

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

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

LA RÉSERVE FÉDÉRALE : PLAIDOYER POUR UN DURCISSEMENT SOUTENU

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

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

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

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

RENSEIGNEMENTS

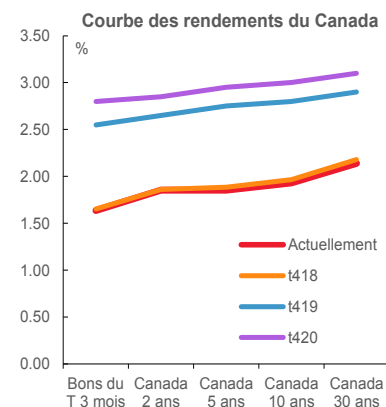
Derek Holt, VP et chef des Études économiques sur les marchés des capitaux

416.863.7707

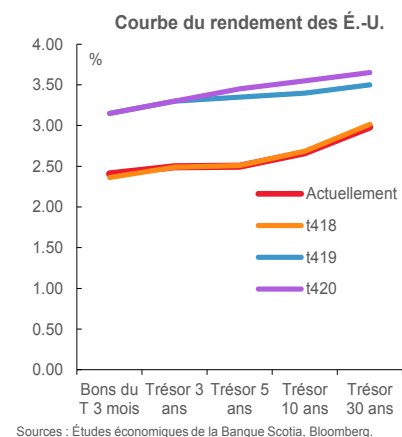
Études économiques de la Banque Scotia

derek.holt@scotiabank.com

Graphique 1

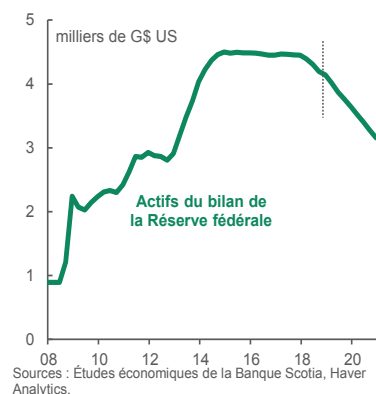


Graphique 2



Graphique 3

Le débouclage du bilan de la Fed



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

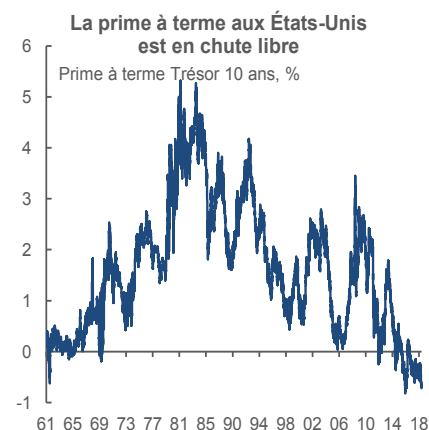
La prévision des Études économiques de la Banque Scotia pour l'évolution traditionnelle et non traditionnelle des taux directeurs a toujours été un peu plus prudente que celle du FOMC. Il faut se rappeler qu'avant décembre 2018, le consensus du FOMC laissait entendre qu'il y aurait quatre hausses de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

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

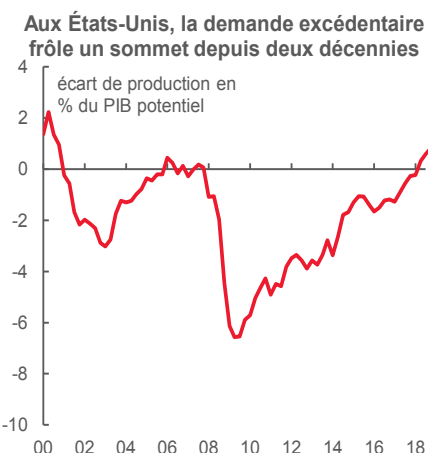
L'essentiel du débat consiste à se demander si la politique monétaire et les marchés financiers sont allés trop loin dans le durcissement des conditions pour rapprocher les États-Unis du bord d'une récession sur notre horizon prévisionnel. Pour bien des raisons, il est difficile de l'admettre.

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

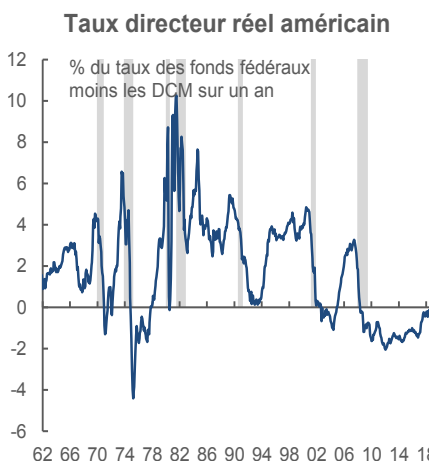
Il est essentiel de noter que la hausse estimée d'un point de pourcentage dans l'écart de production depuis la fin du T1 avant le basculement en territoire de demande excédentaire considérable **devrait donner lieu à des incidences positives décalées sur les pressions qui s'exercent sur les prix**, et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

Graphique 4


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

Graphique 5


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

Graphique 6


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

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

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

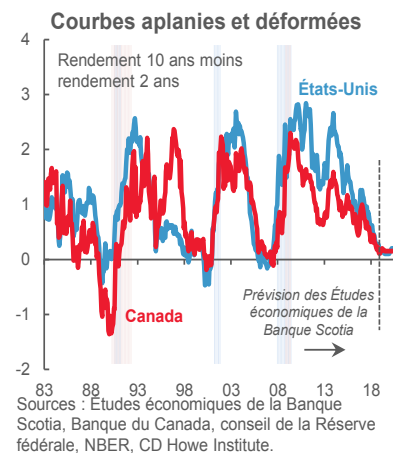
Le risque inflationniste supplémentaire s'explique par la possibilité de faire marche arrière sur des décennies de libéralisation de l'ordre du commerce mondial et sur ses incidences négatives pour la productivité, sur l'offre de l'économie mondiale en général, et en définitive, sur l'inflation. Les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

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

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

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

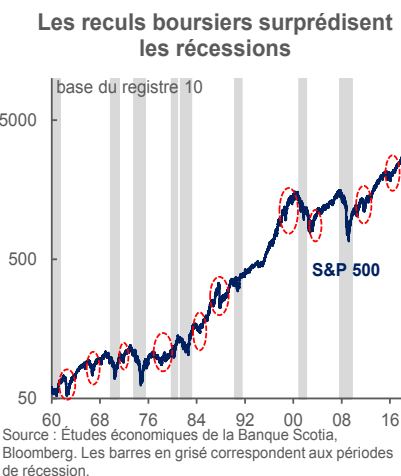
Graphique 7



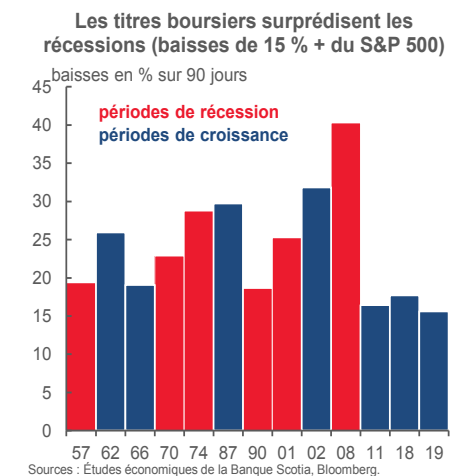
Graphique 8



Graphique 9



Graphique 10



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

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

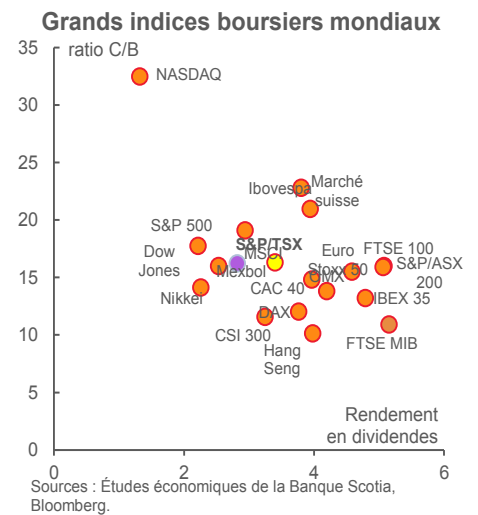
Pour ce qui est du risque du crédit aux entreprises, il ne fait aucun doute que ce risque est repris en compte dans les cours en raison d'un surciblage de la tolérance au risque; mais à notre avis, cette évolution nous ramène à des valorisations plus raisonnables, au lieu de télégraphier la fin de la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

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

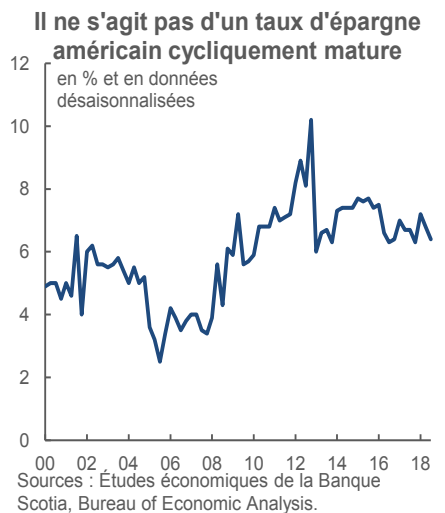
LA BANQUE DU CANADA : INTERRUPTION PASSAGÈRE DU RELÈVEMENT DES TAUX

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

Graphique 11



Graphique 12



Graphique 13



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

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

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

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

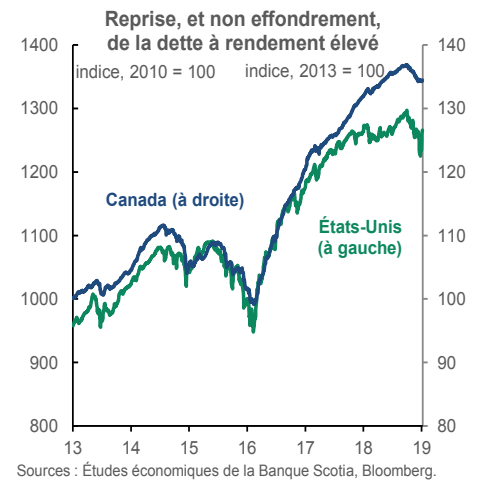
Cet argument vaut également pour le dollar canadien. **Le huard reste sous-valorisé** selon les modèles d'équilibre à long terme, par exemple la parité du pouvoir d'achat, qui donne un ordre de grandeur des valorisations à long terme (graphique 16). Le Canada — à la différence des États-Unis — n'est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

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

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

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

Graphique 14

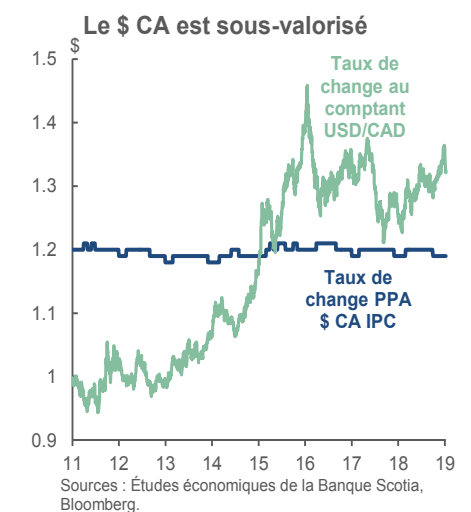


Graphique 15

Taux directeur réel négatif de la BdC



Graphique 16



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

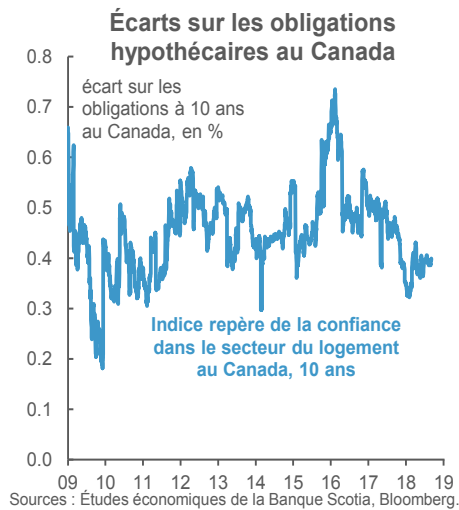
Lorsque la baisse des cours du pétrole s'est répercutée sur l'économie canadienne, l'Alberta est intervenue en imposant de lourds contingents de production, qui ont eu essentiellement pour effet de rogner la production de 8 % dès le début de l'année. Ces contingents pèseront sur les variables de l'activité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

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

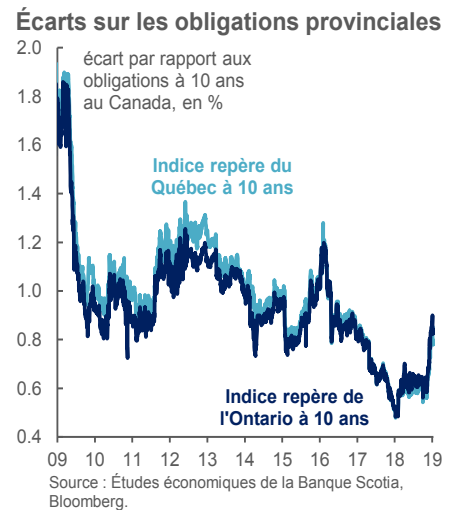
Dans l'ensemble, le secteur non énergétique de l'économie inscrit un rendement satisfaisant, comme en témoignent les salaires, qui augmentent nettement plus rapidement dans les provinces non productrices d'énergie.

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

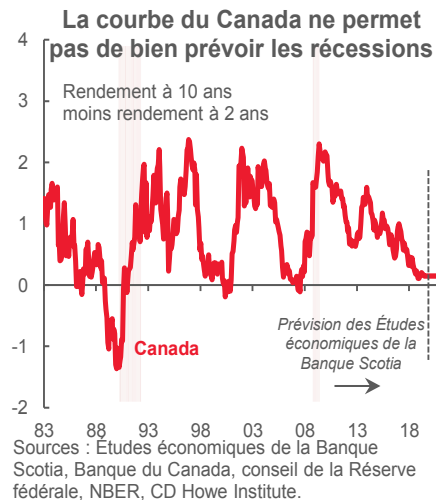
Graphique 17



Graphique 18



Graphique 19



Graphique 20



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

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

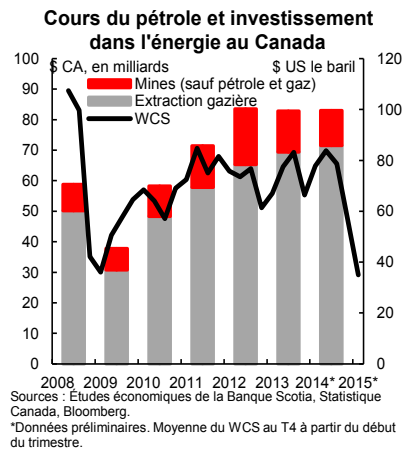
En raison de ces attentes, nous croyons que **les déséquilibres du marché du logement se révéleront gérables dans un scénario d'atterrissage en douceur**. Les stocks et les ratios des ventes par rapport aux inscriptions restent plus vigoureux que les problèmes qui ont tourmenté les marchés après la croissance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

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

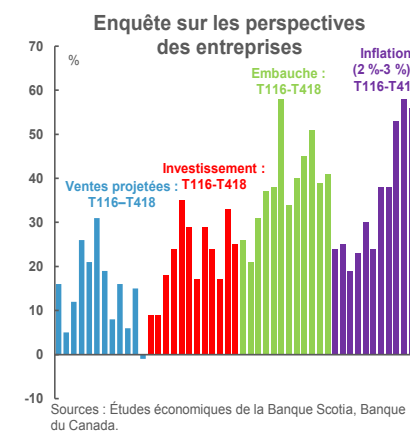
Graphique 21



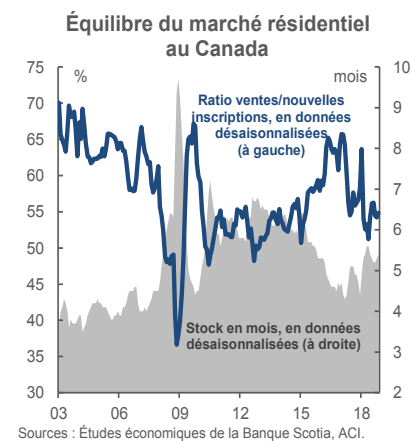
Graphique 22



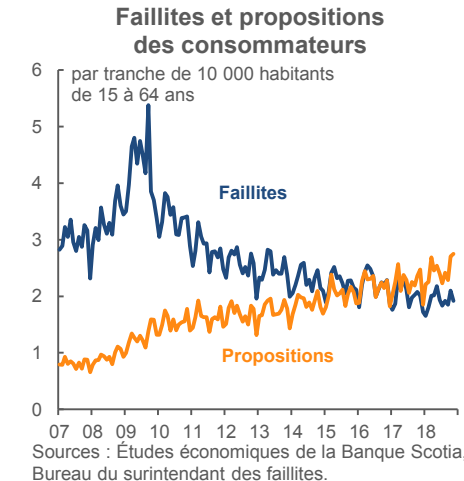
Graphique 23



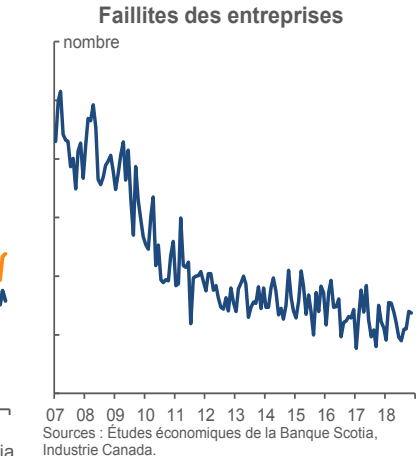
Graphique 24



Graphique 25



Graphique 26



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

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.