période comprise entre 2019 et 2022.

Case 1 : Le Modèle macroéconomique mondial de la Banque Scotia (MMMBS)

Les *Tableaux des prévisions* du service des Études économiques de la Banque Scotia, publiées le 3 novembre 2017, et les perspectives à long terme exposées dans cette note s'inspirent du MMMBS; il s'agit d'un modèle d'équilibre général estimatif mis au point récemment pour l'économie du Canada, des États-Unis et d'autres pays (y compris l'Europe et les marchés émergents); le MMMBS est comparable aux modèles semi-structurels de la Banque du Canada, mais moins détaillés, par exemple le MUSE (Gosselin et Lalonde, 2005) et le LENS (Gervais et Gosselin, 2014). Le MMMBS permet au service des Études économiques de la Banque Scotia d'élaborer des perspectives internes cohérentes pour l'économie canadienne et l'économie américaine simultanément, en tenant compte des principaux facteurs macroéconomiques suivants :

- l'impact positif d'un raffermissement de l'économie grâce à l'inflation des prix à la consommation; l'excédent de la demande (ou de l'offre) laisse entendre que l'inflation est supérieure (ou inférieure) à la cible;
- la réaction des autorités monétaires, soit la Banque du Canada (BdC) et la Réserve fédérale, qui relèveront leurs taux directeurs en raison de la montée des tensions inflationnistes et de la décroissance de la mollesse économique;
- l'effet de ralentissement de la hausse des taux d'intérêt sur la conjoncture macroéconomique, notamment l'impact direct des taux d'intérêt sur la demande intérieure et le choc de la hausse des intérêts sur le dollar canadien, qui a un effet de ralentissement sur la balance commerciale nette;
- les retombées transnationales de la croissance américaine sur le Canada.

Par conséquent, pour ramener l'inflation durablement sur la cible, les autorités monétaires doivent réaliser un équilibre viable entre l'offre et la demande (l'écart de production) en adaptant leurs taux directeurs aux chocs externes.

Voici de plus amples renseignements sur la structure de ce modèle et sur les facteurs des variables clés du bloc économique canadien du MMMBS :

- un comportement prospectif est au cœur de l'environnement du modèle : les agents économiques tâchent d'établir optimalement le niveau de leurs variables décisionnelles, par exemple le PIB réel et les taux directeurs, malgré les coûts de rajustement subordonnés à l'évolution attendue de l'économie et aux interventions monétaires des banques centrales;
- le PIB réel est déterminé par les taux d'intérêt à court et à long terme, les cours du pétrole, le revenu disponible, le patrimoine financier et la valeur nette du logement, le taux de change et la croissance du PIB réel à l'étranger;
- l'équation de la courbe de Phillips augmentée établit un lien entre, d'une part, la mollesse de l'économie (l'écart de production), le taux de change, le coût unitaire de la main-d'œuvre et les cours du pétrole et, d'autre part, l'inflation fondamentale;
- une règle prospective de la politique monétaire détermine la réaction du taux à un jour de la BdC à l'évolution de l'écart de production et à une prévision inflationniste de trois trimestres d'avance, dans ce dernier cas par rapport à la cible de la BdC;
- le rendement des obligations d'État à dix ans dépend du parcours prévu du taux à un jour de la BdC et de la prime à terme. Cette prime est fortement déterminée par l'évolution de la prime à terme du rendement des obligations de l'État américain à dix ans, lui-même fonction du bilan de la Réserve fédérale américaine et du portefeuille des bons du Trésor américain des autorités chinoises;
- le taux de change bilatéral Canada-États-Unis est fonction des cours du pétrole, du différentiel de croissance du PIB de ces deux pays, du différentiel des taux d'intérêt à dix ans et d'un facteur américain qui capte le rajustement multilatéral du dollar américain;
- le cours réel du pétrole, le revenu disponible réel, le taux de chômage, le patrimoine financier et la valeur nette du logement, ainsi que d'autres éléments sont au nombre des autres variables comprises dans ce modèle. L'offre et la demande mondiales endogènes de pétrole déterminent l'évolution des cours du pétrole dont fait état ce modèle.

La structure adoptée pour les États-Unis et l'Europe s'apparente à celle du Canada, alors que les spécifications des autres pays sont moins circonstanciées.

Gosselin, Marc-André et René Lalonde, 2005, « MUSE : The Bank of Canada's new projection model of the U.S. economy », *Rapport technique n° 96 de la Banque du Canada*.

Gervais, Olivier et Marc-André Gosselin, 2014, « Analyzing and Forecasting the Canadian Economy through the LENS Model », *Rapport technique n° 102 de la Banque du Canada*.

Études économiques de la Banque Scotia, [Tableau des Prévisions de la Banque Scotia en date du 3 novembre 2017](#).

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.