

Forte croissance et multiplication des risques

- **L'économie mondiale reste fondamentalement forte. En 2019, la croissance mondiale se ralentira légèrement, comme il faut s'y attendre à ce stade du cycle; or, les niveaux d'activité resteront élevés.**
- **Le risque d'un choc auto-infligé aux États-Unis s'accroît. La tentative de l'administration Trump de rééquilibrer ses échanges commerciaux avec la Chine grâce à la politique tarifaire continue de représenter le risque baissier dominant pour les perspectives mondiales.**

L'économie mondiale reste vigoureuse; or, nous avons passé le pic cyclique de la croissance mondiale. Comme c'était le cas il y a bien des mois, le plus grand risque pour la croissance reste l'escalade des tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis. Ce nuage assombrit l'horizon, puisque ces deux pays ne semblent pas vouloir céder du terrain sur ce qui paraît être des positions de plus en plus hargneuses. Nous continuons de croire que les esprits s'apaiseront et que nous éviterons une guerre commerciale sans merci entre les deux plus grandes puissances économiques dans le monde; or, notre confiance sur ce point de vue s'amenuise. Le président Trump semble ragaillardi par l'Accord États-Unis-Mexique-Canada et pourrait bien insister pour adopter des sanctions commerciales plus rigoureuses contre la Chine.

Les conséquences d'une escalade des sanctions commerciales sont indéniables : hausse des prix en Chine et aux États-Unis, baisse du pouvoir d'achat pour les consommateurs de ces pays, augmentation des coûts des intrants, accentuation de la volatilité des marchés financiers et, éventuellement, hausse des taux d'intérêt. Les effets produits sur ces deux pays s'étendront probablement à d'autres pays, puisque la Chine et les États-Unis interviennent pour près de 34 % dans le PIB mondial en parité de pouvoir d'achat.

Les mesures adoptées pour corriger les déséquilibres commerciaux en mettant l'accent sur des mesures tarifaires se révéleront vaines, puisqu'en définitive, les déficits commerciaux s'expliquent par les déséquilibres entre l'épargne et l'investissement des pays. La très forte augmentation du déficit fédéral américain viendra creuser le déficit commercial des États-Unis même si on tâche de recourir à des politiques commerciales pour éviter ce dénouement. Pour réduire le déficit commercial américain, il y a deux solutions de rechange : accroître l'épargne des particuliers — ce qui obligerait à réduire les dépenses de consommation ou l'investissement grâce à la hausse des taux d'intérêt ou à une dévalorisation de la monnaie — ou réduire déficit budgétaire. Puisque ni l'une ni l'autre ne paraît souhaitable d'un point de vue politique, l'administration Trump risque fort de rester fidèle à son parcours de relèvement des sanctions tarifaires, ce qui viendrait ironiquement réduire la consommation et l'investissement aux États-Unis, tout en diminuant aussi éventuellement l'épargne des particuliers, et ce qui, du coup, augmenterait éventuellement le déficit commercial. Il est évident que l'administration Trump n'est pas d'accord avec cette analyse. C'est pourquoi les tensions commerciales, que ce soit avec la Chine ou un autre pays, perdureront tant que M. Trump restera président et que les États-Unis éviteront de se pencher sur la cause véritable de leur déficit commercial avec le reste du monde, en adoptant plutôt des politiques inefficaces et délétères.

Les tensions commerciales représentent de sombres perspectives dans une conjoncture économique mondiale qui est pourtant vigoureuse. La croissance devrait s'accélérer dans un moins grand nombre de pays en 2019 et 2020 par rapport à 2018; or, la quasi-totalité des pays membres de l'OCDE et les principaux pays des marchés émergents devraient inscrire une croissance en 2019 comme en 2020, malgré les difficultés financières et économiques dans quelques marchés émergents. Dans les grandes puissances économiques, les marchés du travail sont généralement en situation de plein emploi, et dans bien des pays, les taux de chômage atteignent des creux cycliques, même si les gains de salaires restent

RENSEIGNEMENTS

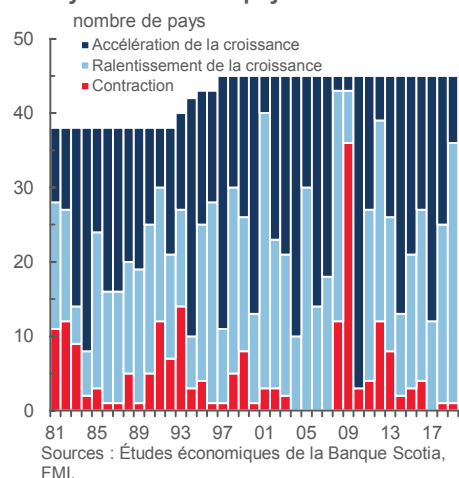
Jean-François Perrault, PVP et économiste en chef
416.866.4214
Études économiques de la Banque Scotia
jean-francois.perrault@scotiabank.com

SOMMAIRE

Tour d'horizon	1–2
Canada	3–6
Les provinces	7–9
États-Unis	10–16
La politique monétaire et les marchés financiers aux États-Unis et au Canada	17–20
Mexique	21–23
Amérique latine	24–34
Asie-Pacifique	35–42
Produits de base	43–47
Marché des changes	48–49
Tableaux des prévisions sommaires	A1–A3

Graphique 1

Pays de l'OCDE et pays liés sur les ME



léthargiques. L'inflation est toujours généralement bien maîtrisée en raison de ces gains modestes des salaires; elle est toutefois en hausse au Canada et aux États-Unis, ce qui conduit ces pays à mener l'effort de durcissement monétaire le plus rigoureux parmi les grandes puissances économiques. Tous ces faits conjoncturels rendent compte d'une économie mondiale toujours fondamentalement forte.

Du point de vue canadien, deux progrès importants façonneront les perspectives dans les prochaines années, en venant rehausser, dans un cas comme dans l'autre, les précédentes prévisions de croissance. L'AÉUMC dissipe l'incertitude liée à l'ALÉNA, dont la renégociation pesait sur la croissance canadienne depuis près de deux ans. L'inversion de cette incertitude pourrait rehausser d'environ 0,1 point de pourcentage la croissance en 2019, pour la porter à 2,2 %. L'AÉUMC devient ainsi, sans ambiguïté, une bonne nouvelle à court terme pour le Canada; or, ce pacte est loin d'être parfait. Il est un gage de paix commerciale avec les États-Unis au détriment de la compétitivité nord-américaine. Il y aura moins de libres-échanges commerciaux dans le secteur de l'automobile, ce qui rendra probablement l'industrie automobile nord-américaine moins concurrentielle mondialement et ce qui pourrait accroître les coûts pour les acheteurs de véhicules construits en Amérique du Nord lorsque les dispositions de ce pacte entreront en vigueur.

La deuxième bonne nouvelle est la décision d'aller de l'avant dans la construction d'un terminal de GNL dans le nord de la Colombie-Britannique. Nous nous attendons à ce que ce projet de 40 G\$ CA soit mis en service petit à petit en 2019 et à ce que la construction s'accélère en 2020. Lorsqu'il sera achevé, vers le milieu des années 2020, ce projet pourrait renchérir d'environ 10 G\$ CA les exportations canadiennes. D'ici là, les travaux de construction augmenteront considérablement la croissance de la production de la Colombie-Britannique et du Canada. Nous estimons aujourd'hui qu'ils ajouteront environ 0,4 point de pourcentage de croissance en Colombie-Britannique et en 2019 et près de deux points de pourcentage complets à la croissance de cette province en 2020, en plus de relever dans le même temps d'environ 0,2 point de pourcentage la croissance canadienne en 2020, pour la porter à 1,8 %. Ce projet intervient à une époque marquée par de lourdes contraintes de capacité dans l'industrie de la construction en Colombie-Britannique, et le poids qui pèse sur la main-d'œuvre — en raison des pénuries de travailleurs déjà substantielles dans le secteur du bâtiment — viendra probablement exacerber ces pénuries et faire monter le prix de la main-d'œuvre, ce qui accentuera les tensions inflationnistes.

Si on peut contrer les tensions commerciales, il se peut que la croissance mondiale reste vigoureuse dans les prochaines années. Aux États-Unis (comme au Canada), les traditionnels indicateurs de fin de cycle ne laissent pas entrevoir de ralentissement pour bientôt. La Réserve fédérale relève ses taux graduellement, à un rythme qui ne fera probablement pas plonger l'économie américaine en récession. Si notre prévision est exacte et que la Fed relève ses taux de 100 points de base d'ici la fin de 2019, la politique monétaire américaine resterait stimulante pour une grande partie de 2019, puisque le taux cible des fonds fédéraux continuerait alors de graviter aux alentours des estimations du taux neutre de la Fed. Nous n'avons pas encore atteint le point de l'épuisement naturel du cycle. À ce stade, seuls les chocs auto-infligés pourraient causer un ralentissement tragique.

Tableau 1

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

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

Canada

- Les perspectives sont nettement en train de s'améliorer : l'incertitude liée à l'ALÉNA retombe et la colossale usine de GNL de Kitimat est appelée à rehausser la croissance dès l'an prochain. Les économies mondiale et américaine toujours aussi vigoureuses aident l'économie canadienne à miser sur l'investissement et les exportations, puisque la consommation et le logement tournent au ralenti.
- Les contraintes de capacité sont très fortes, ce qui amène les entreprises canadiennes à investir dans une conjoncture jugée riche de défis par beaucoup. Les pénuries de main-d'œuvre sont aiguës, même si les salaires n'en font pas parfaitement état.
- Puisque les contraintes de capacité limitent les entreprises dans leur faculté de se développer et que la croissance devrait être supérieure à son potentiel cette année et l'an prochain, les tensions inflationnistes sont à la hausse. Nous nous attendons à ce que la Banque du Canada relève ses taux directeurs de 150 points de base d'ici le T1 de 2020, pour les porter au point médian de ce qu'elle considère comme la fourchette des taux d'intérêt neutres.
- Puisque les risques liés à l'élimination de l'ALÉNA et aux sanctions tarifaires sur les voitures construites au Canada sont désormais éclipsés, les risques d'une guerre commerciale entre la Chine et les États-Unis se multiplient, ce qui brandit une menace substantielle contre les perspectives canadiennes, même si nous nous attendons à un règlement harmonieux du conflit actuel.

UN MAL POUR UN BIEN?

Les perspectives canadiennes se sont nettement améliorées ces dernières semaines. La rotation tant attendue de la demande, dans laquelle l'investissement et l'exportation se substituent au logement et à la consommation, bat son plein, alors que les changements réglementaires et la hausse des taux d'intérêt ralentissent le logement et la consommation et que les contraintes de capacité et la très vigoureuse croissance aux États-Unis dynamisent l'investissement et l'exportation. Pour rehausser cette dynamique favorable, l'incertitude se dissipe nettement grâce à l'Accord États-Unis-Mexique-Canada (AÉUMC) et à un vigoureux coup de pouce pour la croissance en 2020 en raison de la construction du terminal de GNL de Kitimat au coût de 40 G\$ CA. Dans l'ensemble, ces bonnes nouvelles laissent entendre que la croissance au Canada s'accélérera pour passer de 2,1 % en 2018 à 2,2 % en 2019, avant de se ralentir légèrement à 1,8 % en 2020. Pour 2018 et 2019, ces prévisions sont inférieures aux résultats générés par les modèles, puisque nous continuons de dégrader les prévisions pour tenir compte de l'impact des changements réglementaires sur le marché du logement et de l'incertitude commerciale (tableau 1). En 2020, la croissance est relevée au-delà du seuil prédit

Tableau 1

Croissance réelle du PIB : impact de l'évolution des politiques

	2018p	2019p	2020p
Projections modélisées d'après les fondamentaux	2,4	2,3	1,6
Rajustements pour l'évolution des politiques et d'autres facteurs	-0,3	-0,1	0,2
Règles hypothécaires B-20	-0,1	0,0	0,0
Sanctions tarifaires sur l'acier et l'aluminium	0,0	-0,1	0,0
Incertitude de l'ALÉNA	-0,1	0,1	0,0
Protectionnisme mondial	-0,1	-0,1	0,0
Projet de GNL de Kitimat	0,0	0,0	0,2
Scénario de base actuel	2,1	2,2	1,8

Source : Études économiques de la Banque Scotia.

RENSEIGNEMENTS

Jean-François Perrault, PVP et économiste en chef

416.866.4214

Études économiques de la Banque Scotia

jean-francois.perrault@scotiabank.com

Marc Desormeaux, économiste, Provinces

416.866.4733

Études économiques de la Banque Scotia

marc.desormeaux@scotiabank.com

Juan Manuel Herrera, économiste

416.866.6781

Études économiques de la Banque Scotia

juanmanuel.herrera@scotiabank.com

René Lalonde, premier directeur, Recherche

416.862.3174

Études économiques de la Banque Scotia

rene.lalonde@scotiabank.com

Nikita Perevalov, économiste principal

416.866.4205

Études économiques de la Banque Scotia

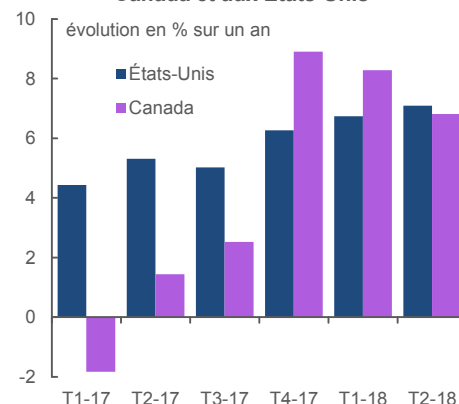
nikita.perevalov@scotiabank.com

Canada	2017	2018p	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	3,0	2,1	2,2	1,8
IPC (% sur un an, fp)	1,8	2,9	2,1	2,0
Taux directeur banque centrale (% fp)	1,00	1,75	2,75	3,00
Dollar canadien (CAD-USD, fp)	0,80	0,78	0,82	0,82

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1

Investissement réel des entreprises au Canada et aux États-Unis



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

par le modèle en raison du projet de GNL. Ces résultats devraient placer le Canada en situation de demande légèrement excédentaire en 2019, ce qui haussera à 2,2 % l'inflation fondamentale et obligera la Banque du Canada à relever les taux directeurs de 150 points de base jusqu'au milieu de 2020.

Les perspectives canadiennes ont été assombries par l'incertitude liée à l'ALÉNA pendant une grande partie des deux dernières années. Trump allait-il déchirer l'Accord? Allions-nous perdre nos droits d'accès privilégiés aux États-Unis et au Mexique? On croit que ces incertitudes et les inquiétudes qui y sont liées ont pesé sur la croissance au Canada, surtout en raison de leur impact sur les décisions des entreprises. Bien que le comportement de l'économie — et en particulier l'investissement des entreprises — depuis le début de l'année laisse entendre que ce poids n'a peut-être pas été aussi lourd qu'on l'avait craint, la renégociation de l'ALÉNA a sans aucun doute pesé sur les perspectives. À tel point qu'il s'agissait même d'un thème récurrent dans le discours du gouverneur Poloz. Ce dernier a été catégorique en affirmant que l'incertitude commerciale avait un impact déprimant sur l'investissement et l'exportation au Canada, même quand les statistiques publiées dans l'Enquête sur les perspectives des entreprises de la Banque du Canada ont laissé entendre qu'il n'y avait guère d'impact. Nous avons expressément amenuisé nos prévisions modélisées pour tenir compte de cette incertitude même.

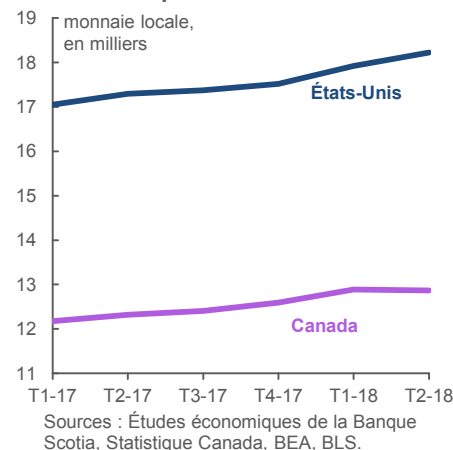
Puisqu'on s'est maintenant entendu sur l'AÉUMC et que les doutes sont désormais essentiellement éliminés, une partie du poids de cette incertitude devrait s'inverser. Ce qui ne veut pas dire que le nouvel accord donnera lieu à un essor de la croissance. Bien au contraire. Les dispositions du nouveau pacte sur l'automobile viendront réduire la compétitivité de l'industrie automobile nord-américaine à la longue, ce qui fera monter les prix et baisser éventuellement la part du marché mondial. En ce qui a trait à l'automobile, l'AÉUMC déroge au libre-échange. À plus court terme, l'impact de l'AÉUMC devrait, sans ambiguïté, être favorable, puisqu'il vient éliminer un risque majeur pour l'économie canadienne.

Pour l'heure, nous n'entrevoions qu'un léger relèvement de la croissance grâce à cette incertitude moindre. Jusqu'à maintenant, tout permet de croire que le secteur des entreprises a relevé l'essentiel des défis que le Canada affronte depuis le début de l'année. Durant l'année écoulée, l'investissement non résidentiel a suivi le rythme de l'investissement aux États-Unis (graphique 1), même si l'investissement des entreprises canadiennes par travailleur reste nettement inférieur au niveau constaté aux États-Unis (graphique 2). De plus, l'investissement direct étranger au Canada en proportion du PIB augmente depuis le début de 2017, alors qu'il baisse brusquement aux États-Unis (graphique 3).

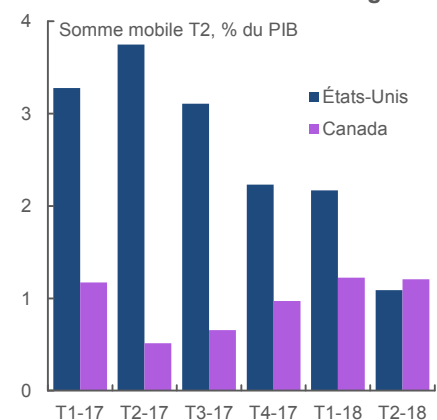
Ces deux faits laissent entendre que la litanie des facteurs qui étaient censés déprimer l'investissement des entreprises au Canada (renégociation de l'ALÉNA, baisse des taux d'imposition des sociétés américaines, augmentation des salaires minimums et pénurie dans la capacité des oléoducs, entre autres) a cédé la place à d'évidentes contraintes de capacité dans l'économie canadienne. Les taux d'utilisation laissent entendre que les entreprises tournent à plein régime dans un certain nombre de secteurs (graphique 4). Près de 60 % des entreprises sondées par la BdC déclarent qu'elles ont certaines difficultés ou des problèmes majeurs à s'adapter à l'augmentation de la demande. Les pénuries de main-d'œuvre sont de plus en plus prévalentes. Le taux des postes à pourvoir est à son plus haut dans les annales statistiques (qui ne commencent qu'en 2011) et a quasiment doublé depuis le début de 2016. Le tiers des entreprises sondées par la BdC fait savoir que les pénuries de main-d'œuvre les limiteront dans leur faculté de répondre à la demande, qui atteint son zénith depuis 10 ans. En raison de ces contraintes de capacité, les entreprises ont accéléré leurs investissements malgré les facteurs qui laissent entendre qu'une certaine prudence peut être justifiée. Nous nous attendons à ce que cette évolution se poursuive et s'accélère légèrement, en raison des moindres incertitudes liées au commerce.

Jusqu'à maintenant, les pressions assez discrètes exercées par les salaires, malgré la conjoncture la plus proche du plein emploi depuis des générations, ont surtout permis de tenir en laisse les tensions inflationnistes. Les raisons de ce phénomène restent ambiguës et pourraient, selon le gouverneur Poloz, s'expliquer par un ralentissement du marché du travail plus important que celui dont font état les statistiques de ce marché. À l'heure actuelle, les pressions aiguës exercées par les salaires sont plus évidentes sur le marché pour les travailleurs horaires, dont les salaires ont augmenté de l'ordre de 4 % sur un an en juillet, ce qui correspond au point statistique le plus récent. À l'approche des Fêtes et alors que la demande saisonnière de travailleurs dans le commerce du détail augmente, la confluence d'un taux élevé de postes à pourvoir et la forte demande de travailleurs

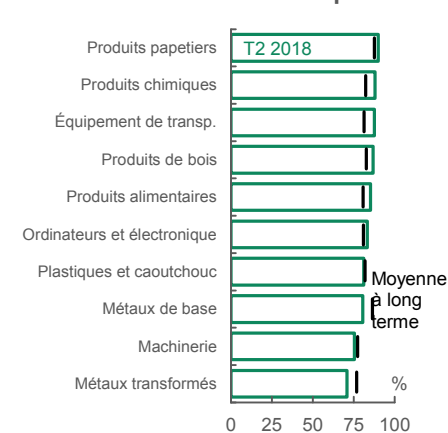
Graphique 2
Investissement réel des entreprises par travailleur



Graphique 3
Investissement direct étranger



Graphique 4
Taux d'utilisation de la capacité



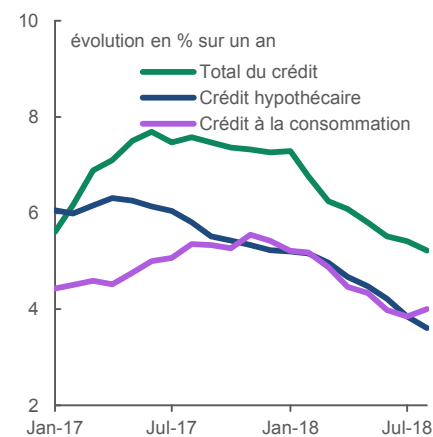
pourraient donner lieu à une hausse saisonnière exceptionnellement forte des salaires. Dans ce cas, cette évolution pourrait confirmer que les pressions exercées par les salaires commencent enfin à tenir compte de la conjoncture du travail, ce qui pourrait hausser considérablement les tensions inflationnistes.

Pourtant, il n'y a pas de preuve convaincante d'un impact disproportionné, sur l'économie, du relèvement des taux directeurs de la BdC. Les données publiées laissent entendre que l'économie semble s'adapter assez facilement aux relèvements des taux de la BdC. Le ratio de la charge de la dette a légèrement augmenté après avoir atteint des creux, alors que le ratio dette/revenu a décroché de son pic. Bien que nous n'ayons toujours pas de données permettant de porter sur la question un jugement concluant, la brusque chute de la croissance du crédit hypothécaire (graphique 5) semble être attribuable à la modification des règles de l'admissibilité au crédit hypothécaire qui sont entrées en vigueur au début de l'année, plutôt que le résultat du relèvement des taux d'intérêt (graphique 6). Les retards dans le remboursement des prêts hypothécaires en proportion du total du crédit hypothécaire continuent de baisser et s'inscrivent désormais à leur plus creux depuis 1990, et les taux de défaillance sur les cartes de crédit sont inférieurs à ceux des périodes comparables pour les deux dernières années.

Puisque la croissance économique s'est accélérée et que les taux d'intérêt sont restés faibles, les marchés du logement ont connu cet été une modeste reprise dans tout le Canada. En août, les ventes de logements selon le système MLS ont augmenté pour le cinquième mois consécutif, et les baisses sur un an se sont modérées substantiellement par rapport au début de 2018. Bien que les gains récents des prix des logements aient été concentrés dans les habitations à coût moindre comme les appartements et les maisons en rangée, les baisses parmi les types de logements plus chers se ralentissent. Le rebond ou la stabilisation de l'activité des ventes dans la plupart des grands marchés (graphique 6) laisse entendre que les acheteurs et les vendeurs s'adaptent à la hausse des coûts du crédit et au durcissement des règles hypothécaires adoptées le 1^{er} janvier 2018.

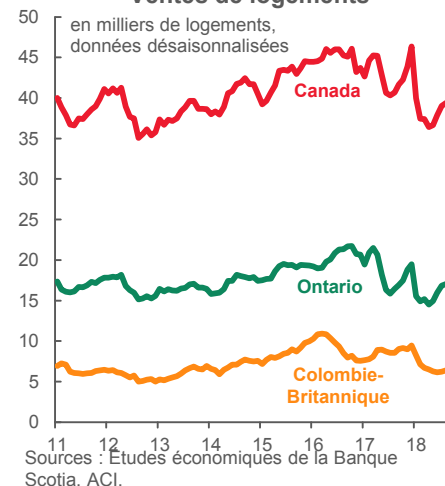
En Ontario et en Colombie-Britannique, l'abordabilité des logements est le premier motif de préoccupation. Nous nous attendons à ce que les prix des logements toujours élevés et les taux d'intérêt toujours faibles donnent lieu à 78 000 mises en chantier de logements en Ontario cette année et à 72 000 logements en 2019 comme en 2020. Grâce aux mêmes facteurs, la construction résidentielle en Colombie-Britannique restera également statistiquement vigoureuse : les mises en chantier devraient, selon les projections, s'établir à une moyenne de l'ordre de 40 000 logements pendant la période de 2018-2020. Or, la construction neuve ne devrait éroder que lentement les déficits importants de l'offre accumulés dans les deux régions, et nous nous attendons à ce que la forte croissance des prix des logements reprenne l'an prochain. Dans le Sud de la Colombie-Britannique, dans le Grand Golden Horseshoe de l'Ontario et dans l'ensemble des provinces

Graphique 5

Crédit canadien


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

Graphique 6

Ventes de logements


Sources : Études économiques de la Banque Scotia, ACI.

Tableau 2

Prévisions canadiennes trimestrielles	2018		2019				2020			
	T3e	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Économique										
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	2,1	2,4	2,1	2,1	1,9	1,7	2,1	2,0	1,5	1,5
PIB réel (variation annuelle en %)	2,0	2,2	2,4	2,2	2,1	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	2,9	2,9	2,8	2,6	2,3	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0
Moyenne des nouveaux indices de référence (évolution sur un an, en %)	2,1	2,2	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Financier										
Dollar canadien (USD/CAD)	1,29	1,28	1,25	1,25	1,22	1,22	1,22	1,22	1,22	1,22
Dollar canadien (CAD/USD)	0,77	0,78	0,80	0,80	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82
Taux à un jour de la Banque du Canada (%)	1,50	1,75	2,00	2,25	2,50	2,75	3,00	3,00	3,00	3,00
Bon du Trésor à 3 mois (%)	1,58	1,80	2,05	2,30	2,55	2,80	3,00	3,00	3,00	3,00
Obligation du Canada à 2 ans (%)	2,21	2,50	2,40	2,55	2,70	2,85	3,05	3,05	3,05	3,05
Obligation du Canada à 5 ans (%)	2,34	2,55	2,50	2,60	2,75	2,90	3,10	3,10	3,10	3,10
Obligation du Canada à 10 ans (%)	2,43	2,60	2,60	2,70	2,85	3,00	3,15	3,15	3,15	3,15
Obligation du Canada à 30 ans (%)	2,42	2,65	2,65	2,75	2,90	3,10	3,30	3,35	3,35	3,35

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

essentiellement productrices de pétrole, les grandes agglomérations continueront de se débattre avec les déséquilibres fondamentaux entre la demande et l'offre. Dans d'autres régions, la trajectoire prévue de la construction de logements et des gains de prix suit la croissance de l'emploi et les tendances démographiques sous-jacentes.

La vigueur de la demande des États-Unis et une crête dans les livraisons de produits dans le secteur de l'énergie donnent actuellement lieu à un vif rebond de la croissance des exportations depuis le début de l'année. Les exportations à destination des États-Unis ont été aussi étayées par une avalisation des produits de l'acier et de l'aluminium — qui ont progressé à un rythme annualisé de plus de 40 % en glissement trimestriel et en données nominales — en prévision des sanctions tarifaires imposées le 1^{er} juin sur les importations de ces biens au départ du Canada. Le commerce extérieur a probablement fléchi au troisième trimestre lorsque les effets temporaires liés aux sanctions tarifaires se sont amoindris, même s'ils restent prononcés en raison de la vigoureuse croissance aux États-Unis et de la croissance économique mondiale solide, mais fragile. Nous nous attendons à ce que l'économie américaine continue d'étayer une forte croissance dans l'exportation des biens et des services canadiens, qui devrait, selon nos prévisions, s'établir à 3,1 % en 2018 et à 3,6 % en 2019, avant de se ralentir à 2,2 % en 2020 lorsque la croissance économique américaine se rapprochera à nouveau de son potentiel à long terme.

À terme, la croissance des exportations profitera de la colossale usine de GNL à construire en Colombie-Britannique, ce qui donnera probablement lieu à des exportations supplémentaires totales de l'ordre de 10 milliards de dollars par an. Bien qu'il soit improbable que les incidences sur les exportations se manifestent avant le milieu des années 2020, la réalisation de ce projet de 40 G\$ CA aura d'importantes retombées économiques pendant les travaux. Nous estimons aujourd'hui que ce projet viendra renchérir de 0,2 point de pourcentage la croissance canadienne et de presque deux points de pourcentage complets la croissance de la Colombie-Britannique en 2020, année au cours de laquelle la construction battra son plein à notre avis. Cette poussée de croissance coïncide avec la baisse de la croissance nationale en deçà du potentiel en raison des efforts consacrés par la BdC à la modération de la croissance. Ce projet fera probablement surgir certaines difficultés à cause des 60 000 postes à pourvoir environ en Colombie-Britannique, dont 5 400 dans le secteur du bâtiment. Cette demande supplémentaire de main-d'œuvre créée par ce projet exercera d'autres pressions sur les salaires et devrait rehausser les tensions inflationnistes.

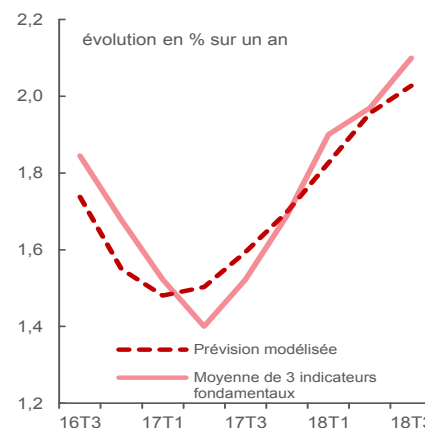
Les contraintes de capacité sont déjà en train de provoquer des tensions inflationnistes, puisque l'inflation continue d'évoluer essentiellement en suivant notre modèle (graphique 7). Parce que la demande excédentaire devrait s'accroître encore en 2020, les tensions inflationnistes continueront d'occuper le devant de la scène. La moyenne des trois indicateurs fondamentaux de l'inflation se situe désormais au-delà de la cible de 2 % de la BdC et est appelée à s'éloigner encore plus de la cible de la BdC dans les trimestres à venir, ce qui viendra durcir de 150 points de base encore la politique monétaire d'ici le T1 de 2020.

Malgré les nouvelles généralement bonnes des derniers mois, d'importants risques perdurent. Le dossier de l'ALÉNA étant maintenant réglé, l'administration Trump fera probablement monter les tensions commerciales avec la Chine. Même si nous continuons de croire que les esprits s'apaiseront à la lumière des torts causés à l'économie par une escalade des interventions commerciales, il est tout à fait possible que l'administration Trump reste fidèle à un parcours d'agression commerciale. Si cette éventualité devait se produire, la croissance se ralentirait, sans doute substantiellement, aux États-Unis et en Chine, avec les impacts qui s'ensuivraient sur l'économie canadienne. Nous surveillons aussi attentivement l'évolution du marché canadien du logement. Comme nous l'avons précisé ci-dessus, nous croyons qu'une bonne partie de la léthargie est localisée et s'explique essentiellement par les changements réglementaires; or, il se peut que la faute en revienne à des causes plus profondes, qui pourraient peser plus lourdement que ce que nous estimons aujourd'hui. Il y a toutefois des risques de hausse importants. L'économie américaine reste très vigoureuse, et il se peut que cette vigueur vienne mieux étayer que prévu notre économie. Dans le même temps, nous n'avons tenu compte que d'une légère inversion du poids lié à l'ALÉNA et constaté jusqu'à maintenant. Il est assez probable que l'amoindrissement de l'incertitude grâce à l'AÉUMC débouche sur une accélération plus vive des dépenses des entreprises que celle que nous intégrons dans nos prévisions.

Tableau 3

Canada	2000–17	2017	2018p	2019p	2020p
(variation annuelle en %, sauf indication contraire)					
PIB réel	2,2	3,0	2,1	2,2	1,8
Dépenses de consommation	2,9	3,4	2,2	2,1	1,7
Investissement dans le secteur résidentiel	3,7	2,8	-0,2	0,6	0,9
Investissements des entreprises	2,2	2,7	6,4	2,7	6,2
Gouvernement	2,2	2,6	2,6	1,4	1,6
Exportations	1,3	1,1	3,1	3,6	2,2
Importations	2,9	3,6	4,4	2,5	3,1
PIB nominal	4,3	5,4	4,3	4,6	4,1
Indice implicite du PIB	2,1	2,3	2,2	2,4	2,2
Indice des prix à la consommation (IPC)	1,9	1,6	2,6	2,4	2,0
IPC de base (IPCX)	1,6	1,6	1,9	2,2	2,3
Bénéfices des sociétés avant impôts	4,4	19,9	4,4	4,7	2,1
Emploi	1,4	1,9	1,2	1,0	0,8
Taux de chômage (en %)	7,1	6,3	5,9	5,8	5,8
Solde des paiements courants (en G\$ CA)	-19,7	-63,3	-62,6	-51,5	-54,2
Balance commerciale (en G\$ CA)	22,3	-24,0	-22,6	-12,9	-19,1
Solde budgétaire fédéral* (en G\$ CA)	-3,6	-17,8	-20,0	-18,0	-17,0
pourcentage du PIB	-0,2	-0,9	-0,9	-0,8	-0,7
Mises en chantier (en milliers)	200	220	213	202	201
Ventes de véhicules motorisés (en milliers)	1 679	2 041	2 000	1 950	1 900
Production industrielle	0,8	5,3	3,3	2,3	2,0
Pétrole WTI (\$ US/baril)	62	51	68	72	72
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	4,83	3,02	2,93	2,93	2,93

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Statistique Canada, SCHL, Bloomberg. * Canada, exception faite du rajustement du risque : 1,5 G\$ et 3 G\$ pour EF18–EF19.

Graphique 7
Inflation fondamentale au Canada


Source : Études économiques de la Banque Scotia.

Les provinces

- L'Alberta et la Colombie-Britannique devraient, selon les prévisions, régner sur la croissance économique des provinces en 2018; par la suite, la Colombie-Britannique prendra purement et simplement la tête du peloton en raison de l'activité nouvelle dans les projets majeurs; toutes les provinces devraient continuer de croître en 2020.
- La pression qui s'exerce dans l'austérité des dépenses publiques s'intensifie alors que la croissance des recettes se ralentit; le gouvernement fédéral offre de l'aide à court terme.

LES NOUVEAUX PROJETS ET LE PACTE COMMERCIAL PORTENT LES PERSPECTIVES PROVINCIALES

Les attentes vis-à-vis de la modération des dépenses de consommation dans l'ensemble des provinces sous-tendent toujours nos prévisions. Le ralentissement de la création d'emplois est la cause immédiate de cette modération dans les régions essentiellement consommatrices de pétrole. La diminution des dépenses consacrées à la reconstruction de Fort McMurray vient contre le relèvement de l'embauche en Alberta depuis le début de l'année. À Terre-Neuve-et-Labrador, la baisse de la population devrait masquer les modestes gains projetés de l'emploi, et la croissance léthargique des salaires ainsi que la montée de l'inflation pèsent sur les dépenses de consommation de la Saskatchewan. Puisque la création d'emplois continue de s'amoinrir, que la relance menée grâce à l'Allocation canadienne pour enfants continue de se dissiper, que les taux d'intérêt augmentent et que l'activité du logement se ralentit en 2020, nous entrevoyons une légère baisse de la croissance réelle des dépenses de consommation dans la plupart des régions.

Les pénuries de main-d'œuvre dans le Centre et l'Ouest du Canada, après une évolution supérieure à la tendance dans la création d'emplois l'an dernier, font surgir de nouveaux défis. Même si les marchés du travail tendus pourraient relever les salaires, ils limitent aussi la capacité des entreprises à recruter et à croître. En juin, les taux de postes à pourvoir ont culminé à des records au Québec, en Ontario et en Colombie-Britannique et ont atteint un sommet depuis 2014 en Alberta (graphique 1), puisque l'on comptabilise un nombre considérable de postes à pourvoir dans un certain nombre de secteurs d'activité.

Les pénuries de main-d'œuvre interviennent alors que la migration interprovinciale est en pleine mutation. Le ralentissement de l'économie et les pressions sur l'abordabilité des logements semblent amoindrir l'attrait de la Colombie-Britannique, et jusqu'à maintenant, c'est l'Ontario qui en profite. En Alberta, l'amélioration des perspectives d'emplois et les salaires concurrentiels augmentent l'attrait de cette province dans la foulée de la récession de 2015-2016 (graphique 2). L'exflux net de la population du Québec vers d'autres régions — qui progresse depuis le T2 de 2003 — s'est replié dans le cadre de la vigoureuse croissance en 2017, mais repart aujourd'hui de plus belle.

Ces changements mettent en lumière l'importance de l'immigration dans le centre du Canada et en Colombie-Britannique. L'intégration des immigrants qualifiés est indispensable pour préserver l'attrait de la Colombie-Britannique et vient corriger les pénuries sur le marché de la main-d'œuvre. La productivité des travailleurs de l'Ontario tire de l'arrière sur celle de la Colombie-Britannique, de la Saskatchewan et de l'Alberta, et cette année, la hausse du nombre d'immigrants pour des raisons économiques — soit les nouveaux arrivants accueillis parce qu'ils sont en mesure de contribuer à l'économie — augure bien pour la capacité de production à plus long terme de l'Ontario. Au Québec, les nouveaux arrivants ne font traditionnellement pas aussi bien, sur le marché du travail, que dans d'autres régions; or, cette province a besoin de l'immigration pour soutenir la croissance de sa population, qui vieillit.

Dans les autres provinces, l'immigration devrait favoriser la croissance de la population. Le relèvement des cibles de l'immigration d'Ottawa pour 2018 et 2019 constitue un point de départ pour attirer les nouveaux arrivants, surtout dans les Prairies, où les immigrants sont traditionnellement les mieux intégrés dans le marché du travail. Le *Programme pilote d'immigration Canada Atlantique* vient étayer la fidélisation des immigrants dans la région de l'Atlantique, ce qui permet d'atténuer les effets du vieillissement des populations.

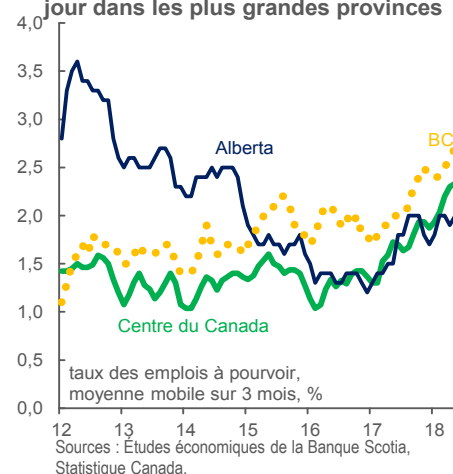
Nous nous attendons toujours à une accélération des dépenses de machinerie et d'équipement (ME) dans la plupart des provinces cette année, puisque les entreprises sont en proie à des

RENSEIGNEMENTS

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

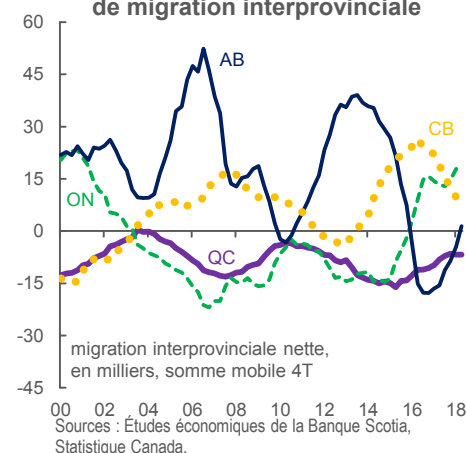
Graphique 1

Des pénuries de main-d'œuvre se font jour dans les plus grandes provinces



Graphique 2

Inversion des récents modèles de migration interprovinciale



contraintes de capacité. En Ontario, le bond prodigieux de 22,7 % (en glissement trimestriel et en données annualisées) de l'investissement réel dans la ME au T1 de 2018 a dynamisé les gains à l'échelle nationale, alors qu'au Québec, les dépenses de ME se sont accélérées au T2 après avoir marqué une pause au premier trimestre.

Puisque les entreprises corrigent cette année les limitations de leur capacité, nous nous attendons à une hausse de l'investissement dans la construction non résidentielle, déjà en bonne voie (graphique 3) de surclasser les dépenses de ME comme principal pilier de la croissance dans la plupart des provinces. En Alberta, les gains constants prévus dans les dépenses en immobilisations consacrées aux bâtiments non résidentiels s'expliquent par la construction d'installations pétrochimiques et d'infrastructures pétrogazières traditionnelles. La volatilité du différentiel entre les prix du pétrole léger et ceux du pétrole lourd, en raison de la capacité insuffisante de transport par oléoduc, continue de poser un risque de baisse considérable pour l'investissement en Alberta comme en Saskatchewan. L'activité industrielle et commerciale — concentrée à Toronto, mais aussi présente dans d'autres grandes villes — devrait favoriser la croissance soutenue de l'Ontario. On s'attend aussi à ce que le secteur industriel et commercial étaye la croissance économique du Québec; l'investissement minier et l'agrandissement des installations portuaires devraient apporter un coup de pouce supplémentaire.

Les perspectives économiques de la Colombie-Britannique sont dominées par le projet de LNG Canada au coût de 40 G\$ CA, qui a fait l'objet d'une décision finale d'investissement le 2 octobre 2018. Dans le cadre de ce projet, l'entreprise construira un pipeline de gaz naturel à partir du Nord-Est de la Colombie-Britannique jusqu'à un nouveau terminal d'exportation à Kitimat; les travaux se dérouleront probablement jusqu'en 2025. Dans nos prévisions, nous supposons qu'on engagera des dépenses en immobilisations proches de 14 G\$ CA en 2019-2020, ce qui vient ajouter deux points de pourcentage environ au PIB réel sur les deux années et ce qui vient hisser la Colombie-Britannique à la tête des autres provinces. Les projets d'hydroélectricité viennent encore promouvoir l'investissement dans la construction non résidentielle.

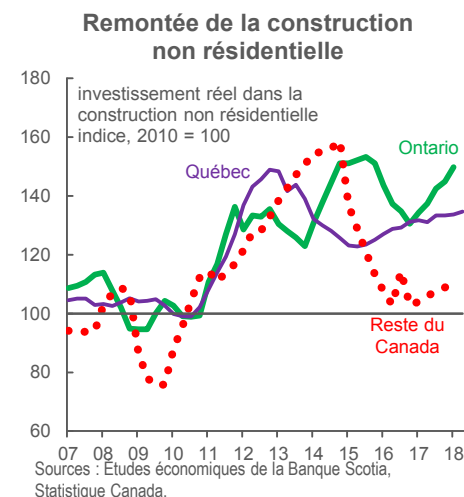
Pour la plupart des provinces, l'Accord États-Unis-Mexique-Canada (AÉUMC) laisse entrevoir une baisse associée à la résiliation de l'ALÉNA. L'Ontario, dont les livraisons de véhicules automobiles et de pièces détachées aux États-Unis ont représenté 30 % des recettes exportatrices nominales de 2013-2017, est probablement épargné par les sanctions tarifaires américaines de 25 % sur les automobiles construites à l'étranger. Certains agriculteurs sont contrariés par les généreux droits d'accès consentis aux États-Unis sur les marchés laitiers canadiens; or, ce pacte permet au Québec d'éviter un risque majeur de ralentissement. Le Nouveau-Brunswick reste assujéti, avec le Québec et la Colombie-Britannique, aux droits de douane sur le bois d'œuvre résineux; cette province poussera toutefois un soupir de soulagement, en raison de sa part de 88 % dans les exportations non énergétiques destinées au marché américain pour 2013-2017 (graphique 4). Dans les régions essentiellement productrices de pétrole — et moins vulnérables au bouleversement des échanges commerciaux avec les États-Unis —, le pacte vient faire table rase d'un certain nombre de règlements archaïques qui n'imposaient essentiellement pas de contraintes aux producteurs dans le cadre de l'ALÉNA. Les inconvénients potentiels sont attribuables aux conditions qui obligent à donner un préavis en cas de négociation d'accords de libre-échange avec des pays qui ne font pas partie de l'accord, ce qui pourrait faire obstacle aux efforts menés par plusieurs provinces pour être plus présentes sur les marchés asiatiques.

Pour la production et l'exportation des produits agricoles, les perspectives à court terme sont nuancées. Les agriculteurs s'attendent à ce que la production des grandes récoltes baisse cette année dans l'ensemble des provinces des Prairies — essentiellement à cause de la sécheresse — ainsi qu'en Ontario. Le marché mondial plus concurrentiel pour le blé — culture vivrière de base dans bien des provinces — et l'augmentation de la demande de protéines dans la Région indo-pacifique sont au nombre des autres tendances de cette évolution. Cette dernière région pourrait être florissante pour les producteurs de viandes et de légumineuses; or, les droits tarifaires d'importation en Inde sur les légumineuses canadiennes constituent des défis.

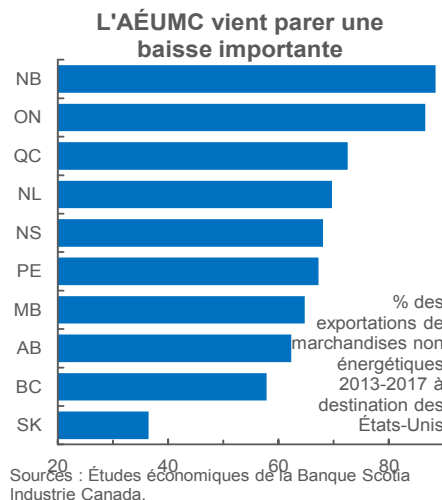
L'exportation des services restera arrimée au tourisme et au secteur des technologies. En juillet, huit provinces ont inscrit des gains sur un an depuis le début de l'année, et des travaux d'agrandissement des infrastructures touristiques se déroulent dans de nombreuses administrations. Les investissements dans la conception des jeux vidéo devraient étayer les gains du secteur des technologies au Québec. Une entreprise de construction de véhicules autonomes et une société de commerce électronique augmentent actuellement leur présence à Toronto. Vancouver et Victoria accueillent de nombreux bureaux satellites de haute technologie qui font partie d'importantes sociétés internationales et de sociétés locales dont le développement est fulgurant.

En 2020, le ralentissement de la croissance économique américaine devrait provoquer un ralentissement des gains des exportations dans le centre du Canada. Notre prévision pour une modération de la croissance économique au Québec et en Ontario s'explique par le ralentissement de la demande importatrice aux États-Unis. Par contre, la hausse de la production pétrolière devrait continuer de porter de vigoureux gains à l'exportation et des excédents commerciaux dans les régions essentiellement productrices de pétrole.

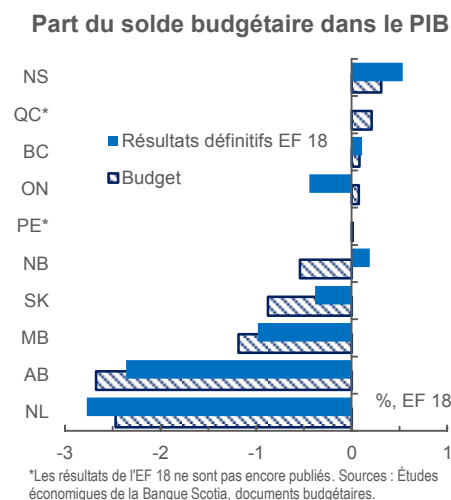
Graphique 3



Graphique 4



Graphique 5



LE PARCOURS BUDGÉTAIRE DES PROVINCES TIENT COMPTE D'UN RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE

Le ralentissement de la croissance des recettes est un grand motif de préoccupation budgétaire à terme. Puisque la croissance économique de l'an dernier s'essouffle, bien des provinces devront s'en remettre plus massivement à l'austérité des dépenses pour réduire leurs déficits et respecter les priorités de leurs politiques. Jusqu'à maintenant, six provinces ont fait état de positions budgétaires meilleures qu'attendu pour l'EF 18 (graphique 5, page 2); or, les réseaux de soins de santé seront de plus en plus contraints par le vieillissement de la population, et la hausse des taux d'intérêt fera augmenter les coûts de la charge de la dette à l'aube de 2020. Grâce à une solide situation budgétaire, la nouvelle administration élue au Québec s'est engagée à cibler la compétitivité et à alléger le portefeuille des électeurs en entrant en fonction. Toutefois, en Ontario, les baisses d'impôt des particuliers et des entreprises proposées durant la campagne de cette année pourraient être décalées dans la foulée des comptes rendus de la *Commission d'enquête indépendante sur les finances* de cette province, qui laissent entrevoir un déficit beaucoup plus important qu'escompté.

La politique fédérale devrait étayer dans une certaine mesure la correction budgétaire et la croissance économique des provinces à court terme. Ottawa a affecté un financement de 33 G\$ CA sur les dix prochaines années à la deuxième phase de son plan d'infrastructures. On s'attend, dans le compte rendu budgétaire de l'automne, à des mesures ciblées de modification des impôts destinées à relancer la compétitivité, dans la foulée des baisses des taux d'imposition des bénéfices des sociétés aux États-Unis en janvier 2018.

Tableau 1

Les provinces	(variation annuelle en %, sauf indication contraire)										
	CA	NL	PE	NS	NB	QC	ON	MB	SK	AB	BC
PIB réel											
2000–17	2,2	2,4	1,8	1,3	1,3	1,8	2,1	2,4	2,0	2,8	2,8
2017*	3,0	2,1	3,2	1,2	1,9	3,1	2,8	2,9	2,9	4,9	3,9
2018p	2,1	0,5	2,0	1,2	1,1	2,1	2,1	1,9	1,5	2,4	2,4
2019p	2,2	1,2	1,6	1,0	0,9	2,0	2,1	1,9	1,8	2,5	2,7
2020p	1,8	0,8	1,1	0,9	0,9	1,5	1,6	1,5	1,8	2,0	3,6
PIB nominal											
2000–17	4,3	5,6	4,2	3,3	3,3	3,7	3,9	4,4	5,3	6,0	4,6
2017e	5,4	5,6	4,7	3,1	3,2	4,5	4,8	4,3	5,4	7,9	5,9
2018p	4,3	4,1	3,9	3,2	2,9	3,8	4,1	3,9	4,1	5,5	5,0
2019p	4,6	4,1	3,9	3,1	3,0	4,3	4,6	4,3	4,1	5,5	5,3
2020p	3,7	3,9	2,9	2,8	2,4	3,4	3,7	3,5	4,4	4,8	5,8
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
2018p	1,2	0,3	2,5	1,1	0,4	1,1	1,5	0,5	0,0	1,8	0,8
2019p	1,0	0,1	0,9	0,3	0,2	0,9	1,1	0,7	0,5	1,2	1,1
2020p	0,8	-0,1	0,5	0,2	0,2	0,7	0,9	0,6	0,7	1,2	1,1
Taux de chômage (%)											
2000–17	7,1	14,3	11,1	8,8	9,5	7,9	7,0	5,1	5,0	5,2	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
2018p	5,9	14,5	9,9	7,9	8,0	5,5	5,6	5,8	6,2	6,6	4,8
2019p	5,8	14,1	10,0	7,8	8,0	5,4	5,5	5,6	6,1	6,5	4,9
2020p	5,8	14,0	10,0	7,7	7,9	5,4	5,5	5,5	6,0	6,4	4,9
Mises en chantier de logements (en milliers d'unités)											
2000–17	199	2,6	0,8	4,3	3,5	44	72	5,1	5,2	34	28
2017	220	1,4	1,0	4,0	2,3	46	80	7,6	5,0	29	44
2018p	213	1,5	0,9	4,7	2,1	46	77	6,9	3,7	29	41
2019p	202	1,4	0,8	3,9	2,0	42	72	6,1	4,6	30	39
2020p	201	1,4	0,8	3,8	1,9	41	72	6,1	5,0	31	38
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
2018p	2 000	29	9	53	39	450	855	68	48	230	219
2019p	1 950	31	8	50	37	435	825	60	50	225	229
2020p	1 905	30	8	48	35	420	810	55	49	215	235
Soldes budgétaires, exercice terminé le 31 mars (en M\$ CA)											
2000–17**	-3 635	-93	-38	-30	-153	-768	-5 115	-142	307	1 064	454
2017	-17 770	-1 148	-1	151	-117	2 361	-991	-764	-1 218	-10 784	2 737
2018p***	-20 000	-911 [†]	1	230 [†]	67 [†]	850	-3 700 [†]	-695 [†]	-303 [†]	-8 023 [†]	301 [†]
2019p***	-18 000	-683	1	29	-187	0	-15 000	-521	-306	-7 757	669
2020p	-17 000	-507	3	39	-124	0	n/a	-388	6	-7 912	810

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Statistique Canada, SCHL et Document budgétaires. *PIB réel par secteur d'activité, prix de base. **MB : EF04–EF16; AB : EF05–EF16. †Résultats définitifs EF 18.

États-Unis

LA CROISSANCE À SON ZÉNITH

- Les mesures de relance budgétaire et les efforts de promotion des échanges commerciaux pour éviter de nouveaux droits de douane viennent masquer les premiers dommages causés par les sanctions tarifaires et l'incohérence des politiques. En 2018, la croissance du PIB réel reste en bonne voie de s'établir aux environs de 2,9 % pour l'année; il s'agit de l'essor annuel le plus fulgurant depuis 2015 et d'un niveau nettement supérieur à notre estimation de 2,0 % du potentiel sous-jacent. Alors que le pic induit par le gouvernement en 2018 s'amenuise, la croissance devrait se réduire rapidement à son potentiel d'ici 2020.
- Pour ce qui est de l'élan même de l'économie, l'économie américaine est en voie de connaître, dans la foulée de 2008, sa plus longue séquence haussière dans les annales de l'après-guerre de ce pays d'ici le milieu de 2019. La possibilité de l'intensification du protectionnisme reste la principale menace qui pèse sur les perspectives américaines.

DÉBUT DE LA MODÉRATION, MAIS ESSOR TOUJOURS EN BONNE VOIE DE CONNAÎTRE UNE SÉQUENCE SANS PRÉCÉDENT

Les États-Unis continuent de mener la croissance des grands marchés développés, à 2,9 % en 2018, en raison du coup de pouce budgétaire de fin de cycle apporté en 2018 par les baisses d'impôt fédéral et les dépenses publiques supplémentaires. Bien que cette nouvelle impulsion expansionniste soit appelée à se modérer en 2019 — puisque la croissance américaine devrait se ralentir à 2,4 % en 2019 et à 1,7 % en 2020 —, l'économie des États-Unis ne devrait pas tomber en territoire récessionniste sur notre horizon prévisionnel, puisque les sources de croissance sont largement réparties parmi les grands secteurs de l'activité (graphique 1).

Nos prévisions de base tiennent compte d'une décision de porter à 25 %, le 1^{er} janvier 2019, les droits de douane de 10 % imposés le 24 septembre 2018 sur la « tranche II » des 200 G\$ US d'importations annuelles américaines au départ de la Chine (graphique 2). Dans nos prévisions, les sanctions tarifaires américaines de 25 % sur 250 G\$ US d'importations chinoises viennent rogner au moins 0,1 point de pourcentage sur la croissance de synthèse en 2019.

Dans nos prévisions de base, nous ne nous attendons pas à ce que Washington impose d'autres droits de douane sur le reliquat de 267 G\$ US de la « tranche III » des importations américaines annuelles depuis la Chine. Le tiers environ de cette dernière tranche de sanctions tarifaires frapperait une série de biens de consommation populaires au moment où la Maison-Blanche se préparerait aux élections de 2020.

Pour ce qui est du bouquet actuel des politiques et de la trajectoire de croissance de l'économie américaine, nous nous attendons à ce que la Fed relève de 2,25 % actuellement à un pic de 3,25 % d'ici le T3 de 2019 la limite supérieure de sa fourchette cible des taux sur les fonds fédéraux. Veuillez consulter la section [Politique monétaire et marchés de capitaux](#) pour prendre connaissance de notre point de vue sur les taux directeurs et les rendements en Amérique du Nord.

PERSPECTIVES DE CROISSANCE ARRIMÉES À LA POLITIQUE COMMERCIALE

La croissance continue de progresser vigoureusement à un rythme supérieur à son potentiel sous-jacent et reste généralisée : le déficit commercial est le seul facteur substantiel qui pourrait amoindrir la croissance du PIB. Après s'être établie à 2,2 % au T1 et à 4,2 % au T2 en glissement trimestriel et en rythme annualisé — ce qui représente la progression la plus vive en quatre ans —, nous nous attendons à ce que la croissance américaine s'établisse à une moyenne de l'ordre de 2,8 % en glissement trimestriel au deuxième semestre de 2018 (tableau 1). La reconstruction dans le sillage de l'ouragan viendrait relever légèrement la croissance au T4 de 2018 et au T1 de 2019, sans toutefois avoir d'incidence sur nos prévisions. Le nouveau pacte commercial conclu pour remplacer l'ALÉNA — soit l'Accord États-Unis-Mexique-Canada (AÉUMC) — a peu d'impact sur nos prévisions de croissance, puisque nous en avons déjà tenu compte dans notre scénario de base antérieur.

RENSEIGNEMENTS

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

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

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

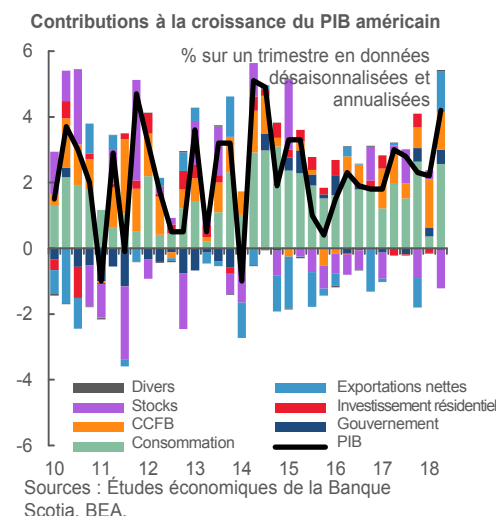
René Lalonde, premier directeur, Recherche
416.862.3174
Études économiques de la Banque Scotia
rene.lalonde@scotiabank.com

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

États-Unis	2017	2018p	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	2,2	2,9	2,4	1,7
IPC (% sur un an, fp)	2,1	2,4	2,2	2,1
Taux directeur banque centrale (% fp)	1,50	2,50	3,25	3,25
Dollar canadien (USD-CAD, fp)	1,26	1,28	1,22	1,22

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

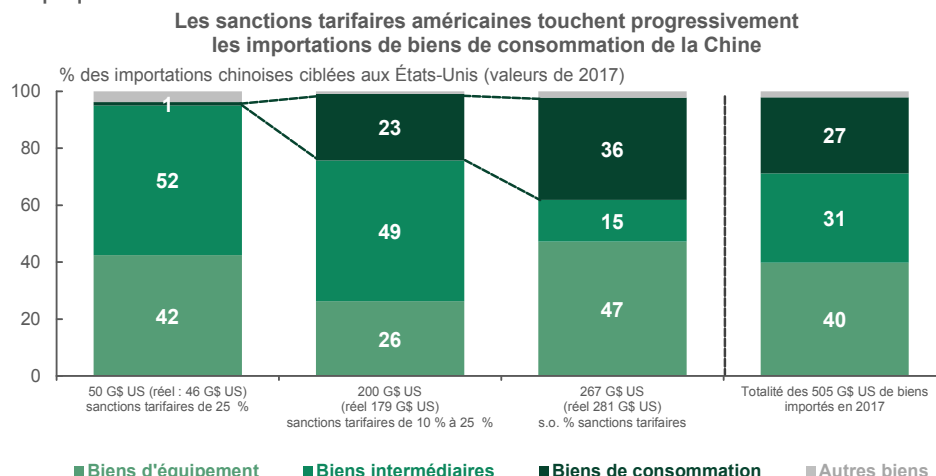
Graphique 1



Le 2 octobre 2018, le président de la Fed, Jerome Powell, a fait observer qu'« il n'y a aucune raison de croire que ce cycle ne puisse pas se poursuivre pendant encore un certain temps, voire indéfiniment ». Ce qui ne veut toutefois pas dire que la croissance ne se ralentira pas à l'aube de 2019, lorsque les effets des mesures de relance budgétaire de cette année commenceront à se dissiper. La croissance du PIB réel devrait se ralentir à 1,8 % en glissement trimestriel et en rythme annualisé d'ici le T4 de 2019 et à un niveau inférieur au potentiel, soit 1,5 %, d'ici au T4 de 2020 (tableau 1 à nouveau).

Les perspectives de croissance américaine restent arrimées à l'imposition éventuelle de sanctions tarifaires à l'encontre de la Chine et d'autres partenaires commerciaux. La décision d'enchaîner avec la tranche III des sanctions tarifaires de 25 % sur les importations chinoises retrancherait au moins 0,1 point de pourcentage encore sur nos prévisions de croissance en 2019.

Graphique 2



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, ITC des États-Unis, International Trade Centre, RAC.

MARCHÉS DU TRAVAIL PROCHES DU PLEIN EMPLOI, MAIS GAINS DE SALAIRES RELATIVEMENT MODÉRÉS

Les marchés du travail américains continuent d'inscrire le taux de chômage le plus faible depuis 1970, et l'embauche s'établit à une moyenne de l'ordre de 200 000 postes chaque mois. Puisque le ratio des candidats à des emplois à pourvoir est proche de creux dans les annales, que les taux de départ s'inscrivent à des sommets en 17 ans et que les intentions d'embauche sont toujours aussi vigoureuses hors des secteurs d'activité directement frappés par les sanctions tarifaires, la statistique de croissance des salaires de la Fed devrait rester égale ou supérieure à 3 % sur un an dans les prochains trimestres.

Au premier semestre de 2018, la consommation a été variable : le faible taux de croissance de 0,5 % en glissement trimestriel au T1 s'est enchaîné avec un taux de croissance exceptionnel de 3,8 % en glissement trimestriel et en rythme annualisé au T2 (tableau 2). Puisque l'inflation est quasiment sur un pied d'égalité avec les hausses nominales des salaires, la croissance de la consommation devrait rester vigoureuse, mais s'inscrire à moins de 2,0 % en glissement trimestriel et en rythme annualisé en 2019, alors que les mesures de relance budgétaire se modéreront, que les ménages continueront de s'efforcer timidement d'accroître leur épargne et que la hausse des taux d'intérêt viendra amoindrir les achats d'articles à prix élevé qui doivent généralement être financés. Les ventes d'automobiles, généralement sensibles aux taux d'intérêt et aux cours du pétrole, continuent de laisser entrevoir qu'elles culmineront au niveau record de l'an dernier, soit 17,0 millions d'exemplaires, et ne devraient pas monter plus haut en 2018-2019 en raison de la hausse des coûts du crédit (tableau 2 à nouveau).

Tableau 1

Prévisions trimestrielles pour les États-Unis	2018		2019				2020			
	T3e	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Économique										
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	3,2	2,5	2,1	2,0	1,9	1,8	1,7	1,7	1,6	1,5
PIB réel (variation annuelle en %)	3,0	3,0	3,0	2,4	2,1	1,9	1,9	1,8	1,7	1,6
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	2,6	2,4	2,2	2,2	2,2	2,2	2,1	2,1	2,0	2,1
Indice de référence (variation annuelle en %)	2,2	2,3	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Déflateur des DCM de base (variation annuelle en %)	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0
Financier										
Euro (EUR/USD)	1,16	1,20	1,22	1,24	1,26	1,30	1,30	1,30	1,32	1,32
Livre sterling (GBP/USD)	1,30	1,32	1,32	1,35	1,37	1,40	1,42	1,42	1,45	1,45
Yen - Japon (USD/JPY)	110	110	110	110	108	108	107	107	105	105
Fed Funds Rate (limite supérieure, %)	2,25	2,50	2,75	3,00	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25
Bon du Trésor à 3 mois (%)	2,20	2,45	2,70	2,95	3,20	3,20	3,20	3,20	3,20	3,20
Obligation du Trésor à 2 ans (%)	2,82	3,00	3,00	3,10	3,30	3,30	3,30	3,30	3,30	3,30
Obligation du Trésor à 5 ans (%)	2,95	3,15	3,05	3,15	3,35	3,35	3,40	3,40	3,45	3,45
Obligation du Trésor à 10 ans (%)	3,06	3,25	3,15	3,20	3,40	3,40	3,50	3,50	3,55	3,55
Obligation du Trésor à 30 ans (%)	3,21	3,40	3,30	3,30	3,50	3,50	3,60	3,60	3,65	3,65

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

LOGEMENTS : HAUSSE DES PRIX, MAIS BAISSÉ DES VENTES

Les prix des logements continuent de monter partout aux États-Unis. L'indice national des prix des logements Case-Schiller a progressé (en données non désaisonnalisées sur un an) pour le 78^e mois consécutif en juillet, même s'il est resté à plus de 11 % en deçà du pic atteint en 2006 en chiffres corrigés de l'inflation (graphique 3). L'indice de l'accessibilité des prix des logements de la National Association of Realtors' (NAR) s'inscrit à un niveau égal à son plus creux depuis 2008 ou est proche de ce creux pour l'ensemble de 2018 dans les quatre grandes régions américaines sondées; toutefois, l'accessibilité des prix est meilleure qu'elle l'était durant l'essentiel de la période qui a précédé la crise financière mondiale de 2008 (graphique 4).

La baisse des ventes des logements — dont témoigne le déclin sur un an, depuis le début de l'année, de 1,9 % à l'échelle nationale dans les achats de logements existants en août et les baisses accusées dans toutes les régions sauf le Sud — s'explique par la hausse des prix et par l'offre relativement limitée. La léthargie se concentre dans les logements moins haut de gamme : les logements dont la valeur est inférieure à 250 k\$ US portent l'essentiel des baisses des ventes dans les propriétés existantes. Cette évolution se déroule même si la croissance économique en fin de cycle génère les gains de salaires évoqués ci-dessus pour les ménages dont les revenus sont moindres (graphique 5). La baisse du plafond des déductions d'intérêts sur les nouvelles hypothèques et le plafonnement des exemptions, adoptées en janvier, des impôts sur le revenu des États et des administrations locales pourraient aussi déboucher sur une certaine léthargie dans les ventes de logements.

La progression des rendements obligataires contribue elle aussi à la léthargie de l'accessibilité des prix et de l'activité de ventes des logements. Récemment, le taux moyen du crédit hypothécaire fixe à 30 ans a gravité autour d'un pic en sept ans. La hausse des taux continue de décourager les propriétaires existants de refinancer leur logement ou d'acheter un logement plus haut de gamme, ce qui explique une pénurie de logements disponibles dans la tranche moins haut de gamme du marché.

Nous nous attendons à ce que la détérioration du déficit actuel de l'offre de logements fasse monter les prix, ce qui amoindrira encore l'accessibilité des prix et la vente de logements.

Les mises en chantier se sont établies à une moyenne de 1,27 million de logements (en données annuelles désaisonnalisées) en date d'août cette année — rythme qui, s'il perdure, représenterait un sommet dans la foulée de la récession —, ce qui est toutefois nettement inférieur à 1,5-1,6 million de logements correspondant au niveau existant de la demande sous-jacente. Nous nous attendons à ce que les mises en chantier se ralentissent à 1,25-1,26 million de logements en 2019-2020, alors que la création d'emplois et les revenus des ménages devraient se ralentir dans l'ensemble du pays et que les trois hausses des taux de la Fed en 2018-2019 pèseront probablement sur l'activité dans le bâtiment.

La hausse des coûts des matériaux pourrait aussi décourager la construction résidentielle.

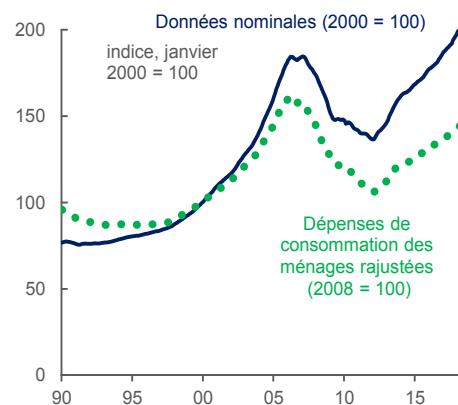
La confiance des constructeurs, mesurée selon l'indice de la National Association of Home Builders (NAHB), s'est raffermie. Or, la hausse des coûts de construction, souvent évoquée récemment comme une difficulté pour les constructeurs, devrait être aggravée par les sanctions tarifaires américaines annoncées récemment sur les importations chinoises. Nous nous attendons à ce que les prix du bois d'œuvre restent à des niveaux statistiquement astronomiques, de l'ordre de 350 \$ US à 400 \$ US sur tout l'horizon prévisionnel, même si le pic du début de 2018 dans les coûts du bois d'œuvre semble s'être amoindri et sera probablement de plus en plus absorbé par la valorisation du dollar US.

LE SECTEUR MANUFACTURIER CONTINUE D'INSCRIRE DES GAINS

Aux États-Unis, le secteur manufacturier devrait inscrire cette année sa progression annuelle la plus vive depuis 2011, qui sera suivie, en 2019, d'une croissance vigoureuse, mais moins forte. En raison des pics post-récessionnistes dans l'évolution de l'optimisme des ménages et des entreprises grâce à la solide croissance de l'emploi évoquée ci-dessus et aux baisses d'impôts des sociétés adoptées récemment en vertu des lois, la demande intérieure de

Graphique 3

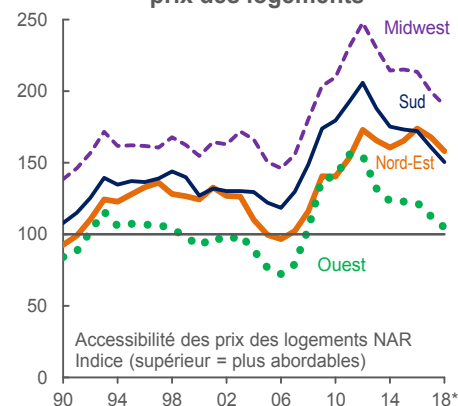
Prix des logements à la hausse



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Robert Shiller, Haver Analytics.

Graphique 4

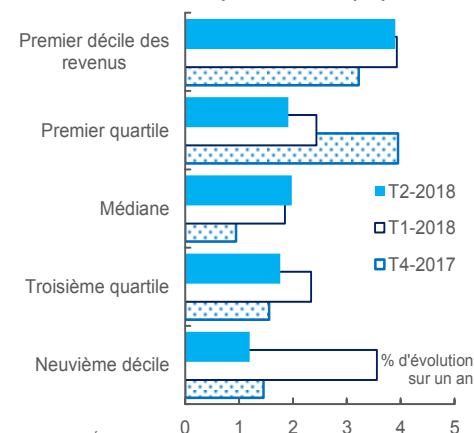
Baisse de l'accessibilité des prix des logements



*Janv.-Juill. Sources : Études économiques de la Banque Scotia, NAR, Haver Analytics.

Graphique 5

La hausse des salaires des travailleurs à moindre revenu ne favorise pas l'accès à la propriété



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, BLS, Haver Analytics.

produits fabriqués aux États-Unis est venue étayer les gains vigoureux dans l'industrie. Toutefois, l'intensification des querelles commerciales déclenchées par les États-Unis avec la Chine est appelée à ralentir les ventes sectorielles et pourrait poser des risques plus importants pour la production manufacturière en raison des retombées sur la confiance des ménages et des entreprises. En outre, malgré la résilience de l'humeur de l'industrie dans ce pays, la montée du protectionnisme américain a mis fin aux récentes poussées de l'optimisme des entreprises chez certains des plus importants partenaires commerciaux des États-Unis comme l'Union européenne.

En dépit du fort accroissement de la production manufacturière, les cadences opérationnelles dans le secteur manufacturier n'ont augmenté que légèrement depuis la fin de 2016 et continuent de graviter autour de leurs moyennes post-récessionnistes (graphique 6).

L'investissement privé en immobilisations dans la machinerie et l'équipement a crû de 13 % en données réelles depuis le T3 de 2016 après deux années de dépenses pratiquement ternes, et l'emploi dans l'industrie manufacturière progresse au rythme le plus fulgurant depuis le milieu des années 1990. L'accroissement de la capacité de production dans ce secteur a permis d'endiguer les pressions opérationnelles, même si certains sous-secteurs ont constaté un brusque revirement dans les rythmes d'exploitation, ce qui pourrait limiter leurs ventes. En raison de la hausse de l'investissement des entreprises, l'essor de la demande de machinerie a porté d'un creux de 66 % au milieu de 2016 à 77,8 % en août le rythme d'utilisation de la capacité de ce secteur.

Les commandes en carnet, à l'exclusion de l'industrie manufacturière du transport, ont inscrit une croissance de 5 % ou plus sur un durant cinq mois consécutifs; c'est la première fois qu'une séquence dure aussi longtemps depuis 2012. Puisque les entreprises manufacturières tentent de suivre la hausse de la demande, les niveaux de stocks accusent un léger retard sur les livraisons : le ratio stocks/ventes baisse pour passer de 1,44 en février 2016 à 1,34 en août 2018.

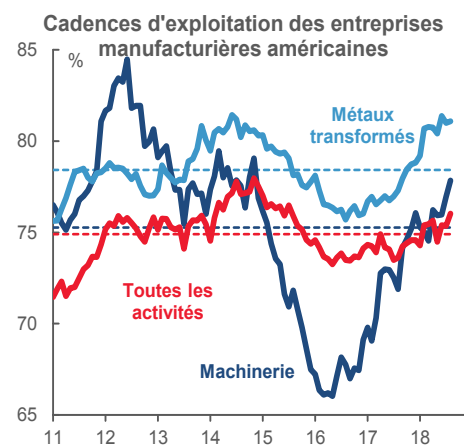
Corrigés de l'inflation, les stocks manufacturiers de biens finis sont restés relativement anémiques durant les deux dernières années environ, après avoir augmenté sans répit entre 2010 et 2016, ce qui laisse entendre que la croissance économique en fin de cycle à l'heure actuelle a surpassé les attentes des entreprises manufacturières et donné lieu à une réaction tardive dans l'accroissement de leur capacité de production.

Les sanctions tarifaires américaines sur les importations de biens industriels chinois et de différents produits d'acier et d'aluminium, de concert avec la hausse de la demande de matériaux dans le monde entier, expliquent la forte augmentation des prix des producteurs, qui pourrait commencer à peser sur les bénéfices des entreprises (graphique 7). Les prix payés pour les intrants manufacturiers durables ont grimpé de près de 10 % sur un an dans les derniers mois, ce qui est proche du rythme constaté en 2011. Depuis décembre 2017, les prix des produits sidérurgiques et des profilés d'aluminium ont augmenté de 19,5 % et de 9,2 % respectivement — ce qui se rapproche des taux tarifaires correspondants de 25 % et de 10 %. Par comparaison, les profilés de cuivre et de laiton ont accusé une baisse de prix de 5,6 % durant la même période.

Certains constructeurs automobiles américains ont également relevé une érosion des bénéfices en raison des sanctions tarifaires sur les métaux pour des raisons soi-disant de « sécurité nationale ». Le deuxième grand constructeur automobile des États-Unis, Ford, a fait savoir que les sanctions tarifaires ont coûté à l'entreprise environ 1 G\$ US de bénéfices. Par exemple, même si les prix de l'équipement électronique dans les voitures ont monté de 0,6 % depuis décembre 2017, ceux des carrosseries automobiles et des remorques ont augmenté de 3,4 % durant la même période.

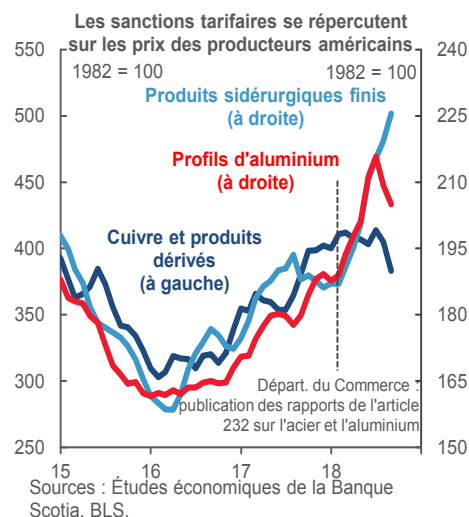
Les entreprises manufacturières américaines ont pu pousser un soupir de soulagement au terme de la renégociation de l'ALÉNA, qui pourrait donner lieu à une exemption au titre des sanctions tarifaires sur les métaux en vertu de l'article 232 sur les importations d'acier et d'aluminium au départ du Canada et du Mexique. L'Amérique du Nord représente 26 % et 42 % respectivement de l'ensemble des importations américaines de produits d'acier et d'aluminium soumis à des sanctions. Environ 67 % du total des importations d'acier et 55 % du total des importations d'aluminium ont été exemptés de l'imposition initiale, en mars 2018, des sanctions tarifaires en vertu de l'article 232 (graphiques 8 et 9, à gauche). En octobre 2018, les parts ainsi exemptées ont été ramenées à 16 % et 4 % respectivement, essentiellement en raison de l'élimination des exemptions pour le Canada, le Mexique et l'Union européenne. Certains pays ont ensuite conclu des accords avec les États-Unis pour limiter, aux contingents définis, leurs livraisons de métaux. L'Australie est le seul pays dont les exportations sont entièrement exemptées des droits de douane sur l'acier et l'aluminium en vertu de l'article 232. Durant l'été, l'Argentine, le Brésil et la Corée se sont mis d'accord sur des contingents de l'acier qui, dans l'ensemble des trois pays, se sont établis à une moyenne de 85 % de leurs exportations de 2017 à destination des États-Unis; ces ententes permettent de s'assurer que leurs exportations annuelles continuent de prendre le chemin des États-Unis en franchise de sanctions tarifaires. Dans le cas de l'aluminium, 70 % des importations de l'Argentine sont également exemptées. Si les produits d'acier et d'aluminium canadiens et mexicains devaient

Graphique 6



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, FRB.
Lignes pointillées : 2011 – moyenne actuelle

Graphique 7



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, BLS.

eux aussi être exemptés, éventuellement en contrepartie d'un accord sur des quotas de l'ordre de 85 % des courants de 2017, la part des importations américaines exemptées au titre des sanctions tarifaires de l'article 232 pourrait monter à 41 % du total des importations annuelles d'acier et à 39 % du total des importations annuelles d'aluminium. Si l'Union européenne réussit elle aussi à négocier une exemption de 85 %, la part exemptée passerait à 59 % pour l'acier et à 45 % pour l'aluminium (graphiques 8 et 9, à droite).

L'AÉUMC qui vient d'être négocié pourrait donner lieu à une augmentation de la production de pièces détachées aux États-Unis en raison de la part exigée de travailleurs à revenu élevé dans les exportations de véhicules automobiles. Le Canada, le Mexique et les États-Unis se sont entendus pour porter de 62,5 % à 75 % la part régionale exigée pour le contenu dans les voitures — dans une période de mise en place de quatre ans à partir de 2020 — et ont reproduit dans le nouveau pacte une clause qui exige que 40 % de la valeur des véhicules échangés dans la région proviennent d'usines dans lesquelles le salaire moyen s'établit à 16 \$ US l'heure. Puisque les employés du secteur de la construction automobile du Mexique gagnent en moyenne 3 \$ US l'heure environ, certains producteurs de voitures mexicains réclameront une plus forte part du marché américain ou canadien des pièces détachées. Toutefois, le durcissement des règles d'origine imposées fera probablement monter les prix des voitures à cause de la hausse des coûts des intrants, ce qui pourrait en définitive écorner la compétitivité nord-américaine et délocaliser une partie de la production à l'étranger.

LE PIC DE L'INVESTISSEMENT AU CŒUR DU PIC DE CROISSANCE DANS L'ENSEMBLE DE L'ÉCONOMIE

Au premier semestre de 2018, l'investissement des entreprises s'est accéléré : les dépenses en immobilisations sont ressorties à 6,7 % sur un an au T1 et à 7,1 % sur un an au T2. Nous nous attendons à ce que l'investissement continue d'évoluer à un rythme plus lent, mais toujours vigoureux, durant le dernier semestre de 2018, puisque les marchés relativement proches du plein emploi obligeront les entreprises à investir dans les usines et l'équipement — au lieu de rechercher des compétences de plus en plus rares — afin de répondre aux commandes qui leur sont confiées. À l'image du profil de croissance généralisée de l'ensemble de l'économie, la croissance des dépenses en immobilisations a été portée par un plus grand nombre d'activités au premier semestre de 2018 par rapport à l'année précédente. Les mesures d'incitation fiscales offertes par Washington au début de l'année en exonérant toutes les dépenses consacrées aux achats d'équipement en vertu de la *Tax Cuts and Jobs Act* des États-Unis et les baisses des taux d'imposition des sociétés ont également pu donner un léger coup de pouce à des formes précises d'investissement. Au S1 de 2018, l'investissement dans la propriété intellectuelle a bondi et a contribué tout autant à la croissance de l'investissement que les dépenses en immobilisations dans le secteur de l'énergie. (Cf. la section [Produits de base](#).) Pour l'ensemble de 2018, l'investissement des entreprises devrait inscrire une croissance de 6,9 %, ce qui est sans précédent depuis plusieurs années.

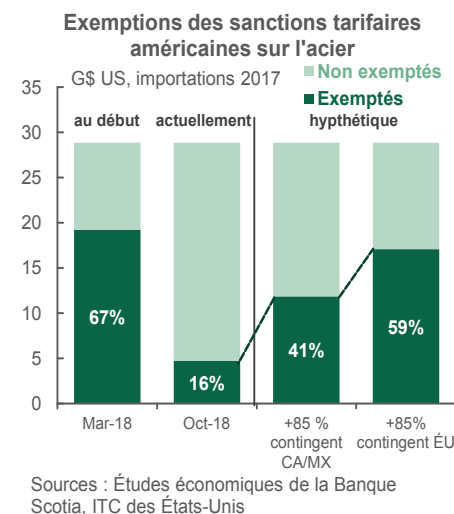
La léthargie de l'investissement des entreprises sous-tend notre prévision de modération de la croissance en 2019 et en 2020. La croissance annuelle des dépenses en immobilisations devrait fléchir à 3,1 % et 2,3 % respectivement (tableau 2, à nouveau).

LA POLITIQUE AMÉRICAINE EXPLIQUE LES DÉFICITS COMMERCIAUX SANS PRÉCÉDENT

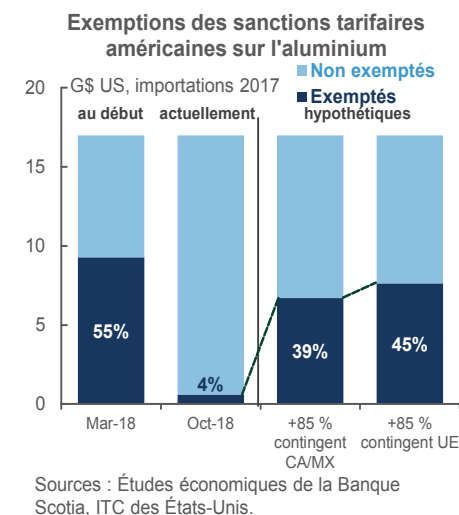
La politique adoptée par l'administration Trump, avec son bouquet de baisses d'impôts expansionnistes et de hausse des dépenses, de pair avec la force du dollar américain, sous-tend l'accroissement des importations et les déficits qui ne cessent de se creuser dans le commerce entre les États-Unis et le reste du monde. Au deuxième trimestre de 2018, le volume des exportations de marchandises des États-Unis a progressé de 13,5 % en glissement trimestriel et en rythme annualisé, ce qui représente la progression la plus fulgurante de la croissance depuis la fin de 2013. Le regain des exportations semble avoir profité de l'avalisation des commandes des États-Unis en prévision des sanctions tarifaires réciproques sur ces biens. Les exportations de produits agricoles et de boissons ont augmenté à un rythme annualisé de 110 % en glissement trimestriel et en données réelles. Par contre, les importations de biens américains ont perdu 0,4 % en glissement trimestriel.

Le conflit commercial de l'administration américaine avec la Chine devrait se poursuivre dans un avenir prévisible, puisque les États-Unis doivent toujours exprimer des exigences claires auxquelles la Chine pourrait réagir. Dans le même temps, le déficit commercial des États-Unis avec la Chine a atteint le chiffre record de 34 G\$ US en septembre, puisque les mesures de relance budgétaire intérieures continuent de dynamiser les importations. Les États-Unis ont commencé à compter des droits de douane supplémentaires de 10 % sur des importations chinoises de 200 G\$ US à

Graphique 8



Graphique 9



la fin de septembre, et ces droits devraient passer automatiquement à 25 % le 1^{er} janvier 2019. Les importateurs américains pourraient, pour l'heure, ne pas être malmenés par la nouvelle vague de sanctions tarifaires contre la Chine en raison d'une dévalorisation de l'ordre de 7 % du yuan chinois depuis le début de l'année, ce qui vient compenser une part importante des sanctions tarifaires. Toutefois, certaines entreprises pourraient accentuer leurs importations de biens chinois d'ici la fin de l'année afin d'éviter la prochaine hausse des droits tarifaires. Puisque les sanctions tarifaires de l'administration américaine s'étendront à une part plus importante des importations chinoises, l'impact sur les prix à la consommation devrait être plus direct. Environ 1 % de la première tranche de 50 G\$ US de sanctions tarifaires est constitué de biens de consommation, contre 23 % dans la deuxième tranche, qui, faut-il le préciser, laisse de côté un certain nombre d'importants appareils électroniques grand public comme les montres intelligentes. Les biens de consommation représentent 36 % de la troisième et dernière tranche de 267 G\$ US d'importations chinoises aux États-Unis, que le président a menacé de sanctionner par des tarifs si la Chine riposte contre les droits de douane actuels américains.

En réaction aux sanctions tarifaires de l'administration américaine, la Chine a imposé ses propres droits de douane, compris entre 5 % et 10 % des importations américaines sur des biens représentant 60 G\$ US, en plus des premières sanctions sur 50 G\$ US de biens soumis à des droits de 25 %. Il n'empêche que la Chine est à court de marge de manœuvre dans ses mesures tarifaires de rétorsion contre les droits d'importation, puisqu'elle n'a importé l'an dernier qu'environ 150 G\$ US depuis les États-Unis. Les dirigeants chinois pourraient déployer d'autres mesures de rétorsion non tarifaires, par exemple en consacrant des efforts pour compliquer les opérations des multinationales américaines présentes en Chine ou en augmentant les délais de traitement douanier des biens américains.

Les exportations d'automobiles et de pièces détachées canadiennes et mexicaines aux États-Unis ont mérité une exemption à concurrence d'un niveau précisé de livraison au titre de sanctions tarifaires adoptées pour des motifs soi-disant de « sécurité nationale ». En vertu de l'AEUMC, 2,6 millions de voitures particulières et tous les camions légers importés du Canada et des États-Unis seraient affranchis des sanctions tarifaires de l'article 232, si elles sont imposées, alors que 32,4 G\$ US de pièces détachées canadiennes et 108 G\$ US de pièces détachées mexicaines seraient également affranchis de ces droits. Ces deux seuils fixés pour les voitures et les pièces détachées sont loin des niveaux actuels des exportations nord-américaines à destination des États-Unis et il est improbable qu'ils soient franchis de sitôt (graphique 10). Les importations de voitures particulières du Mexique pourraient atteindre ce plafond dans les dernières années de la prochaine décennie si elles continuent de se dérouler selon leur trajectoire de croissance actuelle. Toutefois, avant cette date, la prochaine administration américaine pourrait éventuellement négocier un relèvement de ce seuil.

RAPATRIEMENT DE CAPITAUX IMPORTANT, MAIS INFÉRIEUR AUX ATTENTES

Les entreprises américaines ont rapatrié un total de 464 G\$ US dans les deux premiers trimestres de l'année en réaction à la refonte de la fiscalité américaine qui leur donne l'occasion de déduire et de rapatrier en territoire américain les bénéfices réalisés à l'étranger en contrepartie d'un impôt ponctuel. Par comparaison, le total sur deux trimestres est légèrement supérieur à la somme des profits rapatriés dans l'ensemble des quatre années précédentes. La réforme de la fiscalité des sociétés américaines a abaissé le taux d'imposition versé sur ces actifs, qui est passé de 35 % — soit le taux d'imposition antérieur sur le bénéfice des entreprises — à 15,5 % sur les liquidités et à 8 % sur les actifs distincts des liquidités ou illiquides, puisque l'administration américaine tâche d'encourager l'investissement en deçà de ses frontières. Or, il est improbable que moins d'un demi-milliard de dollars US de fonds — qui ont inscrit une baisse sur un trimestre pour passer de 295 G\$ US au T1 à 170 G\$ US au T2 (graphique 11) — et tous les bénéfices étrangers éventuels et déclarés répondent aux attentes du président Trump, qui souhaite rapatrier « plus de 4 000 milliards de dollars US, mais près de 5 000 milliards de dollars US ». En outre, on ne connaît toujours pas précisément l'importance de la part des bénéfices rapatriés qui sera investie dans les opérations américaines des sociétés ou consacrée à des rachats d'actions. L'analyse de la Réserve fédérale américaine a permis de constater que les bénéfices rapatriés au T1 de 2018 ont fait monter brusquement les rachats d'actions parmi les 15 sociétés qui ont le plus de liquidités à l'étranger par rapport aux autres sociétés qui font partie de l'indice S&P 500; la Fed n'a toutefois pas pu relever une hausse évidente des dépenses en immobilisations.

Tableau 2

États-Unis	2000–17	2017	2018p	2019p	2020p
(variation annuelle en %, sauf indication contraire)					
PIB réel	2,0	2,2	2,9	2,4	1,7
Dépenses de consommation	2,4	2,5	2,6	2,4	1,8
Investissement dans le secteur résidentiel	-0,3	3,3	0,5	1,3	1,9
Investissements des entreprises	3,0	5,3	6,9	3,1	2,3
Gouvernement	1,0	-0,1	1,8	2,3	1,6
Exportations	3,7	3,0	4,6	2,3	2,0
Importations	3,7	4,6	4,0	3,0	2,7
PIB nominal	4,0	4,2	5,4	5,0	4,1
Indice implicite du PIB	1,9	1,9	2,5	2,6	2,3
Indice des prix à la consommation	2,2	2,1	2,5	2,2	2,1
IPC de base	2,0	1,8	2,2	2,2	2,2
Déflateur des DCM de base	1,7	1,6	2,0	2,2	2,0
Bénéfices des sociétés avant impôts	5,3	3,2	6,6	2,8	1,9
Emploi	0,7	1,6	1,6	1,2	1,0
Taux de chômage (en %)	6,1	4,4	3,9	3,8	3,8
Solde des paiements courants (en G\$ US)	-501	-449	-445	-487	-540
Balance commerciale (en G\$ US)	-680	-807	-848	-904	-974
Solde budgétaire fédéral (en G\$ US)	-540	-665	-805	-1 000	-1 045
pourcentage du PIB	-3,7	-3,4	-3,9	-4,6	-4,7
Mises en chantier (en millions)	1,26	1,20	1,27	1,26	1,26
Ventes de véhicules motorisés (en millions)	15,6	17,0	17,0	16,8	16,7
Production industrielle	0,7	1,6	3,5	2,5	2,1
Pétrole WTI (\$ US/baril)	62	51	68	72	72
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	4,83	3,02	2,93	2,93	2,93

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

L'APPÉTIT DES INVESTISSEURS ÉTRANGERS POUR LES TITRES DE DETTE AMÉRICAINS EST STABLE

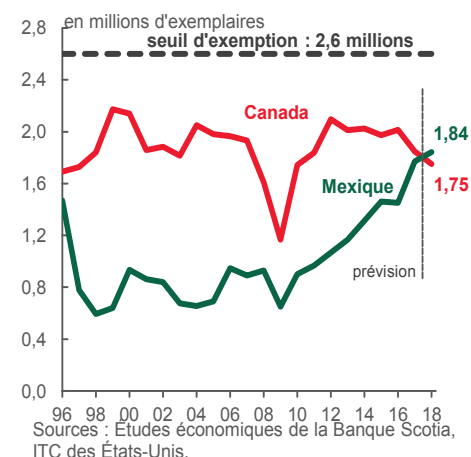
Les positions de la Chine sur les bons du Trésor américain (BTA) se sont légèrement repliées dans les derniers mois à 1 171 G\$ US, comparativement à un sommet, pour 2018, de 1 188 G\$ US en mars. Compte tenu des sanctions tarifaires imposées par l'administration Trump sur les importations chinoises, on a spéculé sur un dénouement des positions de la Chine sur les BTA en réaction aux mesures de protectionnisme des États-Unis. La Chine vient toujours en tête des détenteurs de bons du Trésor américain (BTA); elle est suivie du Japon, à 1 035 G\$ US. Même si la récente baisse des positions chinoises n'est pas considérable, la part de la Chine dans les BTA détenus à l'étranger a cependant diminué pour passer d'un sommet de 28 % au milieu de 2011 à 19 % en juillet 2018. Or, la dette publique américaine a augmenté pour passer de 19 900 G\$ US au début du mandat du président Trump en janvier 2017 à 21 500 G\$ US en août. Le supplément de 1 400 G\$ US de bons du Trésor américain vendables et émis durant cette présidence américaine est nettement supérieur à l'augmentation concomitante de 300 G\$ US de positions étrangères sur les BTA; il se peut donc que l'appétit des investisseurs internationaux pour les titres de dette américains s'amenuise légèrement.

LES PERSPECTIVES RESTENT FORTEMENT ASSUJETTIES À LA POLITIQUE

Comme nous l'annonçons depuis quelques trimestres, la principale menace qui pèse contre ce qui constituerait normalement un ensemble propice de forte croissance et d'inflation modérée aux États-Unis correspond toujours à un ensemble de choix dans les politiques budgétaires et commerciales de la Maison-Blanche, qui portent l'économie américaine en territoire de demande excédentaire, de protectionnisme imprévisible et d'accroissement des pressions sur les prix. Récemment, le président de la Fed, Jerome Powell, a déclaré que la conjoncture actuelle aux États-Unis est constituée d'« un ensemble très positif de circonstances économiques » qui pourraient être « trop belles pour être vraies ». Les longues séquences de croissance — et celle qui se déroule à l'heure actuelle est appelée à devenir la plus longue dans les annales — sont généralement dénouées par des décisions d'adopter des politiques trop stimulantes, qui ont pour effet de précipiter un durcissement des autorités monétaires. Les perspectives américaines continuent de dépendre de la question de savoir si la Maison-Blanche validera le scepticisme du président Powell ou adoptera une ligne de conduite plus circonspecte dans les efforts qu'elle consacre à refaçonner les relations commerciales américaines et à assurer une conjoncture économique favorable jusqu'au prochain cycle électoral.

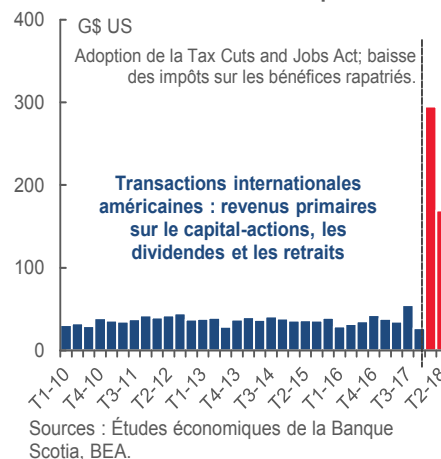
Graphique 10

Importations, aux É.-U. de voitures particulières depuis les autres pays nord-américains



Graphique 11

Les entreprises américaines rapatrient moins de 500 G\$ US au premier



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

- Le taux à un jour de la Banque du Canada devrait doubler d'ici le début de 2020.
- Le taux directeur de la Réserve fédérale américaine devrait gagner 100 points de base d'ici le T3 de 2019.
- Les courbes des rendements s'aplaniront encore : la maturation du cycle vient limiter les primes à terme.

BANQUE DU CANADA : RELÈVEMENT GRADUEL, PLUTÔT QUE BRUTAL

La Banque du Canada devrait hausser son taux directeur de 150 points de base d'ici le premier trimestre de 2020, puis se ranger sur la touche. Ce relèvement devrait abaisser encore le différentiel de taux directeur Canada-États-Unis à -25 points de base, pour étayer le dollar CA. La courbe des rendements canadiens devrait se relever, puis s'aplanir, surtout pour l'ensemble des écarts de rendement rapprochés (graphique 1). Cette évolution s'inscrit dans la foulée de nos positions prévisionnelles qui remontent à l'été 2017, à l'époque où nous avons intensifié les avertissements sur les tensions inflationnistes imminentes qui allaient motiver des hausses de taux de 100 points de base jusqu'à maintenant — et qui sont appelées à se poursuivre. Nous avons aujourd'hui mis au point ce tour d'horizon thématique réussi pour tenir compte d'une plus grande conviction dans l'évolution de la conjoncture, des risques moindres de l'ALÉNA et d'un point de vue plus positif pour l'investissement des entreprises, notamment les progrès accomplis dans l'agrandissement des oléoducs et le projet de LNG Canada en 2020-2021.

Selon la conviction essentielle qui étaye cette prévision, la politique monétaire est trop conciliante au Canada et continue d'être fidèle, à tort, aux niveaux de crise des mesures de relance. La Banque du Canada a essentiellement rehaussé son taux directeur à un rythme adapté à la croissance de l'inflation. Ainsi, le taux directeur corrigé de l'inflation (réel) n'a guère évolué, pour tomber en territoire négatif, quelle que soit la manière dont on le définit (cf. le graphique 2 pour consulter un exemple) et a été comparable aux conditions les plus généreuses de la politique monétaire à l'étranger (graphique 3). D'autres indicateurs du taux directeur réel — d'après l'IPC fondamental (2,1 %), le point d'équilibre de l'inflation à cinq ans (1,8 %), le consensus inflationniste de Bloomberg pour 2019 (2,1 %) ou les attentes inflationnistes de l'Enquête sur les perspectives des entreprises de la BdC — indiquent tous que ce taux se situe actuellement entre -25 points de base et -50 points de base environ, ou peut-être même moins. Par conséquent, la monnaie reste artificiellement faible, les différentiels de taux des provinces et du crédit hypothécaire sont rapprochés, tout comme les différentiels de taux dans la catégorie investissement et de titres d'entreprises à rendement élevé. On peut donc faire valoir que la conjoncture financière est trop stimulante.

Suivre l'exemple des autres économies à taux réel négatif est anormal quand le taux d'inflation de base du Canada est le double — voire plus — du taux de la zone euro et du Japon. Le taux d'inflation de base du Canada est sur un pied d'égalité avec celui du Royaume-Uni, et les banques centrales de ces deux pays atteignent durablement leurs cibles inflationnistes de 2 %. Il y a toutefois une différence importante, puisque le Royaume-Uni continue d'être aux prises avec l'incertitude du Brexit. Le Canada a lui aussi affronté un climat de grande incertitude dans la renégociation de l'ALÉNA; or, il s'est maintenant entendu sur l'AÉUMC et attend que ce pacte soit adopté par les assemblées législatives des trois pays, ce qu'elles ne feront probablement pas avant tard en 2019. Cette évolution justifie d'abaisser le jugement sur un risque négatif dans nos prévisions de croissance. Le Canada est donc désormais le seul, parmi les grandes puissances économiques, à être doté d'un taux directeur réel négatif et de conditions financières faciles en l'absence d'un taux d'inflation très faible, d'un risque élevé pour son régime commercial principal et de la proximité d'un marché dont les taux réels sont très négatifs.

La politique doit revenir à des conditions plus normales, adaptées à une économie qui commence à basculer en territoire de demande globale excédentaire sur fond de fortes contraintes de capacité et d'une multiplication des pénuries de main-d'œuvre. Il y a des risques

RENSEIGNEMENTS

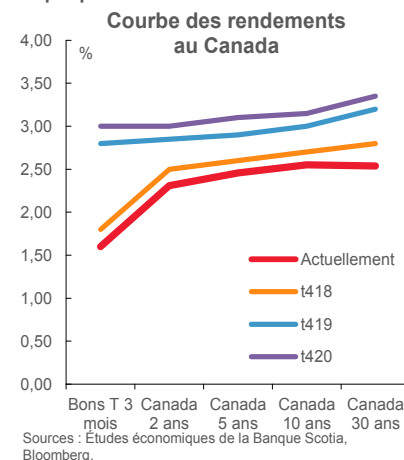
Derek Holt, VP et chef des Études économiques sur les marchés des capitaux

416.863.7707

Études économiques de la Banque Scotia

derek.holt@scotiabank.com

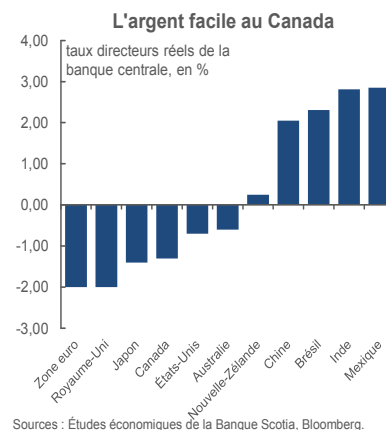
Graphique 1



Graphique 2



Graphique 3



de surchauffe dans une politique monétaire conciliante et une extension des mesures de relance budgétaire pendant une année d'élection. La BdC devrait en fait mener une transition visant à hausser effectivement son taux directeur à un rythme graduel, ce qu'elle n'a pas fait cette année, sauf pour relever deux fois ses taux à un rythme brutal. Un relèvement par trimestre correspond à ce qu'entend la Réserve fédérale comme « hausse graduelle » dans la pratique, et nous croyons que la BdC devrait suivre ce parcours. Effectivement, il existe désormais un plaidoyer pour un rythme accéléré de hausses de taux afin d'atteindre plus rapidement un taux réel de zéro ou légèrement positif dans ce qui constituerait au moins un abandon temporaire du discours sur une « hausse graduelle ». Puisque l'investissement des entreprises et le commerce affrontent des risques moindres dans la politique commerciale et qu'il est plus impératif d'investir lorsque les contraintes de capacité obligent à le faire, les secteurs sensibles aux taux d'intérêt comme le logement doivent s'apaiser durablement pour faire échec aux vastes pressions qui pèsent sur la capacité dans l'ensemble de l'économie.

LA RÉSERVE FÉDÉRALE : PEU D'OBSTACLES

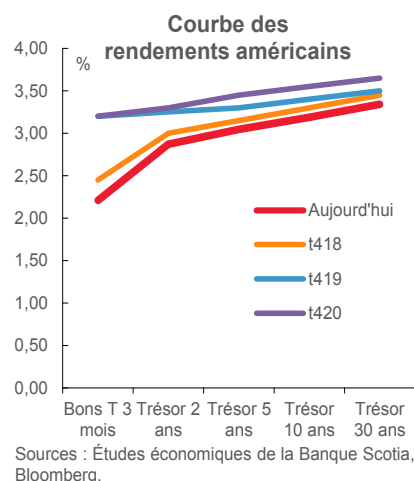
La Réserve fédérale américaine devrait relever d'un autre point de pourcentage le taux cible des fonds fédéraux d'ici le troisième trimestre l'an prochain. À ce stade, le taux directeur devrait surcibler légèrement le taux neutre estimé. Pour reprendre le consensus du FOMC, nous nous attendons à ce que le taux directeur corrigé de l'inflation progresse à un rythme légèrement plus rapide que le taux directeur réel neutre dans un surciblage cyclique destiné à durcir progressivement les conditions de la politique monétaire. Les marchés sous-évaluent à la fois le « tracé en pointillé » du FOMC et les prévisions internes de taux de la Banque Scotia (graphique 4).

Le profil des hausses de taux est éclairé par trois grands arguments. Selon l'un de ces arguments, la fonction de réaction télégraphiée par la Fed définit les hausses « graduelles » comme un rythme constant d'une hausse linéaire par trimestre civil, à moins que ces plans soient interrompus par une conjoncture catastrophique et possiblement transitoire — comme trois ouragans en 2017. Il semble que la Fed veuille graduellement se rapprocher d'un léger surciblage cyclique de son taux directeur neutre nominal de l'ordre de 3 % avec une volonté indéfectible plutôt constante. Dans ses récentes déclarations, le président de la Fed, Jerome Powell, a exprimé un parti pris pour fixer un seuil élevé qui sera éventuellement interrompu sur ce parcours.

Deuxièmement, du point de vue des fondamentaux, le plaidoyer pour un durcissement soutenu de la politique de la Fed est convaincant. L'écart de production de l'économie américaine s'est refermé et a basculé en territoire de demande globale très excédentaire, qui est appelée à le devenir encore plus. L'inflation fondamentale des dépenses de consommation des ménages cadre avec la cible inflationniste de 2 % de la Fed. Les mesures de relance budgétaire constituent un facteur qui contribue à la croissance du surciblage qui, selon ce que nous pensons depuis longtemps, nécessiterait des efforts de stérilisation grâce à un dollar US plus ferme et à la hausse des rendements obligataires de concert avec les relèvements de taux de la Fed. Ce point de vue revient à notre première évaluation de la trumponomie dans un document signé en novembre 2016 : puisque l'on récolte ce que l'on a semé, il se pourrait que pour l'ensemble du cycle, les effets de la trumponomie, qui ont surstimulé une économie qui n'avait pas besoin de l'être, s'accroissent, ce qui pourrait donner lieu à une forte émission de titres de dette et au pire marché des bons du Trésor américain qu'aient connu tous les présidents précédents à un stade comparable de leur présidence.

Or, troisièmement, nous n'appartenons pas au clan qui brandit la menace des limites des hausses de taux dérivées des risques d'une fin de cycle et de la pente de la courbe des rendements. Nous ne nous attendons pas à ce que la courbe des bons du Trésor américain s'inverse, et sa pente est un signal faussé pour l'économie par rapport au passé. Les rendements à plus long terme des bons du Trésor devraient augmenter, mais non au rythme soutenu qu'ils ont connu récemment (cf. la section suivante). Les effets de l'émission des titres de dette et des primes à terme du dénouement du bilan de la Fed pourraient entrer en ligne de compte. Toujours est-il que les bienfaits des risques du crédit à terme existent sur le marché des obligations d'entreprise beaucoup plus que sur le marché des titres souverains, plus faussé par les taux directeurs (graphique 5). La courbe des rendements des

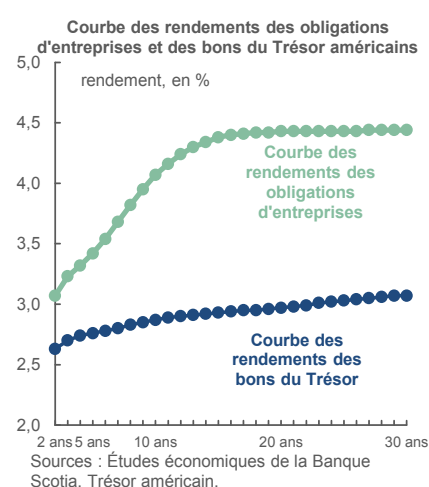
Graphique 4



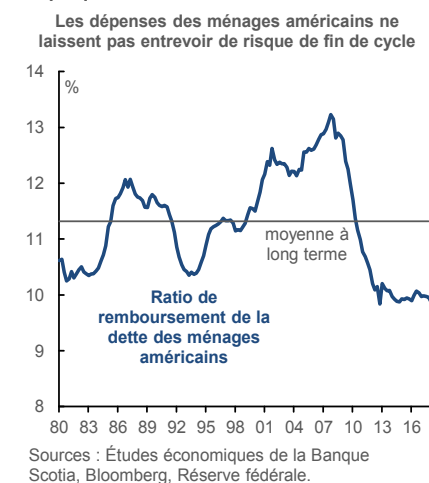
Graphique 6



Graphique 5



Graphique 7



obligations d'entreprises continue de garder ses distances par rapport à une inversion et s'aplanit énormément, ce qu'elle a eu tendance à faire dans les temps qui ont précédé les récessions dans les annales (graphique 6).

Les facteurs de ces précédentes récessions ont généralement fait intervenir des signes plus évidents que ce que nous observons dans les lacunes bilanciellées des ménages et des entreprises (graphique 7).

LES OBLIGATIONS : LES FAILLES D'UNE BELLE THÉORIE

Nous ne sommes pas enclins à extrapoler la hausse récente des rendements obligataires. Les facteurs du bond considérable des rendements pourraient être relativement temporaires d'ici la fin de l'année, avant de s'inverser au début de la nouvelle année civile. Il est probable que les facteurs plus durables de la hausse des rendements obligataires évoluent plus graduellement à la longue.

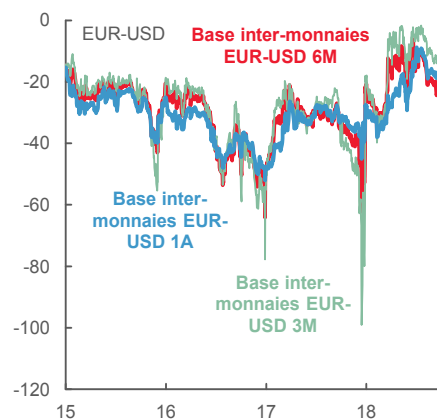
En plus de l'incertitude qui pèse sur la tolérance au risque, le fondement de l'explication de la réserve exprimée ci-après est un modèle appelé « parité des taux d'intérêt avec couverture ». La théorie veut que la différence entre les taux définis identiquement sur deux marchés doive être égale à l'écart entre les taux de change à terme et les taux de change au comptant de ces mêmes marchés. Sinon, il y a une alternative : soit que les joueurs du marché sautent dans l'action pour rechercher des occasions d'arbitrage afin de rétablir la normalité de la relation, soit que lorsque la relation ne se vérifie toujours pas, la durée résiduelle a un nom : la base inter-monnaies. En théorie, la base inter-monnaies ne devrait pas exister. Or, la théorie fait fi, dans ses hypothèses, des diverses imperfections du marché et des déficits de liquidité qui pourraient restreindre le déploiement intégral des bilans qui serait nécessaire pour profiter des occasions bénéficiaires d'arbitrage. Ces bilans sont statistiquement ceux des grandes institutions financières traditionnelles, fortement capitalisées et relativement perfectionnées.

Malheureusement, depuis au moins 2007, le modèle de parité des taux d'intérêt avec couverture, défini rigoureusement, n'a pas donné de très bons résultats, et les dérogations par rapport à ce modèle pourraient empirer. On a relevé une durée résiduelle (la base) plutôt tenace et fortement saisonnière. Effectivement, un facteur majeur de la récente hausse des rendements obligataires, qui perdurera jusqu'à la fin de l'année à notre avis, correspond à la forte augmentation de la demande de dollars américains en fin d'année et à son effet sur les coûts de couverture des monnaies étrangères pour les investisseurs séduits par les rendements plus attrayants des bons du Trésor par rapport aux obligations des gouvernements européens et japonais. L'éclatement de ce qu'il est convenu d'appeler la base inter-monnaies dans l'échange des euros et des yens en dollars US est au cœur même de la question (graphiques 8 et 9). Après avoir tenu compte de la hausse du coût du risque de couverture des monnaies, le relèvement des rendements des bons du Trésor s'évapore ou devient moins avantageux que les fonds que l'on garde dans les obligations des États européens et du Japon en monnaies locales. Ce relèvement a peut-être ensuite détruit la demande étrangère de bons du Trésor qui avait servi à endiguer la pression haussière sur les rendements de ces bons sur fond de solides fondamentaux américains et d'une émission massive de titres de dette des États-Unis. En somme, l'arbitrage n'est pas pratiqué pour profiter de l'écart de rendement nettement supérieur offert par les bons du Trésor puisque le marché des changes constitue un obstacle. Par extension, cet inconvénient s'est répercuté sur la hausse des rendements des obligations canadiennes, mais dans une moindre mesure. Il va de soi qu'il ne s'agit pas d'un facteur pour les investisseurs qui ne couvrent pas le risque de change; or, de nombreux types majeurs de comptes non financiers et financiers couvrent effectivement ce risque.

Une explication tout à fait plausible de la ténacité de la base inter-monnaies se fonde sur deux arguments. Le premier veut qu'il y ait une forte saisonnalité en fin d'année pour les pressions de financement lorsque la demande exprimée pour le dollar américain par les entreprises non financières et les banques connaît un essor fulgurant. Le deuxième argument veut que la conséquence non voulue d'une pléthore de changements réglementaires dans la période qui a suivi la crise financière mondiale ait été de restreindre le déploiement efficace des bilans pour porter les activités d'arbitrage pendant ces épisodes. Qu'il s'agisse de l'accord de Bâle, de la loi Dodd-Frank ou de la règle Volcker, il y a un risque considérable que les bonnes intentions qui consistaient à renforcer la « sécurité » du système aient peut-être produit un effet tout à fait contraire en permettant que les effets de dislocation des marchés perdurent et représentent des risques pour l'économie et le système financier. Cette affirmation peut en particulier se vérifier aux points de contrainte vulnérables des marchés mondiaux (par exemple, les guerres commerciales, les risques de l'Italie pour la zone euro et le « précipice budgétaire » potentiel aux États-Unis, entre autres).

Graphique 8

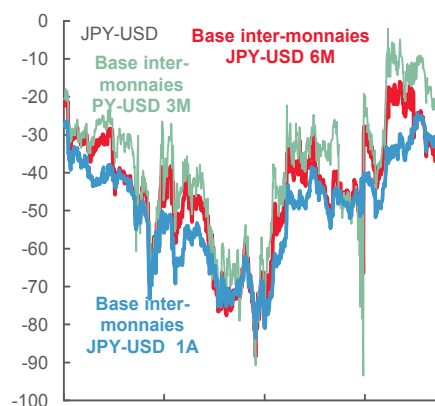
Base inter-monnaies EUR-USD



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 9

Base inter-monnaies JPY-USD



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Si nous croyons que ces effets se dissiperont, c'est essentiellement à force d'observer leur saisonnalité. Pour revenir au graphique 8, il faut noter que la notion des trois mois a représenté le plus fort éclatement de la base inter-monnaies par rapport aux notions de six mois et d'un an. Cette constatation vient étayer une difficulté de financement en fin d'année qui est généralement transitoire. Si les coûts de couverture des changes reviennent à la normale dans la nouvelle année, la demande relative de produits libellés en taux américains (et canadiens ou autres) pourrait s'améliorer et faire de nouveau peser une pression baissière sur les rendements obligataires. Ce point de vue laisserait entendre que les banques centrales devraient faire fi des distorsions des marchés en fin d'année, en les surveillant étroitement. À nouveau, ces effets éventuels sont accentués par l'incertitude dans la tolérance au risque en fin d'année.

Ce qui est quand même encourageant, c'est qu'un indicateur des tensions de financement sur les marchés du crédit à court terme ne laisse pas entrevoir un creusement classique de la crise (graphique 10). Effectivement, l'écart entre les taux LIBOR et l'OIS sur trois mois se comporte plutôt bien et baisse depuis que les États-Unis ont relevé le plafond de la dette et adopté, en février 2018, un projet de loi de dépenses et de crédits. On peut donc penser qu'il n'y a pas de considérations de risque systémique et qu'il est encore plus possible que la baisse de la demande de bons du Trésor et la hausse correspondante des coûts de couverture des changes sont des événements transitoires de fin d'année.

Quoi qu'il en soit, les pressions qui s'exercent sur les marchés obligataires américains et mondiaux expliqueront probablement un parcours cahoteux pour les marchés boursiers d'ici la fin de l'année. Pour certains investisseurs qui misent surtout sur les titres à revenus, la hausse des rendements des bons du Trésor est devenue attrayante par rapport au rendement en dividendes dans l'indice S&P500 (graphique 11). En fait, l'écart non corrigé entre les deux indicateurs se situe à son plus creux depuis 2011; il faut donc apporter des redressements pour tenir compte du risque, des impôts et d'autres facteurs, alors que la comparaison relative a manifestement changé. La hausse des rendements obligataires vient déprimer la valeur actuelle des courants de dividendes attendus et explique le remaniement des valorisations boursières. Dans la mesure où les pressions de financement des marchés obligataires et des marchés des changes pourraient se révéler temporaires d'ici la fin de l'année, des perspectives pourraient surgir en période de baisse pour les investisseurs boursiers. Il va de soi que cette évolution sera aussi éclairée par les valorisations relatives sur l'ensemble des marchés boursiers. À l'heure actuelle, les marchés américains restent parmi les plus chers dans le monde, malgré les récentes baisses. Les titres boursiers resteront vulnérables à l'évolution des résultats bénéficiaires, des monnaies et des marchés obligataires du S2, à l'incertitude qui plane sur les élections de mi-mandat aux États-Unis, aux tensions entre les États-Unis et la Chine et aux tensions entre l'Italie et la zone euro.

Graphique 10

Écart Libor-OIS américain 3 mois



Graphique 11

Des actions moins attrayantes?



Tableau 1

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

	2018		2019				2020			
			(fin de trimestre, en %)							
Canada	T3	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Taux cible à un jour de la BdC	1,50	1,75	2,00	2,25	2,50	2,75	3,00	3,00	3,00	3,00
Taux de base	3,70	3,95	4,20	4,45	4,70	4,95	5,20	5,20	5,20	5,20
Bons du Trésor à trois mois	1,58	1,80	2,05	2,30	2,55	2,80	3,00	3,00	3,00	3,00
Obligations du Canada à deux ans	2,21	2,50	2,40	2,55	2,70	2,85	3,05	3,05	3,05	3,05
Obligations du Canada à cinq ans	2,34	2,55	2,50	2,60	2,75	2,90	3,10	3,10	3,10	3,10
Obligations du Canada à dix ans	2,43	2,60	2,60	2,70	2,85	3,00	3,15	3,15	3,15	3,15
Obligations du Canada à 30 ans	2,42	2,65	2,65	2,75	2,90	3,10	3,30	3,35	3,35	3,35
États-Unis	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Taux cible des fonds fédéraux	2,25	2,50	2,75	3,00	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25
Taux de base	5,25	5,50	5,75	6,00	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25
Bons du Trésor à trois mois	2,20	2,45	2,70	2,95	3,20	3,20	3,20	3,20	3,20	3,20
Bons du Trésor à deux ans	2,82	3,00	3,00	3,10	3,30	3,30	3,30	3,30	3,30	3,30
Bons du Trésor à cinq ans	2,95	3,15	3,05	3,15	3,35	3,35	3,40	3,40	3,45	3,45
Bons du Trésor à dix ans	3,06	3,25	3,15	3,20	3,40	3,40	3,50	3,50	3,55	3,55
Bons du Trésor à 30 ans	3,21	3,40	3,30	3,30	3,50	3,50	3,60	3,60	3,65	3,65

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Mexique

CHANGEMENT DE CAP

- Le résultat des élections au Mexique a apporté, à AMLO et à son mouvement, énormément de pouvoir politique, et les attentes de l'opinion à l'endroit du nouveau gouvernement sont astronomiques. Le changement de cap est le message prépondérant du groupe d'élus, et la conjoncture macroéconomique sera largement tributaire de la définition des politiques officielles qui seront adoptées d'ici la fin de l'année.

Le message lancé par le résultat du scrutin est limpide : le Mexique veut un changement. Après un processus électoral très inconfortable, dans lequel le discours a été affligé de promesses populistes de tous les candidats, Andrés Manuel López Obrador (AMLO) a remporté haut la main les élections, en comptant, auprès de l'électorat, sur les appuis les plus solides depuis la belle époque où le PRI régnait comme parti politique suprême et unique, il y a 40 ans. Son mouvement politique, le MORENA (Mouvement pour la régénération nationale), a remporté la majorité absolue au Congrès, ce qui lui donne la maîtrise totale du budget fédéral, ainsi que la majorité, soit 18 des 32 congrès locaux, et le rapproche énormément de la majorité qualifiée pour modifier la Constitution. L'opinion publique mexicaine a donné foi aux promesses d'AMLO et de son mouvement et leur a concédé un énorme pouvoir politique pour changer l'orientation du pays. La promesse était simple et attrayante : en éliminant la corruption, l'économie sera prospère, l'emploi sera florissant et il sera possible de financer les nombreux programmes sociaux qui viendront combler l'écart entre les riches et les pauvres. Les attentes sont astronomiques pour le nouveau gouvernement, qui doit désormais relever le défi colossal de tenir ses promesses dans un monde où la réalité est loin d'être aussi simple que dans les campagnes politiques.

Le Mexique amorce aujourd'hui une longue période de transition dans laquelle l'actuel gouvernement se retire graduellement pendant que le nouveau gouvernement est sous les feux de la rampe. Il est bon de savoir que la transition se déroule aussi harmonieusement que possible. En prévision de l'investiture, le 1^{er} décembre 2018, le prochain gouvernement met tout en œuvre pour tenir les promesses de la campagne dans le périmètre de ce qu'il est en mesure de réaliser. Et il est vraiment à la peine. Les nombreux messages du nouveau gouvernement touchent le cœur de la cible : la stabilité macroéconomique sera préservée, la rigueur budgétaire sera une priorité, les dépenses publiques seront limitées pour éviter l'augmentation de la dette publique, et l'autonomie de la Banco de Mexico sera respectée. Or, c'est peu dire que de nombreux autres messages sont controversés, ce qui pourrait malmener l'économie mexicaine. Quels sont les messages auxquels il faut être attentif et dont nous devons tenir compte dans nos projections?

Nombre des idées et des commentaires exprimés pourraient laisser entendre que le nouveau gouvernement adoptera un paradigme différent pour les politiques officielles, en réinstituant un État interventionniste qui participe massivement à l'orientation des dossiers économiques, ce qui viendra modifier considérablement l'orientation du pays. Dans des déclarations fréquentes, l'actuel président élu attribue au néolibéralisme la plupart des lacunes du pays. Encore faut-il savoir dans quelle mesure il sera difficile de modifier le parcours, à partir d'un simple recentrage des dépenses publiques, mais en faisant preuve de modération budgétaire, ou en assurant d'emblée un gouvernement plus populiste.

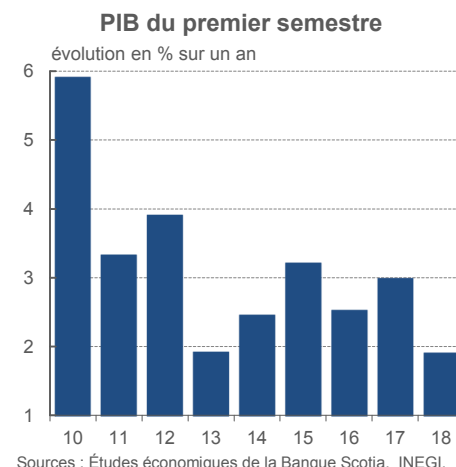
RENSEIGNEMENTS

Mario Correa, Director Estudios Economicos
52.55.5123.2683 (Mexique)
Scotiabank Mexico
mcorrea@scotiabank.com.mx

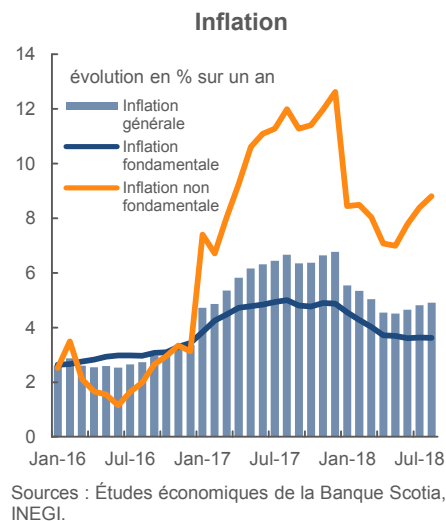
Mexique	2017	2018p	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	2,0	1,8	2,1	2,4
IPC (% sur un an, fp)	6,8	5,1	4,1	3,8
Taux directeur banque centrale (% fp)	7,25	8,00	8,00	7,50
Peso mexicain (USDMXN, fp)	19,66	20,07	20,40	20,69

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



Graphique 2



Il y a quelques jours, le président élu a fait de tristes commentaires en évoquant la faillite du Mexique et en prévenant que s'il surgit des problèmes à cause de l'inflation et de la stabilité macroéconomique, ce sera non pas la faute du président, mais plutôt celle de la conjoncture externe ou de la politique financière de la Banco de Mexico. Les marchés financiers n'ont pas pris ce commentaire très au sérieux puisque nous savons tous que la conjoncture macroéconomique et financière du Mexique est assez vigoureuse. Ces commentaires pourraient révéler que la réalité reprend lentement ses droits, que le gouvernement constate que les ressources disponibles sont rares et qu'il est difficile de modifier la conjoncture économique. C'est pourquoi le budget du gouvernement fédéral qui sera déposé au Congrès au plus tard le 15 décembre comprendra les indices qui permettront vraiment de savoir ce que fera le nouveau gouvernement et de connaître les promesses qui seront prioritaires. Jusqu'alors, il y aura toujours une certaine incertitude qui pèsera sur les attentes de l'opinion publique, même si nous croyons que la rigueur financière et le respect absolu de la stabilité macroéconomique primeront.

Certaines bonnes nouvelles sont venues apaiser une partie de l'incertitude qui règne dans l'opinion. Le nouvel Accord États-Unis-Mexique-Canada (AÉUMC) préserve le libre-échange en Amérique du Nord, même s'il pourrait avoir des incidences négatives sur la compétitivité régionale de certaines industries, par exemple l'automobile. Les nombreux chapitres nouveaux de l'accord pourraient être autant de bonnes nouvelles pour le commerce et la croissance dans les trois pays; or, on ne sait pas encore vraiment si les perspectives économiques s'amélioreront spectaculairement grâce à cet accord, essentiellement parce qu'il y avait déjà un accord de libre-échange en vigueur. Il est utile de signaler que les élections de mi-mandat aux États-Unis pourraient se répercuter sur cet accord. La nomination de Jonathan Heath, qui occupera un siège au conseil de la Banco de Mexico comme sous-gouverneur en décembre 2018, est une autre bonne nouvelle qui vient calmer l'incertitude. Économiste bien connu, M. Heath possède l'expérience voulue et a surtout une réputation claire d'indépendance qui viendra accroître l'autonomie de la Banco de Mexico.

Pour ce qui est de la récente dynamique de l'économie mexicaine, nous entrevoyons une conjoncture terne pour l'activité économique : le PIB a progressé de 1,9 % en données réelles sur un an au premier semestre de 2018 (ce qui représente son plus creux depuis 2010 pour la période comparable), même si on relève certains contrastes prononcés. En revanche, le secteur des services continue de progresser à des rythmes vigoureux (+4,4 % en données réelles sur un an en juillet), grâce au rendement exceptionnel du commerce de détail (+7,1 % en données réelles sur un an), du transport (+5,6 % en données réelles sur un an) et des services financiers (+5,1 % en données réelles sur un an). Le taux de chômage est inférieur à 3,5 % depuis novembre 2017, et l'information anecdotique répétitive de la clientèle d'entreprises de la Banque Scotia fait état de difficultés lorsqu'il s'agit de pourvoir des postes, ce qui laisse entendre que le marché du travail est très vigoureux. Les exportations et les importations du Mexique sont en plein essor en raison de la hausse des cours du pétrole et de la solide activité économique chez les principaux partenaires commerciaux du pays. L'activité financière continue de croître : le crédit bancaire consenti au secteur privé a crû de 6,0 % en données réelles sur un an en août 2018. Par contre, la production industrielle reste léthargique (+1,3 % en données réelles sur un an en juillet 2018), à cause d'une contraction tenace de l'extraction pétrolière, qui confine l'activité minière en territoire négatif (-7,0 % en données réelles sur un an). Sur le marché intérieur, la consommation des ménages se ralentit et progresse à des rythmes anémiques (+1,6 % en données réelles sur un an en juin 2018), pendant que l'investissement dans les immobilisations fléchit lui aussi (+1,4 % en données réelles sur un an en juin 2018). Dans le domaine du crédit bancaire, les prêts consentis à la consommation se décélèrent, puisqu'ils n'ont progressé que de 1,2 % en données réelles sur un an en août 2018.

L'un des premiers motifs de préoccupation est l'inflation. Après avoir atteint 6,77 % en 2017 (niveau qu'on n'avait pas vu depuis 2001), l'inflation devrait rapidement baisser, puisque les chocs temporaires de l'année précédente ont disparu; or, il y a eu quelques mauvaises surprises, et l'inflation a cessé de régresser en mai (alors qu'elle s'établissait à 4,51 % sur un an) pour rebondir à 5,02 % sur un an en septembre, pressée essentiellement par les cours de l'énergie et par certains autres chocs. En raison de certains impacts saisonniers massifs dans les mois à venir et du changement récent de méthodologie dans le calcul de l'indice national des prix à la consommation, nous nous attendons à ce que l'inflation continue d'augmenter pour atteindre un niveau légèrement supérieur à 5 % d'ici la fin de l'année, avant de redescendre à 4,1 % avant la fin de 2019. Le plein emploi du marché du travail, qui donne souvent lieu à des hausses de salaire négociées de plus de 5 %, est un motif de préoccupation possible, qui pourrait induire certaines tensions inflationnistes dans les mois à venir.

La Banco de Mexico est intervenue décisivement dans la politique monétaire, en relevant plusieurs fois le taux à un jour, qui s'établit aujourd'hui à 7,75 %, ce qui représente un taux d'intérêt réel *ex ante* évident en territoire restrictif, ce qui est nécessaire pour s'assurer que les attentes inflationnistes restent bien arrimées. Nous nous attendons à ce que le taux directeur atteigne 8,5 % d'ici au T1 de 2019; mais puisque l'incertitude qui régnait sur l'ALÉNA est aujourd'hui dissipée, la Banco de Mexico pourrait avoir plus de temps pour s'abstenir de relever les taux directeurs. Nous nous attendons désormais à une autre hausse des taux à la fin de l'année, à 8,0 %; les taux devraient ensuite rester les mêmes pendant toute l'année 2019.

On s'attend à ce que le taux de change continue d'être sensible à une conjoncture financière mondiale de plus en plus compliquée, et nous croyons toujours que le taux de change sera volatil et frôlera les 20,07 pesos par dollar US à la fin de 2018 et 20,40 pesos par dollar US au terme de 2019.

L'activité économique sera en quelque sorte contrainte par l'incertitude. Pour ce qui est de l'investissement, hormis l'effet naturel que la prudence accrue aura sur les entreprises, un décalage important des dépenses consacrées à l'infrastructure publique est très probable. Chaque fois qu'il y a un changement d'administration, la courbe d'apprentissage des nouveaux élus entraîne naturellement un retard dans les dépenses publiques,

ce qui se répercute sur la dynamique dans l'ensemble des investissements. À cette occasion, le retard pourrait être plus prononcé, puisqu'on prévoit un nombre plus considérable de changements parmi les fonctionnaires. D'une part, un nouveau groupe arrive au pouvoir et on s'attend à de nombreuses substitutions; mais d'autre part, la limite qu'on entend imposer aux salaires des fonctionnaires amènera vraisemblablement les plus talentueux à quitter la fonction publique, ce qui donnera lieu à une sélection négative qui aura pour effet d'accentuer la pente de la courbe d'apprentissage pour les nouveaux venus. Dans ce contexte, on s'attend à ce que l'investissement total se contracte en 2019 et à ce que la consommation des ménages se décélère, puisque la prudence sera de mise parmi les consommateurs. On pourrait faire valoir que les nouveaux programmes sociaux visés apporteront des revenus à certains citoyens, ce qui relancera la consommation; or, on ne sait pas encore vraiment si ces mesures d'incitation ne s'appliqueront pas plutôt au détriment de la classe moyenne.

Le Mexique traverse des épisodes de définitions importantes. Le nouveau gouvernement parle de la quatrième transformation du Mexique, en attribuant au néolibéralisme la cause originelle de bien des problèmes du pays. Les attentes élevées de l'opinion s'expliquent par les promesses de la campagne, et le gouvernement devrait être très attentif, dans le choix du bouquet des politiques officielles à adopter, pour rester en prise sur la réalité, ce qui, avec la rigueur des marchés, constituera le contrepoids le plus utile pour éviter un malheureux revirement dans l'orientation du pays. La conjoncture macroéconomique des prochaines années sera largement tributaire des politiques officielles dans ce processus de définition.

Brésil

LES ENJEUX BUDGÉTAIRES DEVRAIENT PRENDRE LE DEVANT DE LA SCÈNE APRÈS L'ÉLECTION

- Le Brésil est en proie à de graves difficultés budgétaires; la conjoncture politique brésilienne ne paraît pas propice à l'arrivée au pouvoir d'un nouveau gouvernement réformiste auquel on confierait un mandat législatif.
- Les risques externes paraissent maîtrisés, hormis la pression qu'un durcissement de la conjoncture financière mondiale pourrait exercer sur les marchés financiers intérieurs, ce qui se répercuterait sur les bilans des ménages, des entreprises et du gouvernement.
- La BCB devrait amorcer un vigoureux cycle de durcissement monétaire. La vigueur de ce cycle dépendra de sa capacité à « maîtriser la multiplication des tensions inflationnistes ».
- Nous nous attendons à ce que les variables macrofinancières continuent de se détériorer graduellement; or, essentiellement, le Brésil s'apparente à un train qui roule sur la mauvaise voie ferrée, alors qu'il n'y a pas de catalyseur potentiel évident qui pourrait déclencher un déraillement.
- Dans notre scénario de base des prévisions sur le BRL, nous nous attendons à ce que la banque centrale lance un cycle de relèvement des taux, ce qui devrait, de concert avec les rendements élevés déjà en place dans l'extrémité longue de la courbe des rendements, déclencher une ruée sur les rendements et dynamiser le BRL. Nous pensons que le rebond du BRL sera de durée relativement courte et que la remontée sera freinée par l'absence attendue de progrès dans les réformes.

DANS L'ENSEMBLE, LES RISQUES QUI PLANENT SUR LE BRÉSIL SONT DE MAUVAIS AUGURE

Le Brésil est en proie à des difficultés budgétaires importantes, et nous croyons que la conjoncture pourrait se détériorer encore puisqu'on s'attend à ce que la BCB amorce un cycle de durcissement plutôt brusque, qui ferait monter considérablement les taux d'intérêt, dans un pays où l'échéance moyenne de la dette publique est relativement proche, ce qui signifie que les taux d'intérêt repartiraient de plus belle à la hausse. En outre, il paraît improbable que le nouveau gouvernement qui sortira vraisemblablement victorieux des élections présidentielles qui se tiennent ce mois-ci (le premier tour a eu lieu le 7 octobre, et Haddad et Bolsonaro s'affronteront le 28) soit « réformiste » ou se voit confier un mandat législatif assez vigoureux pour réussir à apporter des changements absolument nécessaires au budget et à la sécurité sociale du pays.

Dans une certaine mesure, le Brésil nous rappelle le film « Le Bon, la Brute et le Truand ».

Le Bon :

- Le pays est relativement peu tributaire du financement étranger.
- La liquidité des réserves de change est toujours très forte.
- Malgré la détérioration soutenue, qui se poursuivra probablement à notre avis, de la situation budgétaire, nous n'entrevoyons pas, à court terme, de catalyseur potentiel qui provoquerait des difficultés plus graves. Nous ne croyons pas que le Brésil sera empêtré dans une conjoncture aussi négative que celle de la Turquie ou de l'Argentine.

RENSEIGNEMENTS

Eduardo Suárez, VP, Études économiques,
Amérique latine

52.55.9179.5174 (Mexique)

Études économiques de la Banque Scotia

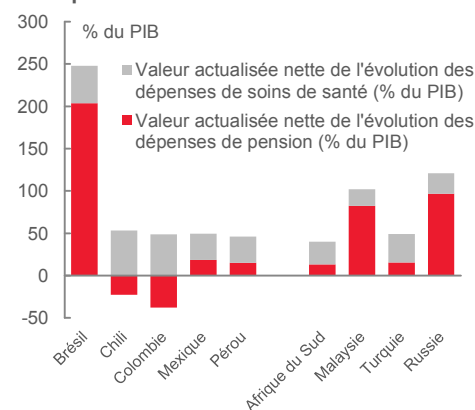
eduardo.suarez@scotiabank.com

Brésil	2017	2018p	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	1,0	1,3	1,8	2,1
IPC (% sur un an, fp)	3,0	4,7	5,1	4,6
Taux directeur banque centrale (% fp)	7,00	7,25	9,75	10,00
Réal brésilien (USDBRL, fp)	3,31	3,75	4,60	3,89

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1

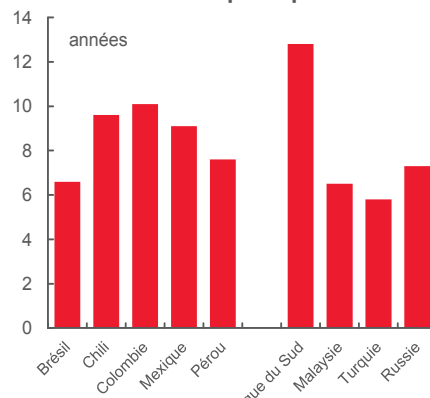
Valeur actualisée nette de l'évolution des dépenses de sécurité sociale 2015-2050



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, FMI.

Graphique 2

Durée moyenne d'ici à l'échéance de la dette publique



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, FMI.

- À court terme, on pourrait même constater un bond du BRL, puisque la pentification de la courbe des rendements et le cycle attendu des relèvements de taux de la BCB (s'il est validé) pourront probablement déclencher un comportement de spéculation sur les écarts de rendement, surtout lorsque les marchés mondiaux s'adapteront à la conjoncture.

La Brute et le Truand :

- Le déficit budgétaire se creuse, et il faudra une ferme volonté politique pour le résorber.
- Le lourd fardeau de la dette, de concert avec les taux d'intérêt structurels élevés et l'échéance relativement proche, constitue une potion amère.
- La BCB accuse-t-elle déjà un retard sur la courbe? Ce retard laisse-t-il entendre que le taux terminal remontera?
- Le secteur privé est lui aussi endetté, ce qui pourrait se répercuter sur la dette publique.
- Il est difficile d'envisager un scénario de réformes.

LA SITUATION BUDGÉTAIRE DU BRÉSIL PARAÎT DE PLUS EN PLUS CHANCELANTE

Dans les dernières années, nous avons relevé une déception constante vis-à-vis de l'incapacité du gouvernement brésilien à réformer le régime de pension du pays, ce qui a malmené les cours des actifs brésiliens, ainsi que les notes de crédit du pays, qui sont tombées de BBB en 2011 à BB- à l'heure actuelle (S&P). La priorité donnée à l'impuissance à corriger l'important passif non financé du régime de pension du pays est justifiée, même s'il ne s'agit que d'une partie des problèmes du pays. Comme l'indique le graphique de la page 1, les passifs non financés du régime de pension et des dépenses consacrées aux soins de santé au Brésil masquent ceux de l'univers des titres de qualité investissement de l'Amérique latine, de même que ceux des grands marchés émergents hors de la région. En partie à cause du coût de ces passifs (les dépenses annuelles du régime de pension du gouvernement brésilien représentent aujourd'hui 9,1 % du PIB et devraient monter à 16,8 % du PIB d'ici 2050), la situation budgétaire du Brésil paraît de plus en plus précaire. La dette publique brute du gouvernement général s'approche à un rythme fulgurant des 90 % du PIB, et le déficit budgétaire de cette année devrait frôler les 8 % du PIB. En outre, puisque la BCB devrait amorcer un vigoureux cycle de durcissement de sa politique monétaire et que la dette publique de l'État a une échéance moyenne relativement proche (environ six ans), les frais de financement devraient multiplier les impératifs de financement qui pèsent déjà sur le gouvernement.

Il est également utile de faire observer que le Brésil a une réserve relativement peu profonde d'épargne-retraite intérieure, qui sert d'« acheteur de dernier recours » et qui semble ainsi conduire également à une conjoncture plus stable pour l'investissement étranger. L'absence d'épargne intérieure stable importante, de concert avec la situation budgétaire médiocre, pourrait expliquer la faible part de la dette brésilienne détenue à l'étranger. De plus, la composition de la dette publique du Brésil est loin d'être idéale, puisqu'une part relativement modeste est à « taux fixe » et en raison de refinancements à court terme considérables (à une époque marquée par la hausse des taux d'intérêt locaux et mondiaux), ce qui constitue une source potentielle de léthargie dans les marchés volatils.

L'absence d'acheteur de dernier recours et la composition sous-optimale de la dette sont des risques

Pays	Actifs du régime de pension (M\$ US)	Dette publique brute	Actifs pension/dette publique brute
Grèce	1 254	365 067 €	0 %
Inde	23 472	1 832 930 €	1 %
Indonésie	17 034	293 586 €	6 %
Brésil	231 592	1 725 763 €	13 %
Pologne	36 930	269 697 €	14 %
Turquie	35 216	241 949 €	15 %
Mexique	145 819	622 668 €	23 %
Russie	87 038	266 345 €	33 %
Colombie	64 578	152 787 €	42 %
Pérou	41 177	54 897 €	75 %
Afrique du Sud	146 148	183 986 €	79 %
Chili	174 479	65 363 €	267 %

Composition de la dette du gouvernement fédéral	% du total
Taux fixe	32
Taux lié à l'inflation	29
Taux flottant	29
Taux lié au taux de change	3
% échéant dans les 12 prochains mois	19

Sources : Banque Scotia et [ministère des Finances du Brésil](#).

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

LA PARTIE EXTÉRIEURE DE L'ÉQUATION FAIT MEILLEURE FIGURE

Or, ce ne sont pas tous les aspects du bilan du Brésil qui sont anémiques. Les points forts de la situation financière du Brésil sont la vigoureuse liquidité des réserves de change (1,55 fois les réserves optimales, contre 0,64 pour l'Afrique du Sud, 0,86 pour la Chine, 0,82 pour le Chili, 1,26 pour la Colombie, 1,07 pour le Mexique et 2,74 pour le Pérou) et une part relativement modeste des avoirs des non-résidents dans la dette totale de l'État (cf. le graphique de cette page). Cette situation laisse entendre que les risques du Brésil sont davantage liés à des risques intérieurs (soit l'incapacité de corriger les déséquilibres du régime de pension et du budget, ainsi que le risque que la BCB n'arrive pas à maîtriser l'inflation, ce qui ferait monter les taux d'intérêt) ou sont liés à des facteurs externes en raison de la hausse des taux d'intérêt mondiaux, qui fait monter les taux d'intérêt intérieurs — et par le fait même les coûts de la charge de la dette.

À l'heure actuelle, nous n'entrevoions pas de catalyseur potentiel pour prévenir l'éclatement d'une crise ou une collision. Nous prévoyons plutôt un parcours continu sur la mauvaise voie, ce qui aura pour effet de continuer de détériorer graduellement les variables macrofinancières.

LA BCB MAÎTRISERA-T-ELLE L'INFLATION? IL LE FAUDRA ABSOLUMENT POUR LES BESOINS DU TAUX TERMINAL

Le consensus et les marchés des taux d'intérêt s'attendent tous deux à ce que la BCB fasse du surplace en prévision des élections, avant de lancer son cycle de relèvement des taux, au cours duquel elle devrait les hausser de presque 400 points de base sur les 12 prochains mois (388 points de base selon la courbe des taux des dépôts interbancaires). Même si des hausses de 400 points de base répondent à la définition d'un cycle brusque dans la plupart des pays, il est utile de se rappeler que les « taux réels neutres » du Brésil gravitent aux alentours de 4,0 %-4,5 % et, puisque l'inflation consensuelle s'établit à 4,20 % jusqu'à la fin de l'année 2019, ces 400 points de base de relèvements des taux placent les taux réels en territoire de « durcissement modéré », mais seulement à la condition que l'inflation reste maîtrisée. Si l'inflation passe dans la partie supérieure de la fourchette, nous entrevoions des risques que le cycle de durcissement monétaire soit plus brusque que ce à quoi s'attendent les marchés à l'heure actuelle. Bien que nous ne pensions pas que ce scénario d'un cycle de durcissement constitue une « prévision de base » à cette étape, nous croyons que trois catalyseurs potentiels pourraient le déclencher :

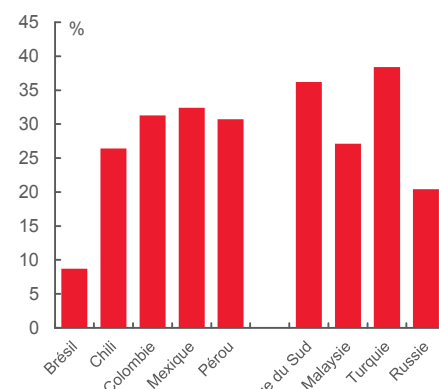
- Le premier risque veut que l'inflation selon l'IPC suive une tendance à la hausse (l'IPCA a gagné environ 130 points de base cette année); l'IPP du secteur manufacturier s'inscrit à 15,1 % — en hausse de plus 1 000 points de base depuis janvier, en continuant de se détériorer! — et l'IGP-M de la FGV se situe maintenant à plus de 10 % (selon l'indice composé des prix de détail et de gros et en tenant compte des coûts de construction), ce qui laisse entendre que l'inflation est déjà en train de se détériorer.
- Le deuxième risque veut que les paramètres budgétaires soient hyperconçiliants (le déficit budgétaire devrait se situer aux alentours de 8 % en 2018), ce qui veut dire que la BCB pourrait devoir compenser en durcissant les paramètres de la politique monétaire.
- Le troisième risque est l'évolution du BRL. Le Brésil a un taux relativement élevé de répercussions du couple inflation-taux de change, soit 20 %-30 %. Si le nouveau gouvernement ne parvient pas à réaliser des réformes, la déception des marchés pourrait faire baisser le BRL.

Par conséquent, ces 400 points de base de relèvements, dont tiennent compte les taux des dépôts interbancaires, ne sont énormes que si la BCB ne parvient effectivement pas à maîtriser les attentes inflationnistes et qu'elle réussit à étancher le navire budgétaire. Pour l'heure, nous affirmons que les risques de notre scénario de base penchent pour un durcissement qui doit être accentué par rapport à nos attentes et à celles du consensus.

LA CONJONCTURE POLITIQUE NE PARAÎT PAS PROPICE À LA RÉFORME

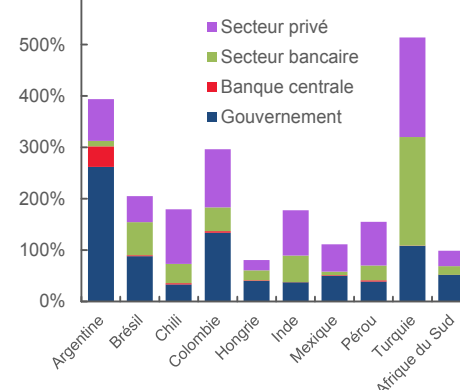
Bien qu'il semble toujours difficile de pronostiquer le résultat des élections, les solides résultats du « populiste de droite » Jair Bolsonaro au premier tour (46 %) laissent entendre qu'il dispose d'un solide point de départ pour les deux semaines du deuxième tour de la campagne qui nous attendent. L'héritier présomptif de Lula, Fernando Haddad (30 %), pourrait profiter d'un regroupement plus à gauche du vote qui l'appuie. Nous nous attendons à ce que tous les deux se recentrent, afin de cibler le vote modéré. M. Bolsonaro, qui a été plutôt ambigu dans son programme

Graphique 3
Avoirs des non-résidents dans les titres de dette du gouvernement général



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, FMI.

Graphique 4
Dette extérieure par rapport aux exportations



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Banque mondiale, CNUCED.

économique, a toutefois évoqué la possibilité d'une réforme des pensions plus graduelle que ce qu'il propose dans la version actuelle. Toutefois, étant donné le morcellement du Congrès et du Sénat, qui a donné lieu à une émergence de partis non traditionnels, et un solide résultat de la gauche, nous avons de la difficulté à trouver un scénario dans lequel M. Bolsonaro pourrait se voir confier un mandat réformiste, malgré la montée de la coalition postélectorale. (Le PSDB-PMDB n'est pas parvenu à l'approuver alors qu'il y avait une coalition plutôt harmonieuse qui avait fait plier le PT.) Par contre, si M. Haddad devait sortir victorieux, le PT s'oppose depuis longtemps aux baisses des dépenses sociales et à la réforme des pensions. À notre avis, il est difficile d'envisager l'adoption de réformes importantes, sans un scénario de fortes pressions financières obligeant la classe politique à adopter des mesures énergiques.

EN RAISON DE TOUS CES RISQUES, NOUS AVONS RÉVISÉ NOS PRÉVISIONS SUR LE BRL ET LE TAUX SELIC

Si l'inflation succombe à l'IPP et aux pressions budgétaires et commence à remonter, pendant que la BCB n'arrive pas à prendre le dessus dans la courbe, il se pourrait que le parcours des relèvements de taux de la BCB soit encore plus vigoureux. S'il est extrêmement difficile de pronostiquer, à ce stade, le résultat de l'élection, nous n'entrevoions pas un scénario vraisemblable dans lequel un réformiste doté d'un mandat permettant de réaliser des changements serait porté au pouvoir. Toutefois, nous croyons que le lancement du cycle de durcissement monétaire de la BCB déclenchera un rebond du BRL, essentiellement en raison de la ruée sur les rendements supérieurs. Nous pensons que la remontée ne durera que quelques mois, puisque la déception vis-à-vis des réformes et les inquiétudes budgétaires feront probablement dérailler la conjoncture.

Colombie

LE NOUVEAU GOUVERNEMENT DE LA COLOMBIE SEMBLE SE PRÉPARER À UNE REFONTE DE SON RÉGIME FISCAL

- La BanRep s'abstient de relever ses taux; or, nous nous attendons à ce qu'elle commence à le faire à la fin de 2018 ou au début de 2019, puisque les prix de certains éléments non échangeables dans le panier de l'IPC fondamental suivent une tendance à la hausse, alors même que les avoirs étrangers dans les réserves de TES baissent et que l'écart du taux de la BanRep par rapport à la Fed se creuse rapidement.
- La grande surprise causée par la banque centrale s'explique par le lancement annoncé d'un nouveau programme d'accumulation de réserves de change grâce au mécanisme des options. L'objectif de ce programme est de relever les réserves en prévision d'une réduction potentielle des ressources disponibles du pays dans le cadre de la ligne de crédit modulable du FMI. Aucun volume cible n'a encore été annoncé, et nous nous attendons à ce que l'accumulation des ressources en dollars intervienne au moment où le COP se fortifie.
- Sous l'angle budgétaire, le gouvernement a laissé entendre qu'il a prévu de promouvoir une réforme budgétaire, à la fois pour fortifier la situation financière du pays et pour étayer une hausse de la croissance potentielle. À cette étape, il semble que le gouvernement souhaite réduire les exemptions au titre de la TVA et redistribuer une partie des recettes fiscales pour alléger le fardeau des entreprises.

LA CROISSANCE PREND DE LA VITESSE ET CONVERGE VERS LE POTENTIEL

Nous constatons que la croissance, après avoir atteint un creux au T3 de 2016 (à 0,6 % sur un an), s'est graduellement accélérée à un peu moins de 3,0 % sur un an au dernier trimestre. Nous faisons valoir, depuis un certain temps, que le taux de croissance potentiel de la Colombie est compris entre 3,0 % et 3,5 %. Pour l'heure, même si la croissance reste légèrement inférieure au potentiel (2,8 %), les récentes statistiques semblent laisser entendre qu'au T3, nous constaterons probablement que la croissance atteindra un peu plus que 3 %, puisque la production industrielle, qui avait été poussive, reprend de la vitesse (pour s'inscrire à plus de 3 % durant l'été). Selon notre scénario de base, d'ici la fin de 2018, la croissance s'inscrira dans la fourchette de 3,0 %-3,5 %, avant de s'établir aux alentours de 3,5 % pour les prochaines années.

Le gouvernement de M. Duque a un programme plutôt ambitieux, qui vise à accélérer l'investissement et qui prévoit, entre autres mesures, de réduire le fardeau fiscal des sociétés (qui versent actuellement aux alentours de 80 % des recettes fiscales totales du pays), en privilégiant une meilleure contribution de la TVA (et en éliminant les exemptions), ainsi que de l'impôt sur le revenu des particuliers. Si la réforme est fructueuse, nous nous attendons à un relèvement de l'investissement, qui a ralenti dans les dernières années (pour passer d'environ 24 % du PIB en 2014 à 22 % approximativement l'an dernier). Toutefois, nous ne nous attendons pas à ce que la hausse de l'investissement se matérialise avant la fin de notre horizon prévisionnel, même si la réforme fiscale est mise en œuvre à court terme.

LA BANREP CHANGE SON FUSIL D'ÉPAULE, EN METTANT L'ACCENT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE, ET NON SUR LES TAUX D'INTÉRÊT

Comme prévu, la [BanRep n'a pas changé son taux directeur le 28 septembre 2018](#), puisque l'inflation de synthèse est restée proche de la fourchette cible de la banque centrale, à 3,1 %. Toutefois, elle a effectivement reconnu que les composants du panier de l'IPC qui prennent actuellement de l'élan sont des biens **non échangeables**, ce qui militerait en faveur d'une multiplication des pressions. (Une large part des forces désinflationnistes s'explique par des

RENSEIGNEMENTS

Eduardo Suárez, VP, Études économiques,
Amérique latine

52.55.9179.5174 (Mexique)

Études économiques de la Banque Scotia

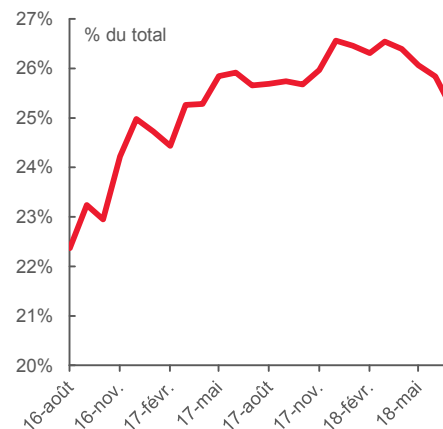
eduardo.suarez@scotiabank.com

Colombie	2017	2018p	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	1,8	2,5	3,5	3,6
IPC (% sur un an, fp)	4,1	3,4	3,6	3,6
Taux directeur banque centrale (% fp)	4,75	4,50	5,50	5,50
Peso colombien (USDCOP, fp)	2 986	3 080	3 055	3 065

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1

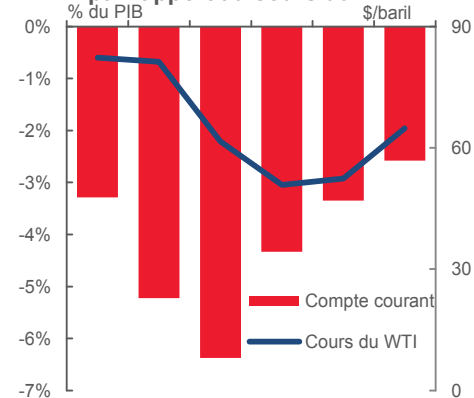
Avoirs étrangers de TES



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, ministère des Finances de la Colombie.

Graphique 2

Solde du compte courant de la Colombie par rapport au cours du WTI



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

éléments non essentiels comme les produits alimentaires et les prix liés au taux de change.) La BanRep est aussi à l'aise avec les attentes inflationnistes, qui s'inscrivent à 3,2 % pour 2018 et à 3,3 % pour 2019, bien qu'il soit utile de se rappeler que ces taux tiennent compte des attentes pour des relèvements du taux directeur de 90 points de base dans les 12 prochains mois et de 150 points de base dans les deux prochaines années. Les raisons qui sous-tendent le cycle de hausses attendu de la BanRep sont probablement plus externes qu'internes. L'inflation en Colombie se porte bien; or, dans un pays dont le compte courant peut être vulnérable (et dont le déficit est toujours relativement creux, même s'il s'est amélioré de concert avec les cours du pétrole) et dont les avoirs étrangers de titres de dette intérieurs baissent, il paraît sage de rester attentif à l'écart entre son taux directeur et celui de la Fed. Il faut noter que [le gouvernement a aujourd'hui officiellement constaté une baisse du « taux de croissance potentiel » du pays, qui s'est replié de 4,8 % en 2012 à 3,5 % dans son estimation de 2018](#) ce qui laisse entendre que même si l'économie tourne toujours légèrement en deçà du potentiel, elle en est maintenant très proche.

La [grande surprise, dans la déclaration de la BanRep, porte sur le taux de change](#). La BanRep a déclaré qu'en raison de la réduction potentielle des [ressources dont dispose le pays dans le cadre de la ligne de crédit modulable](#) (LCM) du FMI, qui lui permet d'avoir accès à environ 11,4 G\$ US en 2020, le conseil d'administration a décidé de relever le stock de ses réserves de change. Il a affirmé qu'il ne ciblerait pas de niveaux précis, mais qu'il lancerait une vente aux enchères initiale de 400 M\$ US. Nous pensons que si on n'a pas annoncé de cible, c'est parce que la banque centrale est à l'aise avec les niveaux actuels de la paire USD/COP et qu'elle ne veut pas plonger le peso dans une trop grande léthargie, ce qui pourrait peser sur l'inflation. C'est pourquoi nous nous attendons à ce que la banque centrale accumule des réserves lorsque le peso se raffermira. Pour l'heure, [le stock colombien de réserves de change correspond à 1,26 fois leur « niveau optimal », selon le FMI](#) — ce qui est sain, sans toutefois être spectaculaire.

Dans notre prévision sur les taux directeurs de la Colombie, le cycle des relèvements s'amorce quelques mois avant le consensus; nous avons toutefois un cycle de durcissement moins profond dans l'ensemble. En effet, nous nous attendons à ce que la BanRep maîtrise l'inflation et qu'elle se préoccupe des taux de la Fed. Si le cycle est décalé, nous nous attendrions à une hausse du taux terminal — qui se rapprocherait du taux dont tient compte la courbe des taux des swaps sur les taux d'intérêt locaux.

Pour ce qui est de l'évolution des devises, la paire USD/COP a été plutôt stable dans les deux dernières années et demie en évoluant surtout latéralement dans une fourchette de 2 800-3 150 depuis le début de 2016. Nous nous attendons à ce que cette tendance se maintienne, même si nous prévoyons, à court terme, un fléchissement modéré du peso, qui devrait à notre avis essentiellement s'expliquer par l'inconvénient des rendements offerts par le COP par rapport à d'autres monnaies des pays d'Amérique latine comme le BRL et le MXN. Puisque le cycle de durcissement de la Colombie prend de la vitesse, nous pensons que la paire USD/COP se stabilisera aux alentours de sa juste valeur de 3 000, en reprenant jusqu'en 2020 une tendance de légère dévalorisation.

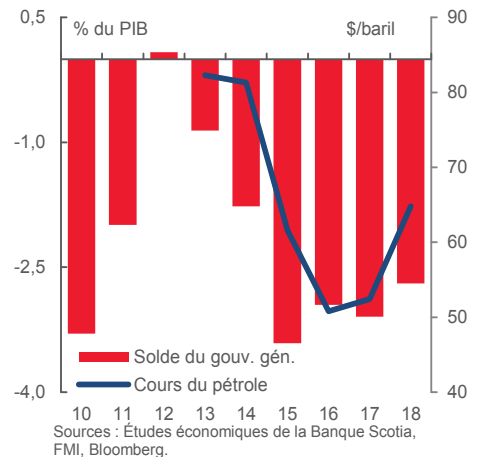
APRÈS L'ÉCHEC DE LA RÉFORME BUDGÉTAIRE 1.0, À QUOI FAUT-IL S'ATTENDRE DE LA TENTATIVE 2.0?

Les résultats de la dernière tentative de réforme fiscale ont été désolants, puisque cette réforme n'a pas permis de réduire la dépendance à l'endroit des recettes liées au pétrole ni de ramener la dynamique budgétaire sur la voie de l'amélioration. C'est pourquoi Moody's a lancé quelques avertissements, vers la fin de septembre, sur la situation budgétaire de la Colombie, même si nous ne pensons pas qu'une dégradation de sa note de crédit représente un risque à court terme — et que nous ne croyons pas non plus que cette dégradation serait justifiée, en raison des indicateurs fondamentaux actuels du pays. Le gouvernement a récemment lancé des signaux qui laissent entendre qu'il pourrait mener une réforme budgétaire plus ambitieuse, puisque M. Duque a parlé de la nécessité d'un régime fiscal plus concurrentiel et « juste », alors que les représentants du ministère des Finances semblent faire campagne pour l'éducation fiscale.

Même si nous avons constaté une amélioration pour ce qui est du déficit, par exemple dans le compte courant, cette amélioration s'explique surtout par le rebond des cours du pétrole. Dans l'ensemble, le pays reste trop tributaire de la dynamique des cours du pétrole. Les récentes réunions tenues par M. Carrasquilla et son équipe du ministère des Finances pour discuter de la structure fiscale du pays laissent entendre que des plans sont en place pour un remaniement en profondeur. Le remaniement du régime fiscal et le raffermissement des finances publiques sont également au cœur de l'effort consacré par le gouvernement pour ramener la croissance potentielle à ses sommets précédents, même si les exposés qu'ils ont présentés laissent entendre que dans l'ensemble, la sécurité, l'infrastructure médiocre et l'« effet d'éviction » fragilisent les

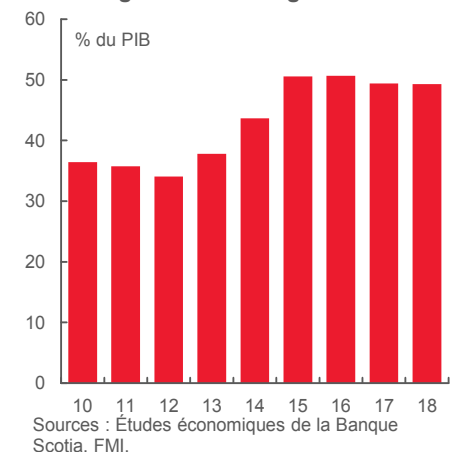
Graphique 3

Colombie : solde du gouvernement général et cours du WTI



Graphique 4

Colombie : dette brute du gouvernement général



perspectives de croissance du pays. Le nouveau gouvernement a parlé du coût de la structure corrigée de la TVA du pays pour la perception de cette taxe dans l'ensemble, en plus d'évoquer les effets négatifs que pourrait produire la structure fiscale sur l'investissement. Nous croyons que les deux priorités de la réforme fiscale consisteront à : 1) réduire les exemptions au titre de la TVA; et 2) redistribuer les recettes fiscales pour alléger le fardeau des entreprises :

- Dans ce cas, le [gouvernement s'est penché sur les problèmes de l'actuelle structure de la TVA](#), à la fois en fonction des recettes relativement faibles qu'il perçoit et sous l'angle des retombées positives que cette structure pourrait avoir sur la perception des autres taxes — si les lacunes sont corrigées. Le gouvernement a également précisé que le panier actuel des biens exemptés et non taxés est extrêmement avantageux pour les ménages dont les revenus sont supérieurs (selon un ratio de 3/1).
- Le gouvernement semble également mener une offensive lobbyiste, qui vise à [rééquilibrer les recettes fiscales pour alléger le fardeau des entreprises \(qui interviennent pour 80,9 % des recettes fiscales de la Colombie, par rapport à 52,2 % au Mexique, 64,2 % au Brésil et une moyenne de 32,6 % pour les pays membres de l'OCDE\), en visant à percevoir davantage d'impôts auprès des particuliers](#) — dont la part dans les recettes est actuellement très faible.

Si cette volonté de réforme fiscale est fructueuse, nous nous attendrions à plusieurs résultats positifs : 1) une conjoncture fiscale plus attrayante pour l'investissement des entreprises; 2) une orientation budgétaire plus ferme et moins tributaire du pétrole; 3) une structure fiscale globale moins distortive dans ce pays. À cette étape, il est difficile de se prononcer sur les probabilités de réussite du gouvernement dans cette campagne.

Pérou

PARCOURS DIFFICILE À SUIVRE POUR REVENIR À LA NORMALE

- Légère augmentation de nos prévisions de croissance du PIB en 2018, qui passent de 3,5 % à 3,7 %.
- Hausse de nos prévisions de change d'ici la fin de l'année pour le PEN, de 3,22 à 3,26.
- Dans les statistiques mensuelles sur la croissance du PIB, la volatilité fausse la réalité conjoncturelle.
- Les tensions politiques sont ravivées, mais les tendances de l'évolution des cours des métaux sont plus importantes.
- L'inflation est endiguée et la balance commerciale macroéconomique reste vigoureuse.

Récemment, le taux de change du Pérou paraît plus stable que la croissance de son PIB. La croissance du PIB sur un an s'est ralentie plutôt spectaculairement pour s'établir à une fourchette de 2,0 %-2,5 % dans la période de juin à août, après avoir gagné 7,8 % en avril et 6,5 % en mai. Les raisons qui expliquent ce brusque ralentissement sont plutôt contrastées. Les statistiques du deuxième trimestre ont surévalué la conjoncture par rapport à un creux en raison de l'épisode d'El Niño l'an dernier. En outre, depuis juin 2018, les secteurs des ressources — surtout l'exploitation minière et la pêche — ont régressé pour des raisons essentiellement court-termistes (qualité de minerai temporairement faible et époque de l'année hors de la saison de la pêche). Par conséquent, ni les statistiques pour la croissance du deuxième trimestre ni les données récentes ne rendent fidèlement compte de la tendance réelle sous-jacente de la croissance du PIB. La croissance du PIB sans les ressources constituerait sans doute le meilleur indicateur, puisqu'elle est davantage liée à la demande intérieure, qui a progressé au rythme de 3,3 % en juin et de 3,9 % en juillet. Toutefois, il s'est produit récemment un changement inquiétant, à savoir la brusque diminution de l'investissement public en juillet et en août. Cette évolution pourrait se poursuivre. De plus, les tensions politiques entre le Congrès et le pouvoir exécutif ont été ravivées, ce qui permet de se demander dans quelle mesure elles pourraient se répercuter sur la croissance. Bien que la croissance de la demande soit plutôt vigoureuse et que l'on ait eu l'impression que les milieux d'affaires souhaitent reprendre un rythme d'activité normal, on a aussi le sentiment que la conjoncture politique fait obstacle à l'investissement du secteur public et qu'elle pèse dans une certaine mesure sur le secteur privé.

Il n'est pas facile d'intégrer l'imprévisibilité de la politique dans notre équation de la croissance. Nous affirmons depuis longtemps que notre prévision de 3,5 % pour le PIB de 2018 suit une orientation à la hausse; or, cette orientation s'est ralentie, en raison de l'atonie de la croissance des derniers mois. Nous relevons légèrement nos prévisions, à 3,7 %, pour tenir compte de cette orientation haussière, ce qui est toutefois toujours inférieur au consensus et aux prévisions du gouvernement, de l'ordre de 4,0 %. Nous maintenons à 4,0 % notre prévision de croissance du PIB pour 2019. Nous aurions amoindri nos prévisions en raison du risque politique et des cours des principaux métaux qui font moins bien que ce à quoi on s'attendait, n'eût été la récente déclaration d'Anglo American qui lancera son investissement de 5 G\$ US dans la mine de cuivre de Quellaveco, ce qui compense la plus forte incertitude que nous entrevoyons pour 2019.

La bonne nouvelle, c'est que si on ne tient pas compte de la conjoncture politique et des marchés des métaux (si seulement c'était possible), presque tous les indicateurs économiques sont en fait plutôt bien orientés. Les comptes budgétaires et externes sont supérieurs aux attentes, l'inflation est restée bien en deçà des limites de la fourchette cible de la Banque centrale, et le PEN est resté la monnaie la plus stable de la région. Le déficit

RENSEIGNEMENTS

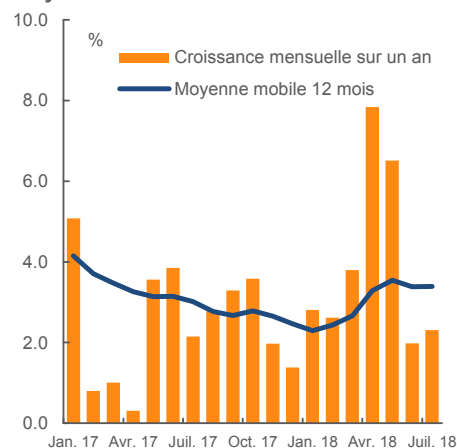
Guillermo Arbe, Gerente Principal Estudios Economicos
511.211.6052 (Pérou)
Scotiabank Peru
guillermo.arbe@scotiabank.com.pe

Pérou	2017	2018p	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	2,5	3,7	4,0	4,1
IPC (% sur un an, fp)	1,4	2,0	2,5	2,5
Taux directeur banque centrale (% fp)	3,25	2,75	3,25	4,00
Sol péruvien (USDPEN, fp)	3,24	3,26	3,22	3,20

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1

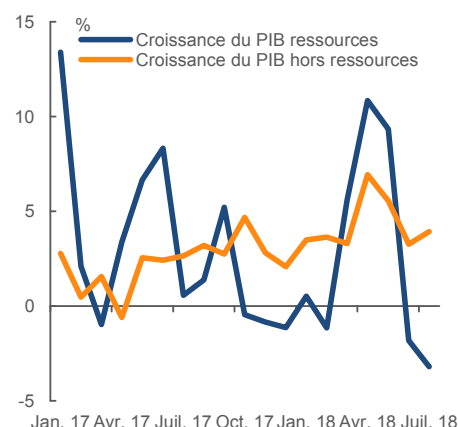
Rythme de la croissance mensuelle du PIB



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, INGEI.

Graphique 2

Croissance du PIB : ressources et hors ressources

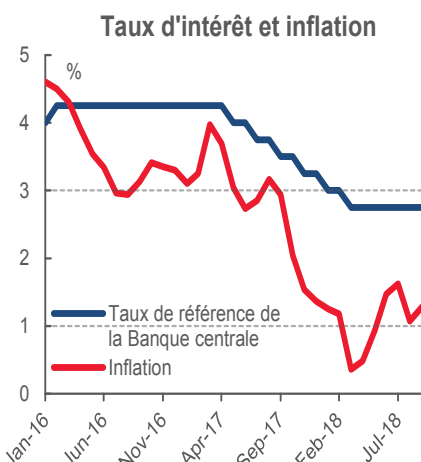


Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Banque centrale du Pérou.

budgétaire a baissé pour passer de 3,2 % du PIB au début de l'année à 2,1 % en juillet. Essentiellement, l'amélioration provient de l'accroissement des recettes — grâce à l'exploitation minière et à la taxe de vente sur la demande intérieure — plutôt que de l'anémie des dépenses budgétaires, ce qui s'est également produit. Il sera difficile pour le gouvernement d'engager suffisamment de dépenses pour ramener le déficit à 3,0 % d'ici la fin de l'année. Nous restons fidèles à notre prévision de déficit de 2,8 % pour l'ensemble de l'année 2018; or, le risque est orienté à la baisse.

Nous ne voyons pas du tout la nécessité de modifier notre prévision d'inflation de 2,0 % pour l'année. L'inflation annuelle jusqu'en septembre ressort à 1,2 %, mais devrait augmenter légèrement par la suite. L'inflation mensuelle restera faible dans les mois à venir, mais se comparera temporairement à l'inflation négative de 2017. Puisque l'inflation est endiguée dans sa fourchette cible et que la croissance du PIB est modérée, nous continuons de nous attendre à ce que la Banque centrale s'abstienne de relever son taux directeur, qui s'inscrit aujourd'hui à 2,75 %, avant le T2 de 2019. Le plus difficile à prévoir est le cours du change PEN/USD, qui a été porté par le dollar US, plutôt volatil en soi, et par la spéculation à propos des répercussions que la guerre commerciale pourrait produire sur les marchés des métaux, plutôt que par les fondamentaux des comptes externes du Pérou. Même si nous nous attendons à ce que le marché se corrige à partir des niveaux actuels de 3,30 S/-3,31 S/, notre prévision de 3,22 S/ paraît de plus en plus difficile à réaliser. C'est pourquoi nous haussons à 3,26 S notre prévision d'ici la fin de l'année.

Graphique 3



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

Chili

VENTS CONTRAIRES : LA CROISSANCE DÉCEVRA LE CONSENSUS AU DEUXIÈME SEMESTRE DE 2018

- La détérioration de la conjoncture de certains pays étrangers s'est poursuivie dans les derniers mois : le cours du cuivre a baissé à moins de 2,80 \$ US/livre. Le conflit commercial entre les États-Unis et la Chine s'est intensifié, ce qui a donné lieu, de concert avec le stade cyclique de l'évolution de l'économie américaine, à la valorisation mondiale du dollar et à la dégringolade des cours des produits de base.
- Au deuxième trimestre, l'étonnante croissance de 5,3 % sur un an du PIB explique en partie l'enthousiasme débordant vis-à-vis de la croissance à long terme. La demande intérieure a progressé au-delà des attentes, en raison de la plus forte progression de la consommation des ménages (surtout dans les biens durables), de la hausse dans l'accumulation des stocks et des investissements plus vigoureux dans la machinerie et l'équipement.
- Nous prévoyons une décélération à 3 % sur un an au T3, ce qui cadre avec la croissance de 3,9 % du PIB pour 2018; ce chiffre est inférieur à la fois au consensus (4 %) et au scénario de base de la Banque centrale (4,25 %). La décélération de la consommation des ménages (en particulier dans les biens durables) et la lente reprise de l'investissement sont les principaux facteurs d'une croissance saine, mais non euphorique, du PIB pendant le deuxième semestre de 2018. Les attentes inflationnistes pour l'année en cours se sont multipliées en raison des composants volatils; toutefois, elles sont toujours bien arrimées à 3 %. La Banque centrale annoncera probablement un relèvement de 25 points de base du taux directeur à sa réunion de décembre.
- Même si la conjoncture politique intérieure est stable, la léthargie du soutien parlementaire a de nouveau inquiété en raison de la réforme fiscale. Les difficultés de l'État dans la réalisation des grandes réformes structurelles pourraient s'accroître dans les prochains mois.

LE POINT SUR LA MACROCONJONCTURE : CROISSANCE LÉTHARGIQUE AU DEUXIÈME SEMESTRE

Les vents contraires ont continué de souffler ou se sont même intensifiés dans les trois derniers mois. La balance commerciale s'est détériorée, et certains facteurs de l'économie intérieure ont paru manquer de souffle. (Par exemple, on s'attendait à ce que l'État appuie massivement les réformes essentielles.) Or, comme nous l'avons fait savoir en juillet, il existe un ensemble de conditions prépondérantes qui permettront d'éviter des effets extrêmement négatifs : 1) la volonté du gouvernement de promouvoir l'investissement intérieur; 2) l'assainissement budgétaire; 3) la viabilité des comptes externes et la stabilité économique et institutionnelle.

Il n'est guère étonnant qu'au T2, la croissance du PIB ait continué de s'accélérer; toutefois, les données déjà publiées pour le T3 laissent apparaître une décélération. Le marché du travail inscrit une reprise plus léthargique qu'escompté, ce qui se répercutera sur le dynamisme de la consommation dans le deuxième semestre. Le consensus et les pouvoirs économiques seront déçus durant le deuxième semestre, ce qui pourrait entraîner une légère inversion de la confiance des ménages et des entreprises.

Pour ce qui est de l'inflation, le regain du taux de change et la hausse des cours du pétrole ont relevé les attentes inflationnistes pour l'année en cours et l'an prochain; or, le marché reste

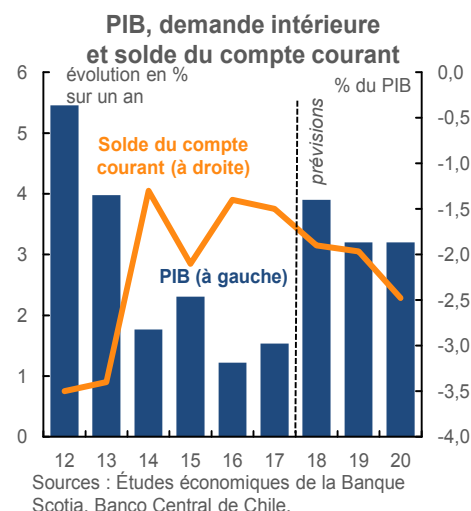
RENSEIGNEMENTS

Benjamin Sierra, Manager Economista
Mercado Financieros
56.2.2619.4974 (Chili)
Scotiabank Chile
benjamin.sierra@scotiabank.cl

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

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



parfaitement conscient du fait que les causes sont liées à des éléments très volatils, alors que l'inflation fondamentale évolue comme prévu. La Banque centrale estime que les mesures de relance monétaire actuelles sont moins nécessaires et commencera à les dénouer dans les mois à venir : le prochain relèvement des taux interviendra probablement à la réunion de décembre. Enfin, une politique budgétaire très circonspecte et concertée devrait permettre d'éviter les tensions attribuables à des hausses rapides du taux directeur. Dans son rapport sur le budget de 2019, l'État s'attend à une augmentation de 3,2 % des dépenses publiques (soit 3,6 % pour les dépenses courantes et 1,2 % pour l'investissement public), qui atteindront leur plus creux depuis 2011 et qui seront inférieures à la croissance du PIB prévue par l'administration pour 2019. Comme nous le verrons dans les prochaines semaines, la réaction du secteur privé a été essentiellement favorable.

Récemment, les taux à long terme ont repris une tendance légèrement haussière. De nombreux facteurs expliquent cette remontée : elle a probablement été portée en partie par la multiplication des attentes inflationnistes, par le discours moins conciliant de la Banque centrale et par la hausse des taux d'intérêt externes. Bien que cette tendance haussière paraisse constituer le scénario le plus probable dans les mois à venir, on ne s'attend pas à une remontée spectaculaire; toutefois, la volatilité est appelée à perdurer. Un facteur décisif sera le taux de change, dont la vaste fourchette a été remarquable dans les deux derniers mois. Dans notre scénario de base, nous prévoyons un taux de change USD/CLP de l'ordre de 650 d'ici la fin de 2018 et en 2019.

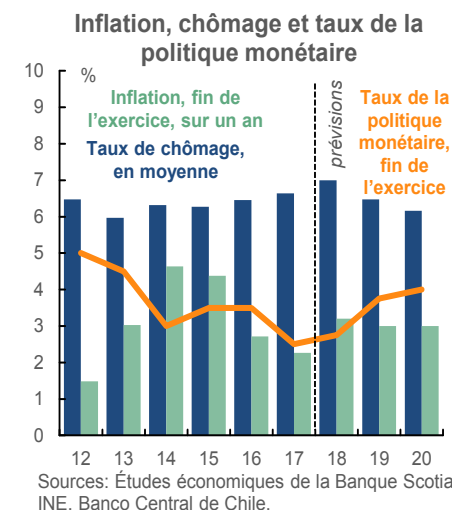
TOUR D'HORIZON POLITIQUE : ENCORE QUELQUES CHANGEMENTS

Politiquement, tout porte à croire qu'il sera plus difficile de compter sur le soutien minimal nécessaire pour réaliser des améliorations essentielles et la modernisation, par exemple celles qui sont liées au cadre fiscal, au régime de pensions ou à la réglementation du travail. Par contre, l'opposition tenait à assurer une certaine cohésion en réaction à certaines questions, sans toutefois avoir pu aller plus loin, ce qui laisse entendre qu'elle n'est pas très bien organisée et que certaines blessures ne sont pas encore guéries. Si le gouvernement pouvait en profiter, certaines réformes essentielles pourraient s'accélérer et s'améliorer. Il y a eu des révisions moins négatives qu'attendu en ce qui concerne le budget de 2019. Le gouvernement a maintenu sa décision d'en faire le plus possible grâce à des méthodes non législatives; or, on ne sait pas encore vraiment jusqu'où il pourra aller. Comme nous l'avons déjà affirmé, puisque l'échéancier politique est limité et lorsque certains facteurs de la conjoncture étrangère deviennent plus risqués, le temps est une variable critique.

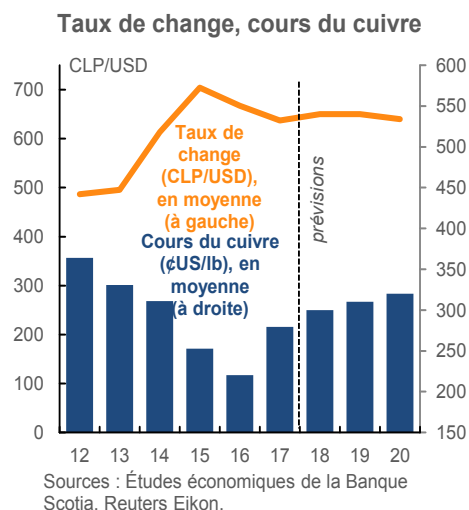
PRINCIPAUX RISQUES

Même si l'intensité des variables a changé, la structure des risques pour l'économie chilienne n'a pas évolué. Le cours du cuivre, qui se répercute sur le budget ou sur le taux de change, est aussi une pierre d'assise pour les attentes du secteur privé et semble avoir atteint un creux, même s'il est toujours inférieur au niveau atteint au milieu de 2018. Les attentes vis-à-vis du cours du cuivre sont décisives au stade actuel du cycle, en raison de son incidence sur les décisions des investisseurs. Le risque régional reste élevé, en particulier dans les grands pays « atlantiques » de l'Amérique du Sud — soit le Brésil et l'Argentine — ce qui n'est pas catastrophique, mais ce qui n'est pas non plus une bonne nouvelle pour les perspectives. La popularité en baisse, mais toujours importante du président est un autre facteur positif. Ces éléments devraient rester dans la mire dans les prochains mois pour l'analyse des risques.

Graphique 2



Graphique 3



Chine

- Le différend commercial entre les États-Unis et la Chine était un risque qui est aujourd'hui devenu une réalité.
- La léthargie de l'activité des secteurs exportateurs aura probablement un impact limité sur la croissance de synthèse; à nos yeux, la détérioration de la conjoncture et, par voie de conséquence, le fléchissement de la demande intérieure constituent un plus grand risque de baisse pour l'économie.
- On s'attend à ce que l'État adopte des politiques vigoureuses pour compenser l'impact sur la croissance; c'est pourquoi nous nous attendons à ce que la Chine réussisse à naviguer assez harmonieusement dans la bourrasque commerciale.
- La Chine continuera de réformer son économie et de corriger ses déséquilibres financiers à un rythme mesuré.

LES PERSPECTIVES DE LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE, FAÇONNÉES PAR LE DIFFÉREND COMMERCIAL

Le différend commercial entre les États-Unis et la Chine est l'un des principaux facteurs qui façonneront, jusqu'en 2020, les perspectives économiques de la Chine. Le conflit a monté d'un cran en septembre lorsque l'administration Trump a annoncé que les États-Unis imposeraient des sanctions tarifaires sur 200 G\$ US de biens importés chinois. Ces sanctions, qui s'établissaient à l'origine à 10 %, devraient être haussées à 25 % le 1^{er} janvier 2019. Avant d'annoncer cette nouvelle, des sanctions tarifaires de 25 % s'appliquaient déjà à 50 G\$ US de biens importés chinois; la Chine a par la suite adopté des mesures de rétorsion. En réaction à l'escalade des sanctions tarifaires américaines, la Chine a imposé un deuxième train de contre-sanctions tarifaires sur 60 G\$ US de biens importés américains, en décrétant des droits de douane compris entre 5 % et 10 %.

Ce différend commercial est appelé à durer longtemps : il est peu probable qu'il soit réglé à court terme, puisque les pourparlers bilatéraux sont aujourd'hui au point mort; en outre, les États-Unis n'ont pas exprimé clairement l'objectif que la Chine devrait atteindre pour résoudre le problème. Nous nous attendons à ce que les États-Unis mettent en œuvre leur projet de hausser en janvier les sanctions tarifaires de 10 % à 25 % sur la dernière tranche des importations ciblées. Toujours est-il qu'à notre avis, il est improbable que les États-Unis mettent leur menace à exécution en soumettant la quasi-totalité de tous les autres biens importés chinois à des sanctions tarifaires supplémentaires. Cette décision serait très lourde de conséquences pour les consommateurs et les entreprises des États-Unis, et l'essentiel des retombées défavorables se manifesterait probablement dans les mois qui précéderont l'élection présidentielle de 2020.

L'escalade du conflit commercial fera peser une pression baissière sur l'économie chinoise dans les prochains trimestres. Bien que l'on s'attendait depuis longtemps à un ralentissement graduel de la croissance de la production chinoise, nous tenons à préciser que les facteurs qui expliquent cette décélération ont récemment évolué. Au lieu d'un ralentissement organique attribuable à des changements structurels de l'économie et aux efforts de désendettement des dirigeants chinois, le ralentissement de la croissance est désormais de plus en plus porté par les enjeux liés au conflit commercial, puisque les efforts de désendettement sont appelés à devenir moins rigoureux. Nous nous attendons à ce que la plupart des vents contraires soufflent en 2019 : la croissance du PIB réel de la Chine est appelée à se décélérer pour passer de 6,7 % sur un an au T2 de 2018 à 6,0 % d'ici au T4 de 2019 (graphique 1); nous nous attendions auparavant à ce que la croissance de la production se stabilise à 6,3 % sur un an au deuxième semestre de 2019. Notre prévision de croissance pour l'année 2018 entière ne change pas, à 6,6 %; toutefois, nous avons révisé légèrement à la baisse la prévision de 2019, qui passe de 6,3 % à 6,2 %. En 2020, la croissance de la Chine se stabilisera probablement aux alentours de 6 % sur un an.

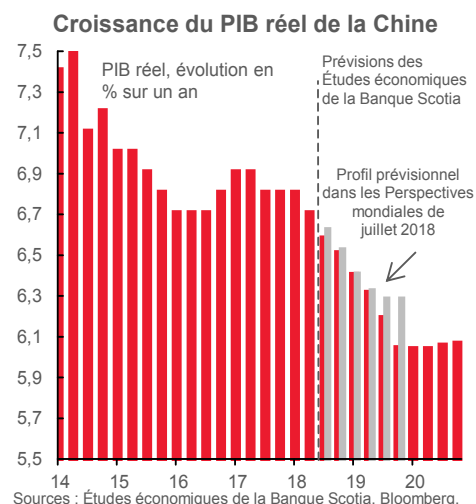
RENSEIGNEMENTS

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

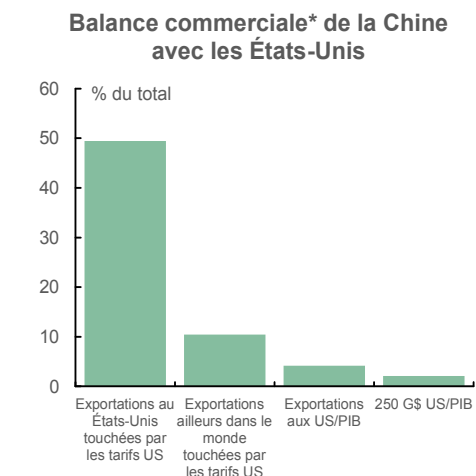
Chine	2017	2018p	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	6,9	6,6	6,2	6,0
IPC (% sur un an, fp)	1,8	2,4	2,5	2,3
Taux directeur banque centrale (% fp)	4,35	4,35	4,35	4,35
Yuan chinois (USDCNY, fp)	6,51	6,90	6,70	6,50

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



Graphique 2



*Données de 2017. Sources : Études économiques de la Banque Scotia, FMI.

L'IMPACT DU DIFFÉREND COMMERCIAL SUR L'ÉCONOMIE

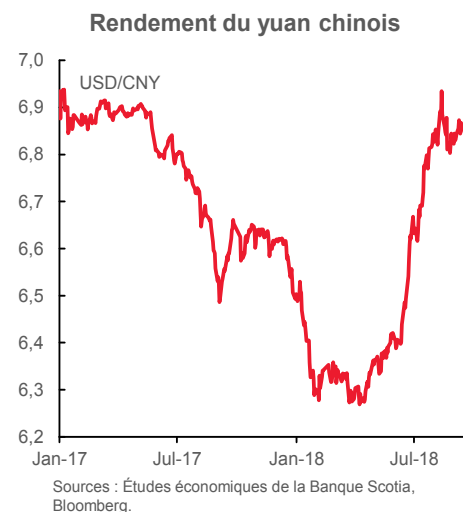
Les États-Unis sont la première destination des exportations chinoises : ils achètent environ 20 % de toutes les livraisons de la Chine à l'étranger. Dans la foulée de l'escalade du conflit, environ la moitié des exportations chinoises aux États-Unis seront soumises aux sanctions tarifaires; la tranche ciblée de 250 G\$ US de biens chinois exportés aux États-Unis représente 10 % des livraisons mondiales de la Chine (graphique 2). Sur cette toile de fond, les exportateurs chinois pourraient subir une baisse de la demande de leurs produits aux États-Unis si les sanctions tarifaires font monter les prix ou que les États-Unis peuvent remplacer les biens chinois. Toutefois, puisque la tranche de 250 G\$ US de biens chinois exportés n'équivaut qu'à 2 % du PIB de la Chine, nous pensons qu'une baisse même considérable de la demande américaine de biens chinois pourrait être compensée par des politiques budgétaires et monétaires plus proactives. Nous tenons aussi à préciser que le dollar US s'est valorisé d'environ 9 % par rapport au yuan chinois dans les deux derniers trimestres (graphique 3), ce qui devrait permettre de compenser une partie de la pression haussière sur les prix des biens chinois aux États-Unis.

Ces dernières années, l'économie chinoise a connu une nette évolution : le secteur extérieur a perdu de l'importance comme facteur de croissance et la demande intérieure, en particulier sous l'angle des dépenses de consommation, est appelée à prendre de l'importance. En fait, les exportations nettes ont pesé sur la croissance du premier semestre de 2018 (avec une contribution de -9 %), alors que les dépenses de consommation et l'investissement dans les immobilisations sont intervenus dans la croissance pour 78 % et 31 % respectivement. En nous rappelant les facteurs que nous venons d'évoquer, nous pensons que l'impact direct du conflit commercial du fait de la balance commerciale nette sur la croissance du PIB réel de la Chine sera relativement modeste, d'autant plus que les exportations et les importations chinoises seront malmenées par les sanctions tarifaires.

Nous croyons que c'est la conjoncture commerciale qui aura le plus d'impact, dans le cadre du conflit commercial, sur l'économie chinoise, puisque la détérioration de la confiance est appelée à décaler les décisions d'investissement des entreprises et à modifier les intentions d'embauche, ce qui fera peser une pression baissière plus vaste sur la demande intérieure. En outre, si le conflit s'éternise, il y a un risque que les perspectives de l'investissement chinois se détériorent plus spectaculairement, puisque les entreprises manufacturières pourraient commencer à délocaliser leurs installations de production, par exemple au Vietnam, pays voisin. Les récents indicateurs de haute fréquence donnent des signes de léthargie dans la conjoncture du secteur manufacturier. Dans le même temps, la croissance globale de l'investissement dans les immobilisations suit depuis longtemps une tendance au ralenti (graphique 4). Toujours est-il que la vigueur de l'investissement du secteur privé a constitué un facteur essentiel qui a empêché un ralentissement plus prononcé de la croissance de l'investissement. Nous continuerons de surveiller attentivement cette évolution dans les mois à venir; nous croyons que ce sont les entités du secteur public qui accuseront essentiellement le contrecoup de cette léthargie si la croissance de l'investissement du secteur privé devait être freinée en raison de la moindre confiance des entreprises.

Pour ce qui est de l'impact attendu sur les dépenses de consommation de la Chine, nous tenons à signaler qu'en raison de la mainmise de l'État sur les médias, le mécontentement des consommateurs ne se généralise pas aussi facilement en Chine qu'aux États-Unis. C'est pourquoi il est probable que l'impact sur la confiance des consommateurs et sur les dépenses des ménages chinois soit relativement limité. En outre, les mesures tarifaires de rétorsion de l'État chinois ont été planifiées de manière à en réduire l'impact sur la consommation. Ce n'est que si on relève des pertes d'emplois importantes dans le secteur manufacturier touché que les perspectives de dépenses de la consommation fléchiraient plus spectaculairement. Bien que nous continuions de surveiller très attentivement ces tendances, nous considérons que les perspectives de consommation en Chine restent vigoureuses pour l'heure; le revenu réel disponible médian par habitant a crû de 8,4 % sur un an au premier semestre de 2018; il s'est accéléré par rapport au rythme de 7,3 % sur un an en 2017.

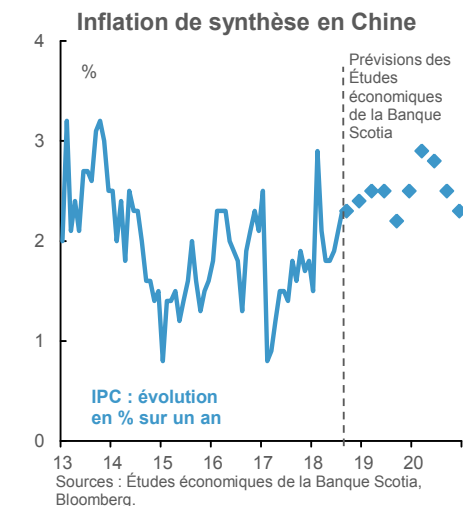
Graphique 3



Graphique 4



Graphique 5



LES PERSPECTIVES DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE ET DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Dans la conjoncture incertaine d'aujourd'hui, le gouvernement chinois doit réaliser deux objectifs plutôt contrastés, qui dominent ses politiques : 1) étayer la croissance économique alors que les tensions commerciales pèsent sur les perspectives; et 2) maîtriser les risques et les déséquilibres financiers de l'économie grâce au désendettement, ce qui est une condition préalable à la continuité de la libéralisation économique.

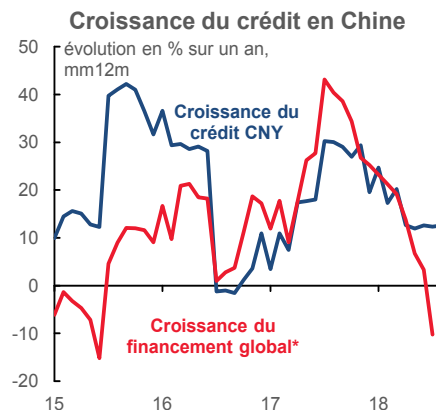
Le premier objectif est appelé à dominer de plus en plus les prochains trimestres. La Chine a annoncé qu'elle adoptera une approche plus souple dans sa politique budgétaire, afin de compenser l'impact économique défavorable. Nous nous attendons à ce que l'État intervienne dans l'économie pour veiller à ce que la croissance reste égale ou supérieure à 6 % d'ici la fin de la décennie; les décideurs chinois feront probablement appel à différents outils pour stimuler l'économie, par exemple les baisses d'impôt des particuliers et des entreprises pour relancer la consommation intérieure, les rabais sur les taxes à l'exportation et d'autres moyens ciblés pour les entreprises exportatrices et manufacturières, les mesures d'incitation visant à rehausser l'investissement privé, en particulier dans les secteurs qui cadrent avec la stratégie industrielle prépondérante en technologies de la Chine, ainsi que les dépenses d'infrastructure consacrées aux liaisons ferroviaires à grande vitesse. Les mesures budgétaires mettront probablement surtout l'accent sur l'amélioration de la transformation économique de la Chine, qui privilégiera non plus l'industrie lourde et l'industrie manufacturière à faible valeur ajoutée, mais plutôt le secteur des services et les industries de pointe.

Hormis les mesures de relance budgétaire, la politique monétaire restera conciliante pour étayer l'économie, grâce à la maîtrise des tensions inflationnistes jusqu'en 2020. Nous nous attendons à ce que l'inflation de synthèse s'établisse à une moyenne de 2,5 % sur un an dans les deux prochaines années (graphique 5). La Banque populaire de Chine (BPC) fera appel à différents outils — par exemple les opérations sur le marché libre, les réserves obligatoires, ainsi que des mécanismes de crédit permanent et à moyen terme — pour doter le système financier de liquidités abondantes, ce qui permettra de s'assurer que les secteurs dont les perspectives de croissance sont favorables continueront d'avoir accès au financement. Bien que nous ne nous attendions pas à ce que les taux d'intérêt directs sur les dépôts et le crédit changent dans les prochains trimestres, nous prévoyons d'autres réductions des ratios des réserves obligatoires des banques. On ne s'attend pas à ce que la BPC dévalorise sa monnaie pour relancer les exportations chinoises; en fait, une nouvelle dévalorisation de la devise ne serait pas souhaitable; si le marché devait finir par s'y attendre, les sorties de capitaux hors de la Chine s'accroîtraient. La moindre demande exprimée par les investisseurs pour les actifs chinois viendrait accroître les difficultés de refinancement qu'affrontent les entreprises chinoises endettées.

En ce qui concerne le deuxième objectif de l'administration chinoise, soit amoindrir les risques financiers, le processus de désendettement de la Chine se poursuit : la croissance du crédit se ralentit à des niveaux plus viables depuis quelques trimestres. (Le crédit en CNY a progressé de 12,6 % sur un an en moyenne mobile sur 12 mois (mm12m) en août contre 30,1 % il y a un an.) La croissance du financement global s'est décélérée plus nettement (la croissance en mm12m a plongé en territoire négatif), en raison des efforts de l'administration de maîtriser l'industrie bancaire parallèle (graphique 6). Outre la priorité donnée par l'administration à la croissance du crédit de meilleure qualité, le cadre réglementaire de l'industrie bancaire parallèle s'est considérablement fortifié. Nous nous attendons à ce que le processus de désendettement se ralentisse un peu dans les mois à venir, puisque les décideurs chinois seront obligés de privilégier la stabilité économique en raison de l'escalade des risques de baisse de la croissance. Toujours est-il que les communiqués officiels indiquent que l'administration a la ferme volonté de prévenir une nouvelle multiplication des déséquilibres financiers qui découlent de la croissance excessive du crédit.

Nous nous attendons à ce que les problèmes commerciaux perdurent pour un temps, soit au-delà des élections de mi-mandat aux États-Unis en novembre, et débordent même sur 2019. D'ici là, nous continuons de surveiller la possibilité d'une nouvelle escalade, même si nous constatons que de part et d'autre, les décideurs seront fortement incités à résoudre le conflit commercial lorsque l'impact négatif sur l'économie sera devenu plus évident. Dans le même temps, la Chine continuera de mettre en œuvre son programme de réformes structurelles, pour ouvrir graduellement son économie. Même si la libéralisation de l'économie chinoise est l'une des exigences américaines, nous ne nous attendons pas à ce que la Chine mène des réformes précipitées. En fait, la Chine souligne cette année le quarantième anniversaire de « la réforme et l'ouverture » de son économie, ce qui met en lumière sa préférence pour garder une approche modérée dans les changements structurels.

Graphique 6



*La PBoC a changé la méthode statistique de cette série en août 2018; le graphique reprend l'ancienne série, plus riche en données. Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg, PBoC.

Japon

- La croissance de la production cadre avec le potentiel; l'inflation reste inférieure à la cible.

PERSPECTIVES DE CROISSANCE ÉCONOMIQUE

L'économie japonaise avance assez bien — selon les récentes normes du pays —, puisque le PIB a progressé de 1,2 % sur un an au premier semestre de 2018. L'investissement des entreprises est conforté par la vigueur des bilans des sociétés et par des politiques budgétaires et monétaires stimulantes, alors que le durcissement du marché du travail devrait accroître les salaires et étayer les dépenses des ménages. La vigueur de la demande mondiale se répercute sur l'activité des secteurs exportateurs du Japon. Toutefois, puisque la Chine et les États-Unis sont les deux grands marchés exportateurs du Japon, le conflit commercial entre les États-Unis et la Chine, de concert avec les partis pris protectionnistes américains — comme en témoignent les sanctions tarifaires sur l'acier et l'aluminium —, constitue un risque baissier pour les perspectives de croissance du Japon. Le relèvement programmé de la taxe à la consommation (qui est passée de 8 % à 10 %) en octobre 2019 est appelé à donner lieu à la volatilité de la croissance l'an prochain (graphique 1). Nous nous attendons à ce que le PIB réel du Japon augmente de 1,2 % cette année et à ce qu'il gagne en moyenne 1 % sur un an en 2019-2020, ce qui correspond presque au potentiel de l'économie.

En septembre, Shinzo Abe a remporté l'élection à la tête du Parti libéral-démocrate (PLD) au pouvoir. Le chef de ce parti deviendra en fait le prochain premier ministre du Japon, puisque le PLD et son partenaire dans la coalition, le Parti Komeito, maîtrisent tous deux la chambre basse et la chambre haute du Parlement. Le renouvellement de son mandat sera, pour M. Abe, l'occasion souhaitée de se consacrer au troisième « axe » de son plan de relance économique. Il a fait massivement appel aux « axes » monétaire et budgétaire, qui lui ont permis de mettre un terme à la déflation; or, le troisième axe — celui des réformes structurelles — n'a pas progressé aussi vivement qu'envisagé quand M. Abe a pris le pouvoir en 2012. Le succès des réformes qui seront mises en œuvre constitue un risque haussier pour les perspectives de croissance à plus long terme du Japon.

PERSPECTIVES DE L'INFLATION ET DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Les tensions inflationnistes du Japon sont appelées à rester inférieures à la cible de 2 % de la Banque du Japon (BoJ) jusqu'en 2020. Récemment, l'inflation de synthèse a rebondi à 1,33 % sur un an, grâce à la hausse des coûts des produits alimentaires. L'IPC hors aliments frais — soit l'indicateur privilégié de la BoJ — reste plus discret, à 0,9 % sur un an. Nous nous attendons à ce que ce timide relèvement récent soit de courte durée, puisque l'inflation de synthèse devrait finir l'année 2018 à 1 % sur un an. L'inflation culminera temporairement dans les derniers mois de 2019, en raison de la hausse de la taxe à la consommation; or, les gains de prix se ralentiront probablement pour revenir à 1 % sur un an en 2020 (graphique 2).

La BoJ restera probablement fidèle à une politique monétaire très conciliante jusqu'en 2020. En juillet 2018, elle a apporté des mises au point techniques à ses activités monétaires afin d'accroître la souplesse de sa politique; elle autorisera une plus grande volatilité dans les rendements selon l'évolution de l'activité économique et des prix. Nous nous attendons à ce que l'orientation de la politique monétaire ne change pas dans les trimestres à venir et à ce que le taux directeur à court terme se maintienne à -0,1 %. La BoJ continuera de rajuster le montant des rachats d'obligations selon l'évolution des marchés, en visant à ce que le rendement obligataire à dix ans reste proche de 0 %. La prochaine taxe à la consommation pourrait faire baisser le PIB réel ou ralentir la croissance; la conjoncture récessionniste potentielle ne crée pas un environnement dans lequel la BoJ durcirait sa politique monétaire. Sur cette toile de fond, nous n'entrevoyons pas de rajustements du taux directeur avant la fin de 2020; or, la BoJ pourrait laisser monter marginalement, en 2020, les rendements à long terme, en supposant que l'économie sorte plutôt indemne du relèvement du taux de la taxe.

RENSEIGNEMENTS

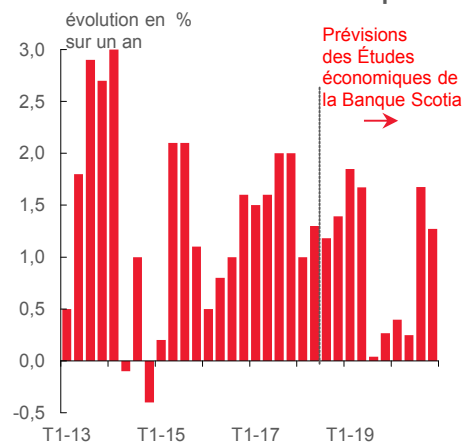
Tuuli McCully, premier directeur et chef,
Études économiques – Asie-Pacifique
65.6305.8313 (Singapour)
Études économiques de la Banque Scotia
tuuli.mccully@scotiabank.com

Japon	2017	2018p	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	1,7	1,2	1,0	0,9
IPC (% sur un an, fp)	1,0	1,0	2,3	1,1
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

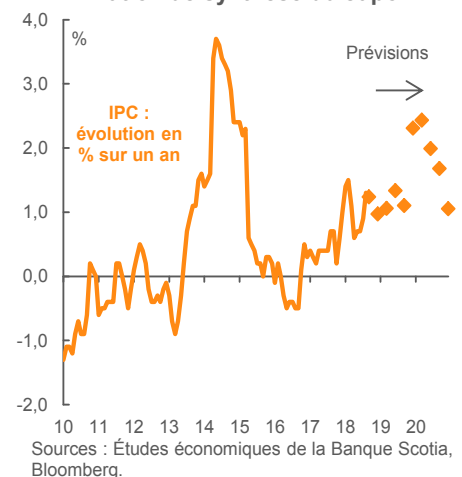
Croissance du PIB réel du Japon



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 2

Inflation de synthèse du Japon



Inde

- L'Inde continue de s'illustrer par sa croissance parmi les grandes puissances économiques.
- Les risques inflationnistes restent exacerbés, ce qui justifie un durcissement monétaire.
- La roupie témoigne des inquiétudes qui planent sur les marchés émergents, ainsi que des déficits du compte courant et du budget de l'Inde.

PERSPECTIVES DE CROISSANCE ÉCONOMIQUE

L'économie indienne affiche un vigoureux rendement. La croissance du PIB réel s'est établie à une moyenne de 7,9 % sur un an dans la période de janvier à juin, dans la foulée d'un gain de 6,3 % en 2017. Nous nous attendons à ce que l'économie progresse de 7,6 % pour l'ensemble de 2018 (graphique 1). La consommation des ménages, l'investissement et l'élan des secteurs de l'activité manufacturière et des services continuent d'être vigoureux. En outre, l'orientation de la politique budgétaire du pays reste favorable à la croissance. L'orientation moins exportatrice de l'économie indienne par rapport aux économies régionales comparables lui apporte une certaine protection contre tout impact défavorable, sur la croissance du PIB réel, du conflit commercial entre les États-Unis et la Chine et, plus généralement, de la politique commerciale américaine.

Nous pensons que les perspectives de croissance à moyen et à plus long termes de l'Inde sont assez encourageantes elles aussi. À notre avis, les récentes réformes — comme la réforme fiscale, le code de la faillite, la recapitalisation des banques et l'élimination des actifs improductifs, la libéralisation de l'investissement direct étranger et les différents efforts d'officialisation de l'économie — viendront raviver la croissance du crédit, simplifier la conjoncture commerciale compliquée de l'Inde et encourager l'investissement du secteur privé, ce qui viendra étayer la croissance économique. C'est pourquoi l'Inde est appelée à rester un pilier de la croissance parmi les grandes puissances économiques mondiales dans un avenir prévisible. Nous prévoyons que le PIB réel de l'Inde progressera de 7,5 % sur un an en moyenne d'ici la fin de la décennie.

PERSPECTIVES DE L'INFLATION ET DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Les perspectives inflationnistes de l'Inde justifient toujours une étroite surveillance, même si dans les derniers mois, les pressions qui s'exercent sur les prix dans les statistiques de synthèse se sont amoindries. L'inflation des prix à la consommation s'est calmée — essentiellement en raison des effets de base — pour s'inscrire à 3,75 % sur un an, contre plus de 5 % au début de 2018. Nous nous attendons à ce que le rythme de synthèse finisse 2018 à 4,0 % sur un an et remonte légèrement en 2019 (graphique 2). Il n'empêche qu'à notre avis, le durcissement monétaire de la Reserve Bank of India (RBI) permettra de contenir l'inflation dans la fourchette de 4 % ± 2 % de la banque centrale jusqu'en 2020.

Malgré une conjoncture favorable dans les derniers mois, les perspectives inflationnistes de l'Inde comportent des défis, mis en lumière par l'inflation fondamentale, qui continue d'être exacerbée et de frôler 6 % sur un an. Nous continuons de suivre attentivement l'évolution des risques haussiers suivants pour l'inflation : 1) la volatilité permanente des marchés financiers et la dévalorisation associée de la roupie indienne; 2) les attentes de hausse de l'inflation des ménages; 3) l'ascension des cours du brut; 4) la multiplication des pressions sur les prix des intrants dans le secteur manufacturier; 5) des précipitations inférieures à la moyenne pendant la mousson (de juin à septembre) et leur impact potentiel sur les prix des produits alimentaires; 6) la décision du gouvernement central de mettre en œuvre des prix de soutien minimums pour certaines récoltes; 7) le dérapage budgétaire potentiel en prévision de l'élection générale de 2019; 8) la hausse des indemnités de loyers consentie aux employés de l'État.

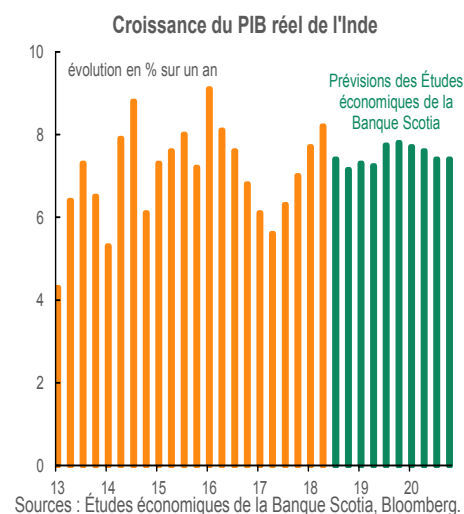
RENSEIGNEMENTS

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

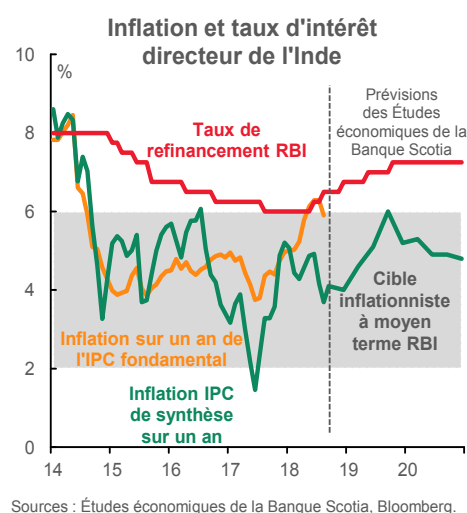
Inde	2017	2018p	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	6,3	7,6	7,5	7,5
IPC (% sur un an, fp)	5,2	4,0	5,2	4,8
Taux directeur banque centrale (% fp)	6,00	6,75	7,25	7,25
Roupie indienne (USDINR, fp)	63,9	72,5	71,0	69,0

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



Graphique 2



La RBI continue de donner une priorité absolue à la préservation de la crédibilité de la politique monétaire par rapport au mandat de ciblage de l'inflation de la banque centrale. La RBI a relevé de 25 points de base, en juin et en août, le taux de refinancement repère, pour le porter à son niveau actuel de 6,50 %. Toujours est-il que dans la foulée de la réunion la plus récente sur la politique monétaire, le 5 octobre 2018, la RBI a décidé de marquer une pause dans le durcissement de sa politique monétaire. Elle a plutôt donné la priorité à la stabilité du secteur financier, sur fond de contraintes exacerbées de l'industrie bancaire parallèle, et s'est consacrée au maintien de niveaux de liquidités suffisants dans le système. Il n'empêche que la banque centrale a modifié son orientation monétaire « neutre » pour adopter le principe du « durcissement calibré », ce qui veut dire qu'il faut s'attendre à d'autres relèvements du taux directeur. Nous croyons que la RBI haussera probablement le taux directeur de 25 points de base dans la foulée de la prochaine réunion sur la politique monétaire le 5 décembre 2018.

LES FONDAMENTAUX ÉCONOMIQUES ET LA ROUPIE INDIENNE

La roupie indienne (INR) est soumise à une forte pression de dévalorisation par rapport au dollar américain. Elle est la moins performante des devises asiatiques depuis le début de l'année, après avoir enregistré des pertes dans les deux chiffres par rapport au dollar US (graphique 3). La tourmente provoquée par la Turquie et l'Argentine, de concert avec le conflit commercial entre les États-Unis et la Chine, a refroidi l'ardeur des investisseurs pour les marchés émergents, ce qui s'est répercuté sur l'Inde en raison des déficits du budget et du compte courant du pays (graphique 4). Outre cette position de double déficit, l'incertitude politique en Inde restera élevée dans les mois à venir en raison des quatre élections d'État qui se tiendront d'ici la fin de janvier 2019 et qui seront suivies des élections générales en avril et mai 2019; c'est pourquoi nous restons pessimistes sur l'évolution de l'INR à moyen terme.

Bien que le déficit du compte courant de l'Inde ne soit pas très considérable — puisqu'il s'établira probablement à une moyenne de l'ordre de 2,5 % du PIB durant l'exercice financier en cours (d'avril 2018 à mars 2019) —, les apports de l'investissement direct étranger ne couvrent pas parfaitement les besoins en financement du déficit; c'est pourquoi l'Inde s'en remet à des apports de portefeuilles plus volatils et à la dette extérieure pour financer le déficit du compte courant, ce qui vient relever la volatilité de la monnaie. Sous l'angle budgétaire, le gouvernement de l'Inde reste fidèle à un assainissement budgétaire graduel. Le budget de l'Union pour l'exercice financier 2018-2019 prévoit que le déficit du gouvernement central se réduira à 3,3 % du PIB, contre 3,5 % il y a un an. Il n'empêche que nous constatons que le risque d'un dérapage budgétaire en prévision des élections générales de 2019 reste exacerbé. Nous précisons en outre que le déficit public de l'Inde reste nettement supérieur au niveau du gouvernement général, et qu'il s'établira probablement à une moyenne de 6,5 % du PIB dans les prochaines années. Nous croyons que les grandes forces et les principaux risques fondamentaux de l'économie indienne continuent de dépendre du budget, puisque la faculté du gouvernement de réagir aux chocs négatifs potentiels est en quelque sorte limitée.

La RBI est intervenue sur le marché des changes pour étayer l'INR, ce qui a fait baisser ses réserves. Toujours est-il que les réserves étrangères de l'Inde par rapport à son passif à court terme sont assez vigoureuses. Nous croyons que la Banque centrale devrait être dotée des outils qu'il faut pour continuer de défendre sa monnaie au besoin. Outre son intervention sur les marchés, l'Inde a annoncé d'autres mesures pour appuyer l'INR, notamment des mesures pour faciliter l'émission des obligations des entreprises locales afin de relancer les apports de capitaux, ainsi qu'un relèvement des tarifs douaniers pour réduire les importations.

Graphique 3

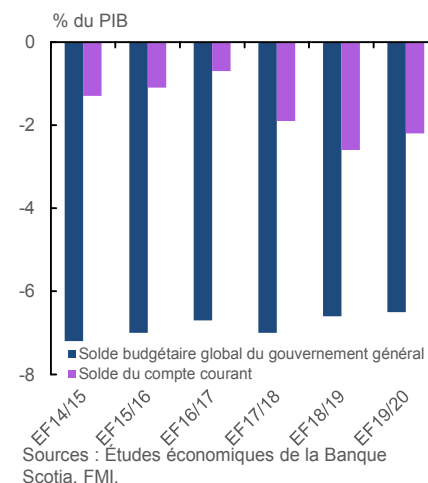
Rendement de la roupie indienne



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 4

Double déficit de l'Inde



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, FMI.

Corée du Sud

- La croissance du PIB réel est appelée à continuer de cadrer avec le potentiel jusqu'en 2020.
- L'inflation devrait atteindre la cible de la banque centrale à court terme.

PERSPECTIVES DE CROISSANCE ÉCONOMIQUE

La croissance économique de la Corée du Sud reste assez solide. Nous nous attendons à ce que le PIB réel gagne 2,9 % en 2018, puis progresse à une moyenne de 2,7 % sur un an en 2019-2020 (graphique 1). La relance est portée par la vigueur de l'activité des secteurs exportateurs; la récente léthargie des dépenses de consommation et de l'investissement dans les immobilisations se révélera probablement passagère en raison des politiques d'amélioration de la croissance de l'État, ainsi que des hausses du salaire minimum, des mesures de création d'emplois et des programmes liés à l'innovation. L'endettement élevé des ménages et l'atonie de la conjoncture en raison des incertitudes permanentes liées au commerce empêcheront probablement le rythme de croissance de dépasser le potentiel de l'économie, qui est de l'ordre de 2,75 % sur un an.

Nous relevons deux risques importants pour la croissance économique de la Corée du Sud : le protectionnisme commercial et l'évolution du marché du travail intérieur. Puisque l'économie sud-coréenne est axée sur les exportations et qu'elle est intimement liée aux chaînes logistiques d'approvisionnement de l'Asie et du reste du monde, elle subira probablement l'impact négatif de l'escalade du conflit commercial entre les États-Unis et la Chine. La Chine est le premier marché exportateur de la Corée du Sud, puisqu'elle achète 30 % de ses livraisons à l'étranger; en outre, plus de la moitié des exportations mondiales sud-coréennes est constituée de biens intermédiaires qui, une fois intégrés dans les biens finis, pourraient être soumis aux droits sur les produits importés aux États-Unis. En outre, nous sommes très attentifs à l'anémie récente du marché du travail intérieur. En raison de l'augmentation de l'ordre de 16 % du salaire minimum au début de l'année, le taux de chômage du pays a monté de 3,6 % à 4,0 %, puisque les petites entreprises ont éprouvé des difficultés à conserver les niveaux d'emplois antérieurs. Une nouvelle hausse du salaire minimum — de l'ordre de 11 % — est prévue pour 2019, ce qui laisse présager d'autres difficultés pour les petites entreprises, à moins que la demande se relève suffisamment pour compenser la hausse des frais de main-d'œuvre. Pour alléger le fardeau, le gouvernement sud-coréen a récemment annoncé une proposition qui prévoit un budget expansionniste pour 2019, dans la foulée d'un budget supplémentaire axé sur les emplois et approuvé pour l'exercice en cours.

PERSPECTIVES DE L'INFLATION ET DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

L'inflation de la Corée du Sud se revigore, en frôlant la cible de 2 % sur un an de la Banque de Corée (BoK), grâce aux effets de base sur un an, à la hausse des prix des produits alimentaires et à la progression des prix à l'importation en raison de la dévalorisation récente de la monnaie par rapport au dollar US. Nous nous attendons à ce que l'inflation de synthèse gravite autour de la barre des 2 % dans les derniers mois de 2018. En 2019-2020, l'inflation restera probablement maîtrisable — à une moyenne de 2,5 % sur un an — alors que la BoK continuera de durcir prudemment sa politique monétaire.

Avec le relèvement de l'inflation, le taux directeur de la BoK en chiffres réels a plongé en territoire négatif, ce qui amènera probablement la banque centrale à recentrer sa politique actuelle sur la stabilité financière en raison des incertitudes récalcitrantes liées au commerce, à la très forte aversion au risque et aux sorties de capitaux potentielles. En outre, la relance économique assez solide, la forte croissance soutenue du crédit parmi les ménages sud-coréens et le creusement du différentiel des taux d'intérêt entre les États-Unis et la Corée du Sud viendront probablement accentuer la pression qui pèsera sur la BoK pour dénouer la conciliation monétaire. C'est pourquoi il reste très probable que la BoK relève son taux directeur de 25 points de base à 1,75 % d'ici la fin de 2018.

RENSEIGNEMENTS

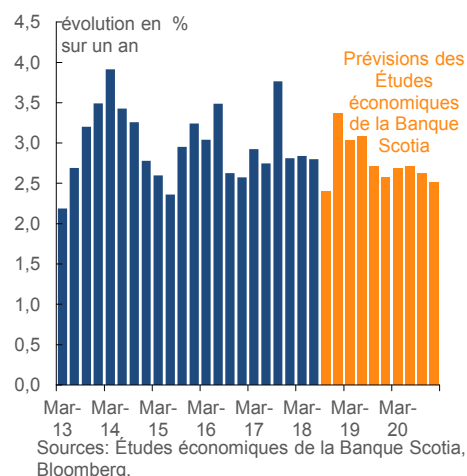
Tuuli McCully, premier directeur et chef,
Études économiques – Asie-Pacifique
65.6305.8313 (Singapour)
Études économiques de la Banque Scotia
tuuli.mccully@scotiabank.com

Corée du Sud	2017	2018p	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	3,1	2,9	2,8	2,6
IPC (% sur un an, fp)	1,5	2,2	2,5	2,2
Taux directeur banque centrale (% fp)	1,50	1,75	2,25	2,50
Won sud-coréen (USD/KRW, fp)	1 067	1 100	1 085	1 070

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

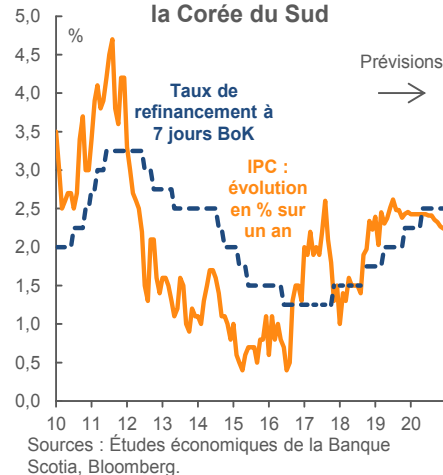
Graphique 1

Croissance du PIB réel de la Corée du Sud



Graphique 2

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



Australie

- La croissance économique de l'Australie se ralentira légèrement en 2019-2020.
- Les perspectives d'une inflation maîtrisable permettent un retour à la normale mesuré de la politique monétaire

PERSPECTIVES DE CROISSANCE ÉCONOMIQUE

Depuis le début de l'année, la croissance économique de l'Australie se révèle plus vigoureuse que ce que nous avions prévu : le PIB réel inscrit une solide moyenne de 3,3 % sur un an au premier semestre de 2018 (graphique 1). C'est pourquoi nous nous attendons désormais à ce que l'économie australienne progresse de 3,1 % en 2018 (contre 2,8 % selon le rapport Perspectives mondiales du T3). L'activité est généralisée : la demande intérieure — notamment l'investissement non minier, l'investissement dans les infrastructures et les dépenses des ménages — ainsi que les exportations nettes contribuent à la croissance. Il n'empêche qu'à notre avis, l'économie reviendra à des taux de croissance potentielle de 2,66 % sur un an en 2019-2020 en raison de la légère baisse de la performance des secteurs exportateurs. En outre, il se peut que le consommateur australien ne puisse pas soutenir l'élan actuel de l'économie : même si la vigueur du marché du travail porte la confiance, les gains de salaires toujours aussi faibles et le fort endettement des ménages limiteront probablement la croissance des dépenses dans les trimestres à venir.

Nous continuons de surveiller attentivement tous les effets négatifs potentiels du conflit commercial entre les États-Unis et la Chine sur l'économie australienne. Nous croyons que le plus grand risque baissier causé par ce conflit se rapporte à la léthargie de la conjoncture commerciale mondialement. La détérioration des perspectives de l'économie mondiale se répercuterait probablement sur les cours des produits de base, ce qui malmènerait la balance commerciale de l'Australie. En outre, l'investissement commercial non minier est aujourd'hui un important facteur de croissance en Australie; les perspectives de l'investissement baisseraient probablement de concert avec la moindre confiance des entreprises. Toujours est-il que nous notons que la Chine n'achète pas à l'Australie de volumes considérables de biens intermédiaires qui, une fois intégrés dans les biens finis, pourraient être soumis aux droits tarifaires sur les biens importés aux États-Unis. C'est pourquoi nous croyons que l'Australie est moins exposée à ce conflit que plusieurs économies asiatiques comme celles de la Corée du Sud, du Japon et de Taïwan. Les exportations australiennes à destination de la Chine étaient la demande intérieure chinoise, en particulier dans la construction et l'aménagement des infrastructures. Sous cet angle, nous continuons de surveiller attentivement toutes les autres précisions qui seront apportées aux plans de relance budgétaire de la Chine.

PERSPECTIVES DE L'INFLATION ET DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

La Reserve Bank of Australia (RBA) restera probablement fidèle à une politique monétaire conciliante dans les mois à venir. En raison de perspectives toujours aussi anémiques dans l'inflation des salaires et des prix, nous nous attendons à ce que la phase du durcissement monétaire de la RBA attende le deuxième trimestre de 2019 (graphique 2), avant de s'enchaîner sur des hausses prudentes des taux d'intérêt. Le taux d'intérêt directeur continue de s'inscrire à 1,50 % depuis août 2016. Les décideurs de la RBA ont précisé que « la prochaine décision pour ce qui est du taux directeur consisterait plus vraisemblablement à le relever qu'à l'abaisser ». Dans le même temps, ils ont également précisé qu'« il n'y a pas de plaidoyer convaincant pour un remaniement à court terme de la politique monétaire ». Au niveau des statistiques de synthèse, les salaires et les prix australiens augmentent de concert, soit de 2,1 % sur un an au deuxième trimestre, et les bénéfices des entreprises ne bougent pas en chiffres réels. On s'attend à ce que l'inflation des salaires se relève légèrement; pourtant, les tensions inflationnistes induites par la demande devraient rester maîtrisables dans un avenir prévisible. Nous nous attendons à ce que l'inflation de synthèse finisse l'année 2018 à 2,0 % sur un an et s'établisse à une moyenne de 2,5 % sur un an en 2019-2020, ce qui continue de s'inscrire dans la fourchette cible de l'inflation de 2 %-3 % sur un an de la RBA.

RENSEIGNEMENTS

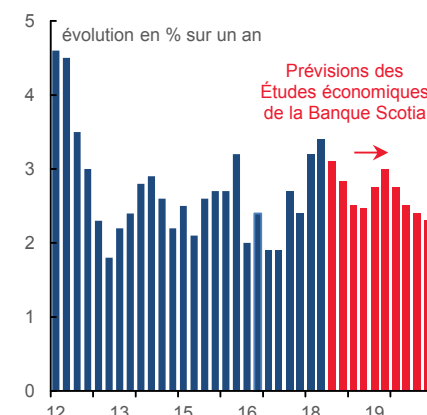
Tuuli McCully, premier directeur et chef,
Études économiques – Asie-Pacifique
65.6305.8313 (Singapour)
Études économiques de la Banque Scotia
tuuli.mccully@scotiabank.com

Australie	2017	2018p	2019p	2020p
PIB réel (évolution annuelle en %)	2,2	3,1	2,7	2,5
IPC (% sur un an, fp)	1,9	2,0	2,5	2,6
Taux directeur banque centrale (% fp)	1,50	1,50	2,00	2,50
Dollar australien (AUDUSD, fp)	0,78	0,73	0,78	0,78

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1

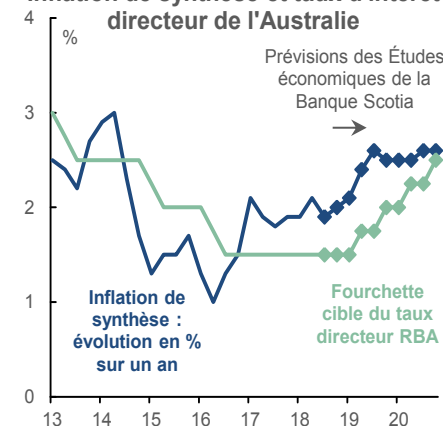
Croissance du PIB réel de l'Australie



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 2

Inflation de synthèse et taux d'intérêt directeur de l'Australie



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Produits de base

LES TENSIONS COMMERCIALES ENTRE LES ÉTATS-UNIS ET LA CHINE S'APAISENT, MAIS COUVENT TOUJOURS; LES PERSPECTIVES DES COURS DES MÉTAUX SE TERNISSENT

- Si les craintes sur l'ALÉNA sont aujourd'hui dissipées, les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine continuent de monopoliser l'attention pour les marchés des produits de base et ne semblent pas vouloir s'apaiser; nous croyons aujourd'hui que le conflit commercial entre les États-Unis et la Chine continuera de peser lourdement sur l'humeur des investisseurs dans le marché des produits de base industriels jusqu'à l'élection présidentielle américaine de 2020.
- Les contremesures de stimulation chinoises viendront masquer les effets des vents contraires qui soufflent sur le commerce; or, nous nous attendons à ce que l'ensemble des politiques de Beijing vise essentiellement les secteurs des services intérieurs et soit ainsi moins favorable aux métaux qu'auparavant.
- Notre prévision moins optimiste sur la conjoncture commerciale transpacifique tumultueuse donne lieu à un ralentissement de la croissance de la demande et, par le fait même, à des cours prévisionnels moindres pour des métaux comme le cuivre, le nickel, le zinc et l'aluminium d'ici la fin de 2020 (graphique 1).
- Les perspectives des cours du pétrole ont été élargies par le durcissement de la conjoncture de l'offre et l'incertitude qui plane sur la capacité de l'Arabie saoudite à pallier les pertes de production en Iran et au Venezuela.
- Malheureusement pour les producteurs de pétrole canadiens, les contraintes de transport par oléoduc et la léthargie du transport du pétrole par chemin de fer ont à nouveau fait exploser les rabais, et les différentiels devraient rester volatils jusqu'à la mise en service de la Ligne 3 au début de 2020.

ENTRE L'ENRACINEMENT DE LA GUERRE COMMERCIALE ET UNE MALVEILLANCE DÉSAGRÉABLE

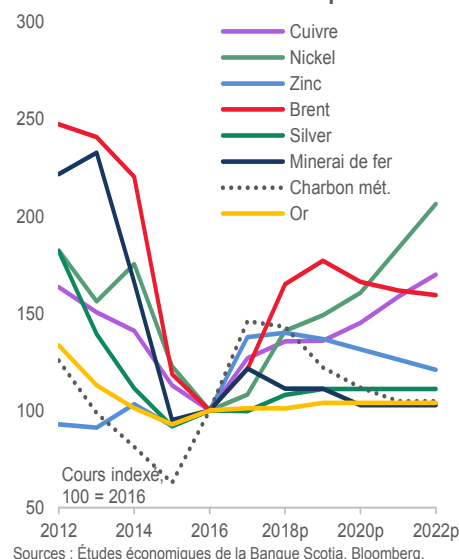
La grande guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine — ou, comme nous préférons le voir, la malveillance qui perdure entre ces deux pays — s'annonce comme un inconvénient appelé à perdurer pour l'économie mondiale, et les entreprises de produits de base doivent s'habituer à quelques années encore de demande plus lente qu'attendu et à une conjoncture peu enthousiaste du marché. À la mi-septembre, la Maison-Blanche a annoncé que les États-Unis imposeraient des sanctions tarifaires de 10 % sur 200 G\$ de biens chinois importés et que les sanctions s'établiraient à 25 % au début de la nouvelle année. Cette dernière salve de sanctions vient s'ajouter aux sanctions annoncées à la mi-juin, sur 50 G\$ de biens chinois importés, ainsi qu'aux sanctions tarifaires déployées au début de l'année sur certains produits, à savoir l'acier, l'aluminium, les lessiveuses et les panneaux solaires. Nous nous attendons à ce que les sanctions tarifaires américaines sur 250 G\$ de biens chinois restent en vigueur au taux de 25 % jusqu'à l'élection présidentielle américaine de 2020, ce qui fera souffler, sur l'économie chinoise, des vents contraires de large envergure, mais relativement légers. Il est improbable qu'une victoire même décisive des Démocrates dans les élections de mi-mandat au Congrès change considérablement l'orientation des politiques actuelles, en raison du soutien bipartisan exceptionnel pour une posture commerciale d'opposition à la Chine. Toutefois, nous croyons que la Maison-Blanche refusera en définitive d'imposer d'autres sanctions tarifaires dans ce qu'il est convenu d'appeler la tranche III sur le reliquat de 267 G\$ de biens importés de Chine, essentiellement parce que cette dernière liste de biens est beaucoup axée sur la consommation (par exemple, les téléphones intelligents) et qu'il se peut donc qu'une telle décision déclenche une onde de choc politique négative.

RENSEIGNEMENTS

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

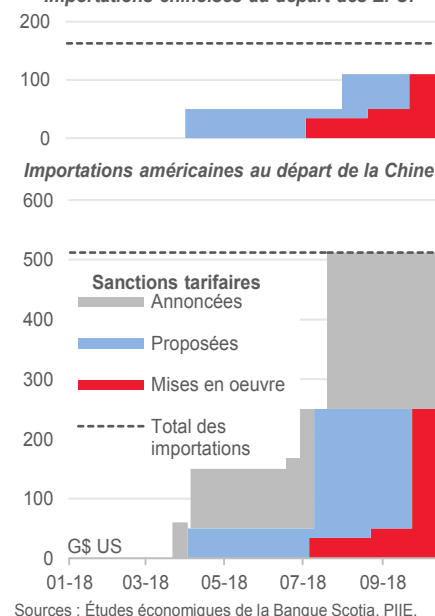
Graphique 1

Le brut Brent en tête du peloton



Graphique 2

Évolution du conflit commercial É.-U.-Chine Importations chinoises au départ des É.-U.



Beijing a riposté en décrétant des tarifs compensatoires, puisque la Chine importe moins que 250 G\$ des États-Unis, même si les mesures non tarifaires continuent de représenter une option envisageable dans l'éventualité où les relations se détériorent davantage. **Les mesures que les décideurs chinois adopteront pour compenser le poids des sanctions tarifaires américaines sur l'économie de la Chine sont plus importantes pour les matières premières.** Le premier ministre chinois Li a fait état d'une partie de la spéculation sur les mesures de relance potentielles, en affirmant que Beijing ne cherche pas à s'engager dans une dévalorisation de sa monnaie ni à adopter le même type de mesures de relance économique qui a permis à l'économie chinoise d'éviter le pire de la crise financière de 2008. Le premier ministre chinois a plutôt précisé que Beijing adopterait des « mesures préventives » et ferait appel à d'autres politiques macroéconomiques pour venir à la rescousse des industries frappées par la multiplication des sanctions tarifaires, et cette vague déclaration laisse une forte marge d'interprétation. Nous croyons que même si le gouvernement chinois accélérera probablement les projets d'infrastructure qui ont été lents à décoller, il est improbable que Beijing investisse des milliards de dollars dans les nouveaux projets d'infrastructure, comme il l'a fait dans les efforts de relance antérieurs. Cette fois, nous nous attendons à ce que les mesures monétaires et budgétaires ciblent surtout les secteurs axés sur les services, qui offrent un énorme potentiel de croissance selon les dirigeants chinois; autrement dit, cet ensemble de politiques sera probablement moins favorable aux métaux que dans les efforts antérieurs. C'est pourquoi nous avons abaissé nos perspectives sur la demande et les cours dans l'ensemble du complexe des métaux de base, en tenant compte des impacts du poids lié au commerce et de l'humeur peu favorable des marchés.

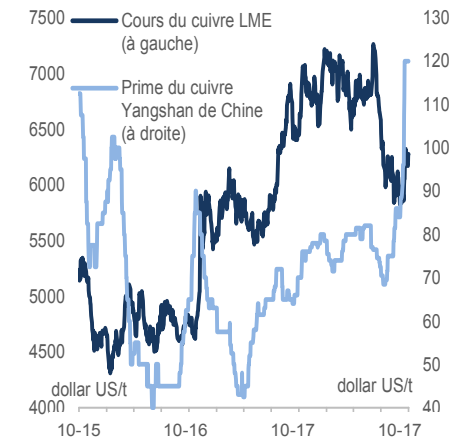
Même si les fondamentaux de la demande de produits de base l'an prochain seront en grande partie déterminés par la nature et l'intensité de l'aide qu'apporteront les politiques de Beijing, il faut signaler que les cours au comptant actuels sont plus riches en Chine que ce que laissent entendre les indices repères mondiaux. Même si les cours du cuivre sur la LME ont baissé pour passer de presque -3,30 \$/livre à des creux récents de moins de 2,70 \$/livre, les primes réelles en Chine ont atteint des sommets en trois ans : dans le monde entier, les spéculateurs ont misé en baisse sur le cuivre en tablant sur un effondrement de la demande chinoise en raison des sanctions tarifaires américaines, alors que sur le terrain, dans le même temps, les acheteurs chinois ont fait monter, dans leurs mises, les primes locales en tirant parti du rabais porté par le discours conjoncturel (graphique 3). Même si nous croyons que la demande chinoise se ralentira graduellement l'an prochain, les cours de la LME tiennent au moins compte, à l'heure actuelle, d'une surréaction au conflit commercial entre les États-Unis et la Chine.

ÉNERGIE : LE DURCISSEMENT DE L'ÉQUILIBRE ENTRE L'OFFRE ET LA DEMANDE DE BRUT ET LES FORTES PERTES SUR LES EXPORTATIONS IRANIENNES ATTIRENT L'ATTENTION SUR LA CAPACITÉ EXCÉDENTAIRE DE L'ARABIE SAOUDITE

Le marché du pétrole se durcit : le baril de Brent a franchi le seuil des 85 \$/baril au début d'octobre pour la première fois depuis 2014. La croissance de la demande a été vigoureuse, à 1,5 Mbpj sur un an durant le premier semestre de 2018, et devrait progresser vigoureusement de 1,6 Mbpj l'an prochain. Le secteur du pétrole de schiste américain a répondu à la quasi-totalité de cette demande nouvelle — en pompant 1,8 Mbpj de plus au premier semestre de 2018 — mais semble être sur le point de se ralentir en se rapprochant de 1 Mbpj en 2019, puisque le forage dérive vers les superficies moins productives et que les contraintes de l'infrastructure limitent la rentabilité. Au sein des pays de l'OPEP, la production vénézuélienne continue de s'affaïssir (-650 kbpj sur un an), et les exportations iraniennes dégringolent rapidement (-1 Mbpj d'ici la fin de l'année) en raison du renouvellement des sanctions américaines. Tous ces facteurs font peser un poids considérable sur l'Arabie saoudite, qui détient la quasi-totalité de la capacité excédentaire de l'OPEP. Nous nous attendons à ce que l'Arabie saoudite relève largement le défi, en apportant une offre suffisante pour préserver la stabilité du marché, sans toutefois produire autant de barils qu'il le faudrait pour combler complètement l'écart de l'offre. On s'attend à ce que dans le monde entier, la balance pétrolière reste en léger déficit de 200 kbpj en 2019 (graphique 4), ce qui est légèrement inférieur aux déficits de 500 à 600 kbpj atteints en moyenne en 2017-2018, en se rappelant que les réserves de stocks étaient moindres (graphique 5). On s'attend à ce que les cours soient bien étayés en 2020, malgré un excédent prévu au T1 2019, et le rééquilibrage attendu dans le positionnement haussier surprolongé devrait nous éviter de franchir durablement le seuil des 90 \$/baril. On s'attend à ce que les cours du Brent s'établissent à une moyenne de 80 \$/baril en 2019, avant de retomber

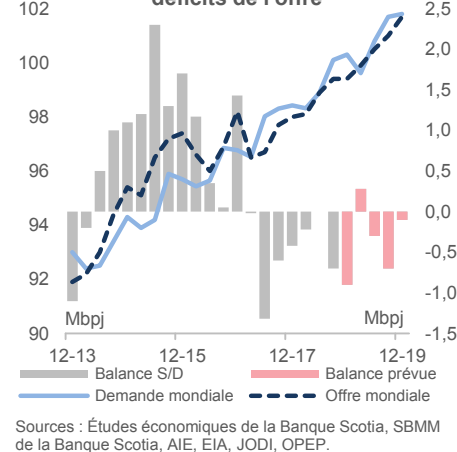
Graphique 3

La vigueur du marché du cuivre chinois contredit la déroute baissière actuelle



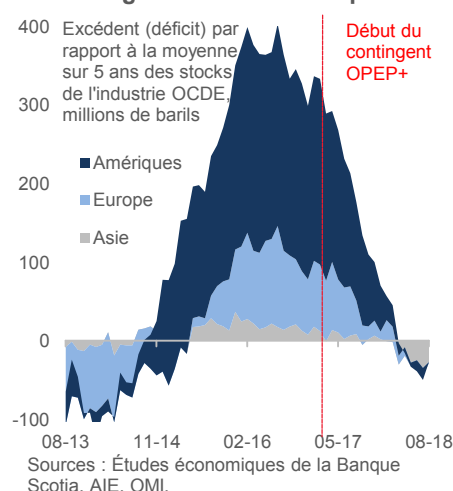
Graphique 4

Le faible excédent de pétrole au T1 devrait donner lieu à d'autres déficits de l'offre



Graphique 5

Drainage de la suroffre de pétrole



graduellement à 75 \$/baril en 2020. On s'attend aussi à ce que les différentiels sur le WTI restent prononcés en raison des goulots d'étranglement chroniques des infrastructures, pour atteindre des moyennes de 72 \$/baril en 2019 et de 69 \$/baril en 2020. En plus des difficultés du WTI, le brut lourd canadien devrait s'échanger à un rabais plus important en 2020 : les contrats du WCS devraient s'inscrire à une moyenne de 24 \$/baril de moins que le WTI en 2019, lorsque les services de transport du pétrole par chemin de fer prendront de la vitesse, avant de se réduire à 21 \$/baril en 2020 avec la mise en service de la Ligne 3.

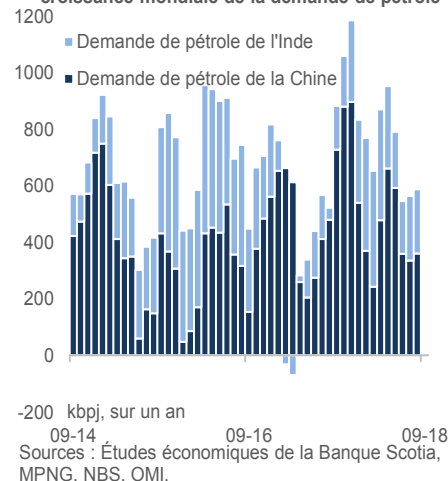
Malgré l'incertitude commerciale, la conjoncture économique mondiale reste vigoureuse et continue d'étayer les gains soutenus de la demande de pétrole. Au début de 2019, nous nous attendons à ce que la demande mondiale progresse de 1,6 Mbpj avant de se ralentir légèrement en 2020 à cause des cours élevés. L'Asie émergente reste la cheville ouvrière de la croissance de la demande mondiale de pétrole (graphique 6), qui devrait gagner 850 kbpj en 2019, alors que la Chine interviendra pour un peu plus de la moitié dans ce chiffre. Même si les métaux ne profiteront pas des mesures de relance de Beijing, il est probable que les dépenses consacrées aux services viennent étayer encore la croissance déjà vigoureuse de la demande chinoise. La demande indienne se relève elle aussi, pour atteindre une moyenne proche de 300 kbpj depuis le début de l'année, après avoir inscrit une progression d'à peine 100 kbpj en 2017 en raison des vents contraires liés à la politique de démonétisation de la fin de 2016. Les cours élevés devraient peser sur la croissance de la demande dans la dernière partie de 2019 et en 2020, et le ralentissement de la demande du fait des cours pétroliers plus élevés qu'escompté pourrait expliquer le moindre déficit de l'offre dans le dernier semestre de 2019.

Dans le secteur des hydrocarbures de schiste américains, la croissance devrait continuer d'avancer en 2019, mais à un rythme nettement moindre que celui qu'ont connu les producteurs en 2018. Après avoir progressé à un rythme effréné de plus de 1,7 Mbpj en 2018 (graphique 7), la contribution des hydrocarbures de schiste à l'équilibre mondial de l'offre et de la demande semble vouloir se ralentir et se rapprocher de 1,0-1,2 Mbpj en 2019. Les goulots d'étranglement des infrastructures sont le premier facteur qui pèse sur la croissance des hydrocarbures de schiste, puisqu'en 2018, les gains de production ont accaparé la capacité des actifs intermédiaires — en particulier dans les environs du bassin du Permien dans l'Ouest du Texas et dans le transport à destination des installations d'exportation sur la côte américaine du golfe du Mexique — et ont fait flamber les rabais, qui ont frôlé les 20 \$/baril de moins que le WTI pour de nombreux producteurs du bassin du Permien et atteint plus de 10 \$/baril de moins que le Brent mondial pour le WTI à Cushing, qui constitue le principal indice repère du brut américain. Ces différentiels privent les producteurs américains de l'impulsion complète des investissements qu'apporterait normalement le prix de 85 \$/baril de Brent, même si le développement des infrastructures devrait atténuer cette difficulté à la fin de 2019 et en 2020. L'autre difficulté plus structurelle qu'affrontent les producteurs de pétrole de schiste est le basculement graduel dans les superficies moins productives. De nombreuses entreprises ont « relevé » leurs activités de forage, en insistant sur les points faibles dans chaque gisement pour se maintenir au point mort malgré le repli des cours du pétrole à la fin de 2014. Ces producteurs étendent désormais leurs activités dans les gisements, autrement dit, la productivité moyenne des prix est appelée à baisser légèrement, et il faudra accroître les rythmes de forage pour augmenter les niveaux de production.

Le ralentissement du secteur du pétrole de schiste aux États-Unis détourne l'attention marginale sur l'OPEP : les pertes au Venezuela et en Iran feront peser une énorme pression sur les producteurs comme l'Arabie saoudite, pour compenser l'écart. La production vénézuélienne baisse de 642 kbpj sur un an, puisque les années d'incurie et de sous-investissement laissent des traces (graphique 8). En Iran, les sanctions nucléaires américaines ont un impact beaucoup plus retentissant que prévu à l'origine, et on s'attend à ce que la perte prévue de 300-400 kbpj dépasse 1 Mbpj d'ici la fin de l'année. Les ex-clients du brut iranien ne prennent aucun risque quand il s'agit des sanctions américaines, puisqu'ils craignent d'être exclus du système financier américain. L'aversion institutionnelle, sur le terrain, au pétrole iranien accroît spectaculairement l'efficacité du régime des sanctions américaines, ce qui éclipse la vaste opposition mondiale des gouvernements, qui devait en émousser l'impact selon ce que nous avons cru à l'origine. La tâche de compenser la plus grande partie de ce déficit reviendra à l'Arabie saoudite, qui ne recevra probablement guère l'aide des autres pays membres de l'OPEP dans la production, puisque 6 des 11 pays membres subissent des baisses chroniques de production.

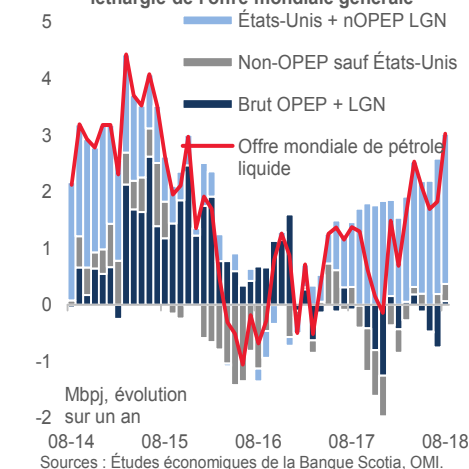
Graphique 6

La Chine et l'Inde, toujours les piliers de la croissance mondiale de la demande de pétrole



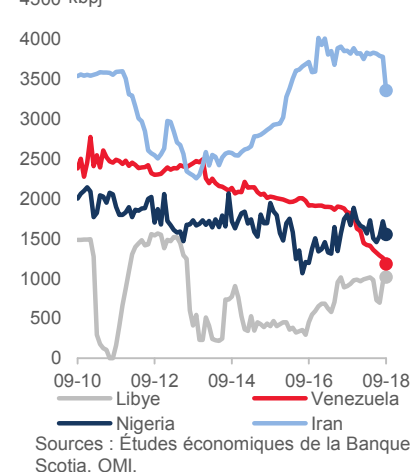
Graphique 7

La vigueur du secteur pétrolier américain masque la léthargie de l'offre mondiale générale



Graphique 8

Volatilité des pays producteurs de l'OPEP



L'Arabie saoudite détient généralement de 1,5 à 2,0 Mbpj ou plus de son offre dans une réserve d'urgence en cas de déficit potentiel ailleurs dans le monde. Pour tenir le rythme des impératifs de sa production l'an prochain, nous nous attendons à ce que l'Arabie saoudite doive porter la production de ses gisements à plus de 11 Mbpj pour la première fois dans les annales du pays — exploite que Riyad ne peut pas accomplir, selon bien des observateurs du marché. Nous nous attendons à ce que l'Arabie y parvienne et maintienne en 2019 un marché assez bien ravitaillé; or, il s'agira d'un équilibre délicat, et on ne peut pas dire que l'industrie pétrolière est généralement délicate. Les deux grands pays à surveiller sont la Libye et le Nigéria, dont les statistiques de production sont timides par rapport à la volatilité récente des exportations, qui est portée par les militants. Un attentat contre les oléoducs au Nigéria ou la fermeture d'un port en Libye priverait rapidement le marché de 200 à 400 kbpj et constituerait le déclencheur qui porterait le prix du baril dans la fourchette des 90 \$. Par contre, les prévisions antérieures pour le ralentissement de la croissance du secteur du pétrole de schiste aux États-Unis ont été constamment déjouées, et les cours mondiaux du brut, installés confortablement dans la fourchette des 80 \$, pourraient faire dérailler la croissance de la demande, qui a été vigoureuse récemment, ce qui nous permettrait de revenir dans le bas de la fourchette des 70 \$.

En deçà de nos frontières, le rabais porté par le pétrole lourd canadien a de nouveau explosé pour s'inscrire à des niveaux de crise en septembre et ainsi atteindre un sommet sans précédent de plus de 40 \$/baril pour le WTI lorsque la remise en service de la capacité nécessaire de transport ferroviaire a été nettement inférieure à la demande pour l'expédition hors pipeline au départ de l'Ouest canadien. Et bien que les goulets d'étranglement des oléoducs soient absolument évidents dans le rabais sur le pétrole lourd Western Canadian Select, les repères du brut léger canadien comme le mixte non corrosif et le brut synthétique accusent également des hausses dans les différentiels par rapport aux bruts américains, en raison de la capacité d'emport de plus en plus tendue dans toutes les catégories de brut. Les livraisons de pétrole canadien par chemin de fer — qui ont atteint un sommet sans précédent de 204 kbpj en juin — sont encore appelées à monter, et les engagements actuels des grands transporteurs comme le CP et le CN viendront placer sur les rails, d'ici la fin de l'année, un volume plus proche de 300 kbpj de brut canadien. On s'attend à ce que les difficultés actuelles s'amenuisent pour s'adapter à la hausse fulgurante de la demande de pétrole non acheminé par oléoduc à partir de l'Ouest canadien, ce qui permettra de ramener graduellement les rabais sur le WCS aux alentours de 18 \$ à 22 \$/baril, niveau que réclament les coûts du transport du pétrole par chemin de fer. En raison des nombreuses difficultés qu'affrontent actuellement les projets canadiens d'infrastructure de l'énergie, beaucoup dans l'industrie considèrent que le transport du pétrole par chemin de fer est moins un palliatif temporaire et plus un élément flexible et permanent de la chaîne d'approvisionnement pour le secteur canadien de l'énergie, qui semble ne pas pouvoir amener au fil d'arrivée un important projet d'oléoduc.

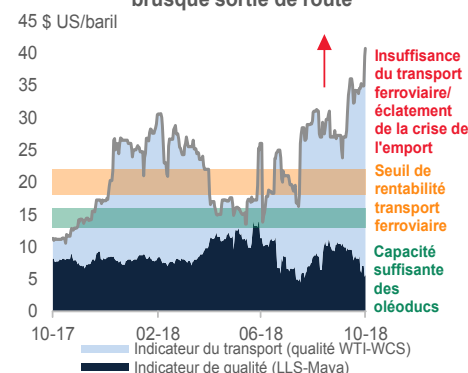
La confirmation, au début d'octobre, d'une décision finale d'investissement favorable du consortium qui finance l'installation d'exportation de LNG Canada sur la côte de la Colombie-Britannique vient donner un énorme coup de pouce à l'humeur des investisseurs dans l'énergie au Canada après des années de retard dans les projets qui nuisent aux perspectives d'autres grands projets d'énergie. Ce succès s'inscrit dans la foulée de l'abandon très médiatisé, l'an dernier, de la tout aussi colossale installation de GNL de Pacific NorthWest, ainsi que de l'annulation de projets d'oléoducs absolument nécessaires comme le Northern Gateway et Énergie Est. On s'attend à ce que ce projet soit mis en service en 2024 et coûte de 30 G\$ à 40 G\$ CA si jamais le troisième et le quatrième des trains de GNL proposés à l'origine sont approuvés. Or, au-delà de l'impact immédiat produit sur l'économie de la Colombie-Britannique, le facteur le plus important, à notre avis, est la taille du projet — des dizaines de milliards de dollars sur un horizon opérationnel qui s'étend sur des dizaines d'années; il s'agira, en bien des points, du premier investissement du genre depuis l'effondrement des cours du pétrole en 2014. La tendance, après 2014, qui donne un nouvel élan aux investissements à durée de cycle plus courte comme le pétrole de schiste américain, a permis aux entreprises de maîtriser l'incertitude dans la déroute pétrolière; toutefois, la hausse des cours permet aux mêmes entreprises d'étendre leurs visées sur un horizon d'investissement encore plus long. L'installation de LNG Canada viendra raccorder le gaz à coût moindre de la formation de Montney dans le Nord-Est de la Colombie-Britannique et le Nord-Ouest de l'Alberta aux marchés asiatiques, sur lesquels la demande augmente à un rythme fulgurant, ce qui fait monter les cours.

Tableau 1

Produits de base	2000-2017			moyenne annuelle			
	Minimum	Moyenne	Maximum	2017	2018p	2019p	2019p
Pétrole WTI (\$ US/baril)	17	62	145	51	68	72	69
Pétrole Brent (\$ US/baril)	18	65	146	55	74	80	75
WCS - WTI Discount* (USD/bbl)	-43	-16	-6	-13	-27	-24	-21
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	1,64	4,83	15,38	3,02	2,93	2,93	3,00
Cuivre (\$ US/lb)	0,60	2,38	4,60	2,80	2,99	3,00	3,20
Zinc (\$ US/lb)	0,33	0,84	2,10	1,31	1,33	1,30	1,25
Nickel (\$ US/lb)	2,00	7,12	24,58	4,72	6,15	6,50	7,00
Aluminium (\$US/livre)	0,56	0,87	1,49	0,89	0,95	1,00	1,00
Minerai de fer (\$US/tonne)	17	67	187	72	65	65	60
Charbon métallurgique (\$US/tonne)	39	131	330	187	205	175	160
Or, à Londres en après-midi (\$ US/once)	256	890	1895	1 257	1 262	1 300	1 300
Argent, à Londres en après-midi (\$ US/once)	4,07	14,80	48,70	17,05	15,70	17,00	17,00

* 2008-16 moyenne.

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 9
Nouvel éclatement du rabais sur le pétrole
lourd canadien de l'Ouest à des niveaux qui
tiennent compte des contraintes d'une
brusque sortie de route


Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

MÉTAUX : INVERSION DES BIENFAITS AVEC LA BAISSSE DES MÉTAUX DE BASE ET RENDEMENT EXCEPTIONNEL DU VRAC

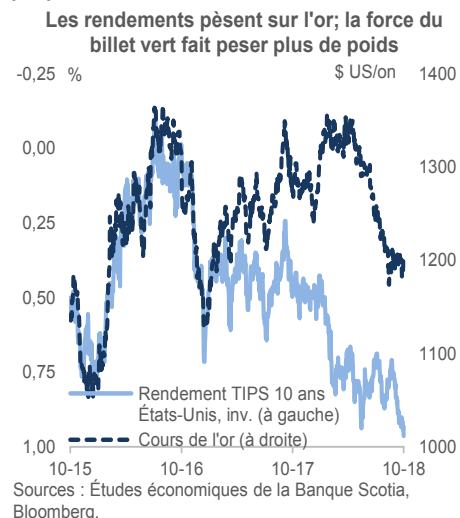
Le complexe des métaux a subi une brusque inversion par rapport à sa situation du trimestre dernier : les métaux de base se replient, les cours des métaux précieux se modèrent et le vrac auparavant malmené offre un rendement exceptionnel. On peut expliquer l'essentiel de ce basculement par les choix de politiques de Beijing et de Washington : le conflit commercial entre les États-Unis et la Chine a écorné les perspectives de la demande de métaux de base, la fermeté du dollar américain a privé le marché d'un pilier important et fait en sorte que la hausse des taux d'intérêt ont déprimé les cours de l'or, et les politiques de rationalisation de la capacité de production chinoise ont élargi la demande d'ingrédients de qualité supérieure pour l'acier.

Le complexe des métaux de base a été tenu en laisse par les vents contraires macroéconomiques du conflit commercial entre les États-Unis et la Chine, et la plupart des métaux ont temporairement cessé de s'échanger selon les fondamentaux propres aux produits de base : l'indice de la LME a perdu 15 % par rapport à la situation du complexe avant l'annonce des sanctions tarifaires au début de juin. Ce décrochage s'est produit malgré les signaux d'un durcissement des marchés alors que les stocks continuent de baisser : les stocks de cuivre ont perdu 50 % dans les six derniers mois, les stocks de nickel ont chuté à des creux en cinq ans et les stocks d'aluminium, de zinc et de plomb se sont inscrits à leur plus creux depuis 10 ans. Le cuivre a affiché une ambivalence fondamentale indicative vis-à-vis d'une bonne nouvelle pour l'offre — le règlement du conflit du travail fortement médiatisé dans certaines grandes mines latino-américaines — en gagnant à peine ce qui représenterait généralement quelques points de pourcentage dans le contrat; or, plus tard dans la semaine, le métal a réagi considérablement à l'apaisement du discours dans le conflit commercial entre les États-Unis et la Chine. Les cours du cuivre se sont stabilisés aux alentours de 2,80 \$/livre, en perdant 15 % par rapport à la période qui a précédé l'échauffement du conflit commercial entre les États-Unis et la Chine au début de juin, mais en remontant légèrement à partir des profondeurs auxquelles les spéculateurs ont repoussé le métal rouge en septembre. Comme nous l'avons affirmé auparavant dans notre rapport, les primes physiques du cuivre en Chine atteignent des sommets sur trois ans malgré le repli des cours mondiaux de la LME puisque les acheteurs chinois misent sur des prix moindres, malgré le fait que ces prix baissent précisément parce que les spéculateurs se sont inquiétés de la demande chinoise. Cette évolution indique qu'à tout le moins, la baisse des métaux précède toute perte réalisée de la demande. Malheureusement pour les métaux de base, l'humeur macroconjoncturelle négative peut peser lourdement sur les cours, et puisqu'on s'attend à ce que l'incertitude du conflit commercial entre les États-Unis et la Chine perdure en 2020, il s'agit d'un facteur important qui sous-tend notre dégradation à court terme des prévisions de cours des métaux de base. Nous nous attendons désormais à ce que les cours du cuivre atteignent une moyenne de 3 \$/livre en 2019 (contre 3,25 \$/livre dans nos dernières précisions) et de 3,25 \$/livre en 2020 (au lieu de 3,40 \$/livre).

Dans le même temps, les cours du vrac ont connu une légère remontée dans la foulée des politiques de rationalisation de la capacité chinoise destinées à l'industrie sidérurgique intérieure boursoufflée. Les politiques adoptées par Beijing sont venues supprimer une grande partie de la courbe de l'offre intérieure chinoise, en plus de gonfler les marges des autres fonderies et de faire monter l'utilisation de la capacité des aciéries dans l'ensemble. Compte tenu de la valeur considérable des produits de la sidérurgie à l'heure actuelle, les sidérurgistes chinois mettent tout en œuvre et donnent la priorité au minerai de fer de qualité supérieure, ce qui vient accroître le rendement de l'acier pour un volume précis de matières premières; les primes pour le minerai de fer à 65 % par rapport au minerai de fer à 62 % ont augmenté à plus de 50 %, alors que les rabais pour le minerai de fer de moindre qualité à 58 % s'inscrivent aux alentours de 25 %. Les livraisons de charbon dur cokéifiable de première qualité ont aussi profité des achats chinois et les prix continuent d'être astronomiques et de tourner autour de 200 \$/t. Bien que la production de l'acier porte actuellement les prix faramineux du vrac, il est probable que les baisses pratiquées en hiver pour des raisons environnementales en Chine — et qui devraient être mises en œuvre à la fin d'octobre — soient plus brusques que celles que le marché a connues l'an dernier, ce qui pèsera sur la demande importatrice chinoise de minerai de fer et de charbon cokéifiable. Pour compléter la rotation du vrac et des métaux de base, nous nous attendons à ce que les cours des métaux de base rebondissent à la fin de l'année lorsque les craintes commerciales s'apaiseront, que Beijing expliquera mieux la politique adoptée en réaction au protectionnisme américain et que la balance métallurgique continuera de se durcir en raison d'une offre minière insuffisante.

Les cours de l'or ont baissé dans les échanges pour graviter autour de 1 200 \$/once en raison de la hausse des rendements réels, de la vigueur du billet vert et de la montée de l'optimisme sur les métaux précieux. Les cours de l'or ont finalement cédé au poids de la remontée des rendements réels (graphique 10) aux États-Unis dans la foulée du troisième relèvement des taux d'intérêt de la Réserve fédérale américaine cette année. L'augmentation des taux d'intérêt continuera de faire souffler les vents contraires les plus violents sur le lingot jusqu'en 2020, puisque les taux d'intérêt américains devaient augmenter de plus d'un point de pourcentage complet d'ici au T3 de 2019. Le dollar américain a lui aussi fait souffler des vents contraires, en montant durant l'année alors qu'on s'attendait généralement à ce qu'il se replie, ce qui aurait fait monter les cours du lingot. À notre avis, la vigueur de la croissance américaine et le durcissement de la politique monétaire sont aujourd'hui essentiellement pris en compte dans la vigueur actuelle du dollar, et le positionnement spéculatif sur le dollar est relativement étiré à la hausse. À terme, le risque du dollar US paraît généralement être orienté à la baisse à la fois à court terme, puisque l'humeur des investisseurs revient à la normale, et à long terme, en raison du creusement des déficits budgétaires et du compte courant des États-Unis. Nous croyons qu'une couverture rapide des vastes positions courtes spéculatives aura pour effet d'amplifier le rebond causé par l'inversion du dollar, ce qui nous ramènera à notre prévision de 1 300 \$ pour l'an prochain.

Graphique 10



Marché des changes

Trois trimestres sont maintenant écoulés dans l'année civile. Le dollar US (\$ US) continue d'inscrire un gain modéré (de l'ordre de 3 % depuis le 1^{er} janvier 2018) par rapport aux autres grandes devises, tout en accumulant des gains exceptionnels par rapport aux devises des marchés en développement. Depuis le début de l'année, le dollar US hésite entre de légères pertes dans l'ensemble par rapport aux grandes devises (en baissant d'environ 4 % selon l'indice DXY au T1) et un gain net de l'ordre de 5 % depuis le début de l'année jusqu'en août. Au début de l'année, les transactions selon le consensus baissier sur le dollar US ont dégagé des résultats positifs pour les investisseurs en devises; or, l'évolution de la conjoncture s'est révélée plus difficile pour les transactions. Depuis le début de 2018, les rendements des fonds de placements en devises sous gestion sont négatifs (en baisse d'environ 4 % depuis le début de l'année) après des années de disette en 2016 et 2017. La tendance dans l'évolution des transactions raboteuses et plutôt hésitantes a réduit la conviction des marchés à propos de l'orientation du dollar US du moins à court terme, en relevant le risque de transactions dans une fourchette encore plus cahoteuse jusqu'au T4.

Nous avouons nous ranger dans le clan de ceux qui envisageaient, dans leurs perspectives monétaires de janvier, une baisse du dollar US et nous continuons plutôt de penser que les probabilités à moyen et à plus long termes évoluent négativement pour le dollar US. Même à court terme, nous croyons que le taux de change tient largement compte de la croissance relativement forte de l'économie et du durcissement de la politique de la Fed. Le positionnement sur les marchés penche également fortement en faveur d'une position longue sur le dollar US selon un certain nombre d'indicateurs, ce qui ne veut pas dire que le dollar US fléchisse; c'est plutôt que le dollar US peinera à progresser sans d'autres bonnes nouvelles ni une évolution favorable de la conjoncture. De ce point de vue, les risques baissiers pourraient commencer à basculer en défaveur du dollar US après les élections de mi-mandat aux États-Unis, qui pourraient modifier la dynamique et les priorités politiques à Washington.

À plus long terme, nous croyons que l'accumulation des déficits budgétaires (surtout) et du compte courant — qui sont traditionnellement le talon d'Achille du dollar US — pèsera sur la valorisation du billet vert dans les années à venir, puisque les investisseurs réclameront des rendements supérieurs ou un taux de change inférieur (ou une combinaison des deux) pour acheter les bons du Trésor américain. Dans le même temps, nous continuons de croire que 2017 a été le point culminant du cycle haussier séculaire du dollar US, qui s'est amorcé en 2008-2009, en raison de la propension du dollar US à évoluer (essentiellement) selon des cycles de huit ans dans lesquels alternent la vigueur et l'anémie depuis les années 1970.

À l'heure actuelle, le dollar canadien (\$ CA) s'échange à un niveau proche de celui auquel nous nous attendons qu'il termine l'année par rapport au dollar US. (Nous prévoyons actuellement un taux de fin d'année de 1,28 \$ CA, soit 0,78 \$ US.) Le dollar CA a été étayé jusqu'à maintenant par les vigoureuses tendances de la croissance de l'économie intérieure et des perspectives d'un nouveau durcissement modeste de la politique de la Banque du Canada (BdC) à la réunion qui aura lieu à la fin d'octobre, sur fond d'inflation plutôt tenace.

Le nouvel accord commercial conclu avec les États-Unis et le Mexique est venu donner un nouvel élan au dollar CA, puisque le ton des négociations commerciales avant le pacte laissait entendre qu'il n'y avait guère de terrain d'entente sur les grands enjeux. Ce pacte vient lever la forte incertitude qui pesait sur le dollar CA; or, le nouveau pacte s'apparente beaucoup à l'ancien, et nous constatons que l'impact économique de l'AÉUMC, qui remplace l'ALÉNA, est limité : hormis une légère remontée grâce au soupir de soulagement, nous ne nous attendons pas à ce que l'accord porte d'autres gains significatifs pour le dollar CA. Le mieux que nous puissions affirmer, pour le dollar CA, c'est que le scénario du pire a pu être évité dans le dénouement de la renégociation de l'accord. Au moment d'écrire ces lignes, les sanctions tarifaires sur l'acier et l'aluminium restent en vigueur, et le dollar CA pourrait dégager d'autres gains timides si ces sanctions sont abolies; toutefois, nous pensons plutôt que le dollar CA rebondira, puisqu'il paraît plutôt tendu à ce stade.

RENSEIGNEMENTS

Shaun Osborne, stratège cambiste en chef
416.945.4538

Stratégie des marchés des changes
shaun.osborne@scotiabank.com

Eduardo Suárez, VP, Études économiques, Amérique latine

52.55.9179.5174 (Mexique)
Études économiques de la Banque Scotia
eduardo.suarez@scotiabank.com

Qi Gao, stratège cambiste – Marchés émergents, Asie

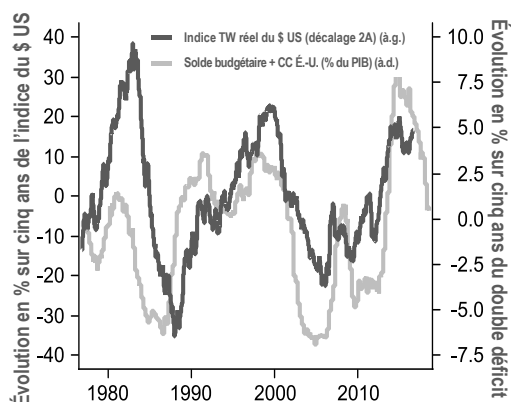
65.6305.8396 (Singapour)
Stratégie des marchés des changes
qi.gao@scotiabank.com

Eric Theoret, stratège cambiste, directeur associé

416.863.7030
Stratégie des marchés des changes
eric.theoret@scotiabank.com

Graphique 1

Le creusement du déficit menace le \$ US



Sources: Macrobond, Scotiabank FICC Strategy.

Les cours des produits de base restent fermes; toutefois, les produits de base pertinents pour le Canada se sont en quelque sorte repliés ces derniers mois. Les prix du bois d'œuvre, qui ont bondi au premier semestre de l'année, ont pourtant fléchi de 50 % par rapport au pic atteint en mai, alors que le brut lourd canadien continue de s'échanger à un rabais considérable par rapport à l'indice repère du WTI. Dans cette conjoncture, le dollar CA peine à profiter de la hausse des cours de l'énergie en général, ce qui vient en quelque sorte miner le soutien que le dollar CA peut escompter grâce à l'amélioration de la conjoncture commerciale depuis le point creux du cycle de l'évolution des produits de base.

Sur fond de léthargie générale du dollar US et de croissance mondiale toujours ferme, mais un peu ralentie en prévision de 2019, nous croyons que le dollar CA peut, de concert avec le dollar australien et le dollar néozélandais (AUD et NZD), s'apprécier modestement au tournant de 2019. Pour l'AUD comme pour le NZD, les risques à court terme s'articulent autour du commerce, alors que le dollar CA est désormais beaucoup moins appelé à fléchir sous le poids de l'incertitude, nous croyons que les relations fragiles entre les États-Unis et la Chine exposent l'AUD et le NZD à une léthargie jusqu'à ce que les perspectives s'améliorent.

Les devises des pays de l'Alliance du Pacifique ont été malmenées par une conjoncture commerciale internationale difficile, par la vigueur générale du dollar US et par le durcissement de la conjoncture monétaire américaine, qui ont contribué au relèvement de la volatilité des devises plus structurellement vulnérables dans la région. Le peso argentin a perdu 50 % sur un an depuis le début de l'année tandis que le réal brésilien a cédé 16 % au dollar US. Sur cette toile de fond, la performance du peso mexicain (MXN) en hausse de près de 5 % sur un an) paraît bien orientée. Nous nous attendons à de légères pertes pour le MXN d'ici la fin de l'année puisque l'attention des marchés sera monopolisée par la transition présidentielle et la possibilité d'un ralentissement de l'activité économique lorsque le nouveau gouvernement se penchera sur ses priorités budgétaires. Le peso colombien (COP) est aujourd'hui en train de s'illustrer par rapport aux attentes d'ici la fin de l'année (et est plus ou moins anémique sur un an) grâce à la fermeté des tendances de la hausse des cours du pétrole et de la croissance de l'économie nationale. Le peso chilien (CLP) a fléchi en milieu d'année, ce qui cadre avec la chute des cours du cuivre. Nous nous attendons à ce que le CLP se stabilise et s'améliore légèrement au T4, à la condition que la conjoncture internationale reste sereine. Le sol péruvien (PEN) a légèrement fléchi depuis le début du deuxième semestre malgré les fondamentaux favorables de l'économie intérieure. Les gains de la paire USD/PEN, qui ont franchi le seuil fatidique de 3,30, laissent entendre que les risques pourraient basculer en faveur d'une plus grande léthargie du PEN.

En Europe, l'euro (EUR) reste relativement stable malgré les différentiels de taux d'intérêt très négatifs par rapport au dollar US. La Banque centrale européenne (BCE) bouclera son programme de rachat d'actifs à la fin de l'année puisqu'elle a de plus en plus confiance que la vigueur sous-jacente de l'économie vienne hausser l'inflation à la longue. Nous ne nous attendons toutefois pas à un relèvement des taux directeurs de la BCE avant le S2 de l'an prochain. Les écarts sur les taux à court terme entre la zone euro et les États-Unis ont atteint un record de -336 points de base (pour les écarts sur les obligations en numéraire à deux ans) au début d'octobre : il s'agit, pour le dollar US, d'une importante prime de rendement, et nous nous serions généralement attendus à un fléchissement substantiel de l'EUR et à un dollar US plus vigoureux. Le fait que la monnaie unique européenne soit résiliente malgré les écarts négatifs considérables s'explique, à notre avis, par un regain des influx nets de l'investissement dans les portefeuilles et de l'investissement direct étranger dans la zone euro cette année. Cette résilience pourrait aussi s'expliquer par les inquiétudes qui sous-tendent les marchés à propos de difficultés structurelles qu'affronte le dollar US. Nous entrevoyons la possibilité de gains modestes de l'EUR au début de l'an prochain et une plus forte appréciation dans le deuxième semestre de l'année en supposant que la BCE commencera alors à dénouer les taux directeurs négatifs.

Dans le même temps, les efforts consacrés par le gouvernement britannique à la mise au point d'un plan qui lui permettra de sortir en douceur de l'Union européenne (UE) d'ici mars 2019 représentent toujours un risque pour la livre (GBP). Jusqu'à maintenant, les négociations n'ont pas permis d'accomplir des progrès sur la voie d'un pacte qui sera satisfaisant pour l'UE ou viable pour les différents intérêts politiques au Royaume-Uni. Le risque d'un « Brexit précipité » — dans lequel le Royaume-Uni sortirait de l'UE sans pacte sur les questions de commerce et de frontière — reste inconfortablement élevé à notre point de vue. Selon notre prévision de base, on s'entendra sur un pacte, ce qui laisse toutefois toujours entendre que la croissance sera relativement timide et que le taux de change augmentera légèrement par rapport au dollar US, mais se repliera par rapport à l'EUR l'an prochain. Or, il reste très peu de temps, et à elle seule, l'incertitude risque de faire plonger brutalement la GBP à l'orée de 2019, à défaut d'un parcours plus fluide dans le Brexit.

L'an prochain, nous nous attendons à un ralentissement de la croissance au Japon, de concert avec une inflation timide. Nous prévoyons que la Banque du Japon (BoJ) continuera de rester essentiellement fidèle à une politique conciliante, même si les paramètres sont ficelés et que les rachats d'actifs sont réduits. Par conséquent, le yen (JPY) est appelé à rester relativement anémique. Le yuan chinois (CNY et CNH) restera vulnérable à la dévalorisation sur fond d'escalade de la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine; or, nous nous attendons à ce que les autorités monétaires viennent endiguer, au besoin, la spéculation unilatérale sur le yuan, puisque le niveau de 7,00 continue de représenter le point neutre absolu de la Chine pour le yuan cette année. Le won sud-coréen (KRW), le dollar taïwanais (TWD) et le baht thaïlandais (THB) sont plus sensibles aux chocs de la demande externe que d'autres monnaies régionales, mais nous restons pessimistes dans nos prévisions sur la roupie indienne (INR), la roupie indonésienne (IDR) et le peso philippin (PHP), puisque ces trois économies sont aux prises avec des problèmes de doubles déficits. La vigueur des cours du pétrole brut pèsera sur l'INR fragilisée, en dynamisant en quelque sorte le ringgit malaisien (MYR). La Banque d'Indonésie (BI) restera fidèle à sa politique de durcissement monétaire, puisque le gouvernement et la banque centrale de ce pays donnent la priorité à la stabilité économique plutôt qu'à la croissance. L'Autorité monétaire de Singapour (AMS) continuera probablement de s'en tenir, pour l'instant, à sa fourchette directrice existante pour le taux de change effectif nominal de son dollar (S\$NEER), puisque le conflit commercial entre les États-Unis et la Chine pourrait faire ployer considérablement la croissance mondiale l'an prochain.

ANNEXE 1

International	2000–17	2017	2018p	2019p	2020p	2000–17	2017	2018p	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	3,8	3,7	3,5					
Canada	2,2	3,0	2,1	2,2	1,8	1,9	1,8	2,9	2,1	2,0
États-Unis	2,0	2,2	2,9	2,4	1,7	2,2	2,1	2,4	2,2	2,1
Mexique	2,2	2,0	1,8	2,1	2,4	4,4	6,8	5,1	4,1	3,8
Royaume-Uni	1,9	1,7	1,4	1,5	1,5	2,0	2,7	2,3	2,1	2,0
Zone euro	1,3	2,4	2,0	1,9	1,7	1,8	1,4	1,9	1,7	1,9
Allemagne	1,4	2,2	1,9	1,9	1,6	1,5	1,7	1,8	1,9	2,2
France	1,4	2,2	1,6	1,6	1,6	1,4	1,2	1,6	2,2	1,5
Chine	9,3	6,9	6,6	6,2	6,0	2,3	1,8	2,4	2,5	2,3
Inde	7,0	6,3	7,6	7,5	7,5	6,8	5,2	4,0	5,2	4,8
Japon	1,0	1,7	1,2	1,0	0,9	0,1	1,0	1,0	2,3	1,1
Corée du sud	4,1	3,1	2,9	2,8	2,6	2,6	1,5	2,2	2,5	2,2
Australie	2,9	2,2	3,1	2,7	2,5	2,7	1,9	2,0	2,5	2,6
Thaïlande	4,0	3,9	4,3	3,8	3,5	1,9	0,8	1,2	2,0	2,2
Brésil	2,5	1,0	1,3	1,8	2,1	6,5	3,0	4,7	5,1	4,6
Colombie	3,9	1,8	2,5	3,5	3,6	5,1	4,1	3,4	3,6	3,6
Pérou	5,0	2,5	3,7	4,0	4,1	2,7	1,4	2,0	2,5	2,5
Chili	3,9	1,5	3,9	3,2	3,2	3,3	2,3	3,2	3,0	3,0
Produits de base	(moyenne annuelle)									
Pétrole WTI (\$ US/baril)	62	51	68	72	69					
Pétrole Brent (\$ US/baril)	65	55	74	80	75					
Escompte* du WCS par rapport au WTI (USD/baril)	-16	-13	-27	-24	-21					
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	4,83	3,02	2,93	2,93	3,00					
Cuivre (\$ US/lb)	2,38	2,80	2,99	3,00	3,20					
Zinc (\$ US/lb)	0,84	1,31	1,33	1,30	1,25					
Nickel (\$ US/lb)	7,12	4,72	6,15	6,50	7,00					
Aluminium (\$US/livre)	0,87	0,89	0,95	1,00	1,00					
Minerai de fer (\$US/tonne)	67	72	65	65	60					
Charbon métallurgique (\$US/tonne)	131	187	205	175	160					
Or, à Londres en après-midi (\$ US/once)	890	1 257	1 262	1 300	1 300					
Argent, à Londres en après-midi (\$ US/once)	14,80	17,05	15,70	17,00	17,00					

* Moyenne 2008-16.

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

ANNEXE 2

Amérique du Nord	2000–17	2017	2018p	2019p	2020p	2000–17	2017	2018p	2019p	2020p
	Canada					États-Unis				
	(var. annuelle en %, sauf indication contraire)					(var. annuelle en %, sauf indication contraire)				
PIB réel	2,2	3,0	2,1	2,2	1,8	2,0	2,2	2,9	2,4	1,7
Dépenses de consommation	2,9	3,4	2,2	2,1	1,7	2,4	2,5	2,6	2,4	1,8
Investissement dans le secteur résidentiel	3,7	2,8	-0,2	0,6	0,9	-0,3	3,3	0,5	1,3	1,9
Investissements des entreprises	2,2	2,7	6,4	2,7	6,2	3,0	5,3	6,9	3,1	2,3
Gouvernement	2,2	2,6	2,6	1,4	1,6	1,0	-0,1	1,8	2,3	1,6
Exportations	1,3	1,1	3,1	3,6	2,2	3,7	3,0	4,6	2,3	2,0
Importations	2,9	3,6	4,4	2,5	3,1	3,7	4,6	4,0	3,0	2,7
PIB nominal	4,3	5,4	4,3	4,6	4,1	4,0	4,2	5,4	5,0	4,1
Indice implicite du PIB	2,1	2,3	2,2	2,4	2,2	1,9	1,9	2,5	2,6	2,3
Indice des prix à la consommation	1,9	1,6	2,6	2,4	2,0	2,2	2,1	2,5	2,2	2,1
IPC hors aliments et énergie	1,6	1,6	1,9	2,2	2,3	2,0	1,8	2,2	2,2	2,2
Bénéfices des sociétés avant impôts	4,4	19,9	4,4	4,7	2,1	5,3	3,2	6,6	2,8	1,9
Emploi	1,4	1,9	1,2	1,0	0,8	0,7	1,6	1,6	1,2	1,0
Taux de chômage (en %)	7,1	6,3	5,9	5,8	5,8	6,1	4,4	3,9	3,8	3,8
Solde des paiements courants (en G\$ CA, US)	-19,7	-63,3	-62,6	-51,5	-54,2	-501	-449	-445	-487	-540
Balance commerciale (en G\$ CA, US)	22,3	-24,0	-22,6	-12,9	-19,1	-680	-807	-848	-904	-974
Solde budgétaire fédéral* (EF, en G\$ CA, US)	-3,6	-17,8	-20,0	-18,0	-17,0	-540	-665	-805	-1 000	-1 045
pourcentage du PIB	-0,2	-0,9	-0,9	-0,8	-0,7	-3,7	-3,4	-3,9	-4,6	-4,7
Mises en chantier (en milliers)	200	220	213	202	201	1,26	1,20	1,27	1,26	1,26
Ventes de véhicules motorisés (en milliers)	1 679	2 041	2 000	1 950	1 900	15,6	17,0	17,0	16,8	16,7
Production industrielle	0,8	5,3	3,3	2,3	2,0	0,7	1,6	3,5	2,5	2,1
	Mexique									
	(variation annuelle, en %)									
PIB réel	2,2	2,0	1,8	2,1	2,4					
Indice des prix à la consommation (fin d'année)	4,4	6,8	5,1	4,1	3,8					
Solde des paiements courants (en G\$ US)	-14,9	-19,5	-27,4	-24,5	-20,2					
Balance commerciale (en G\$ US)	-7,2	-11,0	-17,1	-16,5	-18,9					

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Statistique Canada, SCHL, BEA, BLS, Bloomberg. * Déficit fédéral du Canada, sans le rajustement du risque de 3,0 G\$ pour l'EF 19.

Prévisions trimestrielles	2017	2018				2019				2020			
Canada	T4	T1	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	1,7	1,4	2,9	2,1	2,4	2,1	2,1	1,9	1,7	2,1	2,0	1,5	1,5
PIB réel (variation annuelle en %)	3,0	2,3	1,9	2,0	2,2	2,4	2,2	2,1	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	1,8	2,1	2,3	2,9	2,9	2,8	2,6	2,3	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0
Moyenne des nouveaux indices de référence (évolution sur un an, en %)	1,7	1,9	2,0	2,1	2,2	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
États-Unis													
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	2,3	2,2	4,2	3,2	2,5	2,1	2,0	1,9	1,8	1,7	1,7	1,6	1,5
PIB réel (variation annuelle en %)	2,5	2,6	2,9	3,0	3,0	3,0	2,4	2,1	1,9	1,9	1,8	1,7	1,6
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	2,1	2,3	2,6	2,6	2,4	2,2	2,2	2,2	2,2	2,1	2,1	2,0	2,1
IPC hors aliments et énergie (évolution sur un an, en %)	1,7	1,9	2,2	2,2	2,3	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Déflateur des DCM de base (évolution en % sur un an)	1,6	1,7	1,9	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0

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

ANNEXE 3

	2018		2019				2020			
Taux des banques centrales	T3	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Amérique	(en %, à la fin de la période)									
Banque du Canada	1,50	1,75	2,00	2,25	2,50	2,75	3,00	3,00	3,00	3,00
Réserve fédérale américaine (limite supérieure)	2,25	2,50	2,75	3,00	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25
Banque du Mexique	7,75	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	7,50	7,50	7,50
Banque centrale du Brésil	6,50	7,25	8,25	8,75	9,25	9,75	10,00	10,00	10,00	10,00
Banque de la République de Colombie	4,25	4,50	4,75	5,00	5,25	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50
Banque centrale de réserve du Pérou	2,75	2,75	3,00	3,00	3,25	3,25	3,50	3,75	4,00	4,00
Banque centrale du Chili	2,50	2,75	3,00	3,25	3,50	3,75	3,75	4,00	4,00	4,00
Europe										
Banque centrale européenne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25	0,25	0,50	0,50
Banque d'Angleterre	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Asie/Océanie										
Banque centrale d'Australie	1,50	1,50	1,50	1,75	1,75	2,00	2,00	2,25	2,25	2,50
Banque de Japon	-0,10	-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	4,35
Banque de réserve de l'Inde	6,50	6,75	6,75	7,00	7,00	7,25	7,25	7,25	7,25	7,25
Banque de Corée	1,50	1,75	1,75	2,00	2,00	2,25	2,25	2,50	2,50	2,50
Banque de Thaïlande	1,50	1,75	1,75	2,00	2,00	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25
Devises et taux d'intérêt										
Amérique	(à la fin de la période)									
Dollar canadien (USD/CAD)	1,29	1,28	1,25	1,25	1,22	1,22	1,22	1,22	1,22	1,22
Dollar canadien (CAD/USD)	0,77	0,78	0,80	0,80	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82
Peso mexicain (USD/MXN)	18,72	20,07	20,32	20,15	20,21	20,40	20,50	20,33	20,39	20,69
Real brésilien (USD/BRL)	4,05	3,75	4,15	4,34	4,67	4,60	4,21	4,12	4,06	3,89
Peso colombien (USD/COP)	2 966	3 080	3 120	3 100	3 085	3 055	3 050	3 055	3 060	3 065
Sol - Pérou (USD/PEN)	3,30	3,26	3,27	3,23	3,24	3,22	3,20	3,20	3,20	3,20
Peso chilien (USD/CLP)	657	650	650	650	650	650	650	640	640	640
Europe										
Euro (EUR/USD)	1,16	1,20	1,22	1,24	1,26	1,30	1,30	1,30	1,32	1,32
Livre sterling (GBP/USD)	1,30	1,32	1,32	1,35	1,37	1,40	1,42	1,42	1,45	1,45
Asie/Océanie										
Yen - Japon (USD/JPY)	110	110	110	110	108	108	107	107	105	105
Dollar australien (AUD/USD)	0,73	0,73	0,75	0,77	0,77	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78
Yuan - Chine (USD/CNY)	6,87	6,90	6,80	6,60	6,70	6,70	6,60	6,60	6,50	6,50
Roupie - Inde (USD/INR)	72,5	72,5	72,0	70,0	71,0	71,0	70,0	70,0	69,0	69,0
Won - Corée du sud (USD/KRW)	1 109	1 100	1 090	1 080	1 085	1 085	1 080	1 080	1 070	1 070
Baht - Thaïlande (USD/THB)	32,3	32,2	32,0	31,6	31,8	31,8	31,6	31,6	31,4	31,4
Canada (rendements, %)										
Bon du Trésor à 3 mois	1,58	1,80	2,05	2,30	2,55	2,80	3,00	3,00	3,00	3,00
Obligation du Canada à 2 ans	2,21	2,50	2,40	2,55	2,70	2,85	3,05	3,05	3,05	3,05
Obligation du Canada à 5 ans	2,34	2,55	2,50	2,60	2,75	2,90	3,10	3,10	3,10	3,10
Obligation du Canada à 10 ans	2,43	2,60	2,60	2,70	2,85	3,00	3,15	3,15	3,15	3,15
Obligation du Canada à 30 ans	2,42	2,65	2,65	2,75	2,90	3,10	3,30	3,35	3,35	3,35
États-Unis (rendements, %)										
Bon du Trésor à 3 mois	2,20	2,45	2,70	2,95	3,20	3,20	3,20	3,20	3,20	3,20
Obligation du Trésor à 2 ans	2,82	3,00	3,00	3,10	3,30	3,30	3,30	3,30	3,30	3,30
Obligation du Trésor à 5 ans	2,95	3,15	3,05	3,15	3,35	3,35	3,40	3,40	3,45	3,45
Obligation du Trésor à 10 ans	3,06	3,25	3,15	3,20	3,40	3,40	3,50	3,50	3,55	3,55
Obligation du Trésor à 30 ans	3,21	3,40	3,30	3,30	3,50	3,50	3,60	3,60	3,65	3,65

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Stratégie des marchés des changes

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

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