

Un monde d'incertitude, deuxième partie

- La trêve commerciale attendue entre la Chine et les États-Unis élimine un risque de perte important pour l'économie mondiale et réduit considérablement la probabilité d'une récession aux États-Unis.
- Toujours est-il que l'incertitude primera, le déficit commercial aux États-Unis s'étant creusé depuis l'arrivée du président Donald Trump à la Maison-Blanche. Les risques d'incident demeureront élevés tant et aussi longtemps que le président Donald Trump sera au pouvoir.
- Dans ce contexte, la progression de la confiance des ménages et des entreprises sera cruciale aux perspectives économiques et financières. Cette confiance semble s'améliorer dans plusieurs pays, mais le Canada suit une tendance inverse, la confiance des ménages ayant chuté brusquement au cours des derniers mois de 2019.

Les événements des dernières semaines nous rappellent que le thème central économique et financier de la dernière année demeure d'actualité : l'incertitude persistera aussi longtemps que le président américain, Donald Trump, demeurera en poste à la Maison-Blanche. Pour la plus grande partie de l'année écoulée, les investisseurs ont attendu avec impatience des signes pointant vers une trêve commerciale potentielle dans le conflit coûteux opposant la Chine aux États-Unis. Nous estimons que le conflit commercial a soustrait 0,75 point de pourcentage à l'activité économique américaine par rapport à un contexte d'incertitude moyen.

Certains observateurs espéraient qu'un accord commercial entre la Chine et les États-Unis, comme celui qui devrait être ratifié le 15 janvier, lèverait l'incertitude, stabiliserait les marchés et rehausserait la confiance. Par conséquent, l'activité commerciale à l'échelle mondiale pourrait croître, tout comme celle du secteur industriel et d'autres sphères. Cette théorie est exagérément optimiste. Dans les premiers jours de la nouvelle année, le président américain, Donald Trump, nous a rappelé que le risque d'incident continuera d'être le plus dominant de sa présidence. Pour le moment, nous sommes d'avis que les enjeux liés à l'Iran sont moins importants d'un point de vue économique et financier que de celui de l'incertitude. Le président américain, Donald Trump, est un politicien imprévisible, porté à faire des déclarations ou à poser des gestes risquant de déstabiliser la confiance et les marchés.

En outre, comme nous l'avons déjà souligné, l'incertitude commerciale ne devrait pas être aussi élevée qu'au troisième trimestre de 2019, mais elle persistera tant et aussi longtemps que le président américain, Donald Trump, demeurera en poste. Le déficit commercial américain s'est creusé considérablement depuis son élection. L'objectif qu'il s'était donné de réduire le déficit commercial américain est loin d'être atteint et nous nous attendons à d'autres rebondissements sur le plan commercial. De nouvelles menaces pourraient être proférées à l'endroit de l'Europe, la question des droits douaniers imposés aux importations d'automobiles demeure en suspens et rien ne garantit que les accords négociés et ratifiés seront respectés.

Pour ces raisons, nous nous réjouissons du relâchement des tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis, sans que cela ne change nos positions prospectives, bien que ce développement réduise le risque d'une dégringolade économique. Nous continuons de croire que l'économie mondiale suivra une faible tendance haussière, quoique nous doutions que les quelques spasmes observés en Europe soient nécessairement une indication d'une économie réellement plus vigoureuse.

RENSEIGNEMENTS

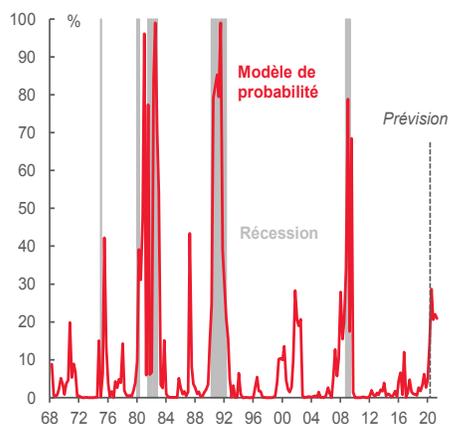
Jean-François Perrault, PVP et économiste en chef
 416.866.4214
 Études économiques de la Banque Scotia
jean-francois.perrault@scotiabank.com

SOMMAIRE

Tour d'horizon	1–2
Canada	3–5
États-Unis	6–8
La politique monétaire et les marchés financiers aux États-Unis et au Canada	9–18
Mexique	19–20
Amérique latine	21–29
Royaume-Uni	30–31
Zone euro	32–33
Asie-Pacifique	34–41
Produits de base	42–44
Marché des changes	45–47
Tableaux des prévisions sommaires	A1–A4

Graphique 1

Probabilité d'une récession au Canada



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

En Amérique du Nord, la croissance au Canada et aux États-Unis devrait être plus faible qu'en 2019, quoique nous ayons revu à la baisse nos prévisions précédentes pour le Canada à la lumière d'une fin d'année 2019 anémique qui nuit à la dynamique de croissance de 2020. Si une part de cette léthargie économique reflète l'incidence des grèves qui ont frappé GM et Canadien National et de l'arrêt de pipelines, le marché de l'emploi s'est affaibli considérablement à la fin de l'année et la confiance des consommateurs s'est effritée énormément par rapport aux données relevées à la fin de l'été (atteignant un creux jamais atteint en trois ans, et ce, d'une manière incompatible avec la situation générale de l'économie). Cette tendance suggère qu'il est fort possible que la croissance demeure terne au début de l'année 2020. Mais surtout, cette perte de confiance augmente en fait le risque d'une récession au Canada malgré la pentification de la courbe des rendements au cours des derniers mois et la trêve commerciale conclue entre la Chine et les États-Unis. Nous continuons de croire qu'il y a peu de risque que le Canada et les États-Unis sombreront dans une récession, mais il ne fait aucun doute que les ménages canadiens ont bien moins confiance en l'avenir qu'il y a trois ou quatre mois.

Puisque les risques d'un ralentissement de l'économie à l'échelle mondiale demeurent élevés et qu'ils augmentent au Canada, nous continuons de croire que des mesures d'assouplissement monétaires seront nécessaires aux États-Unis et au Canada. Aux États-Unis, nous sommes d'avis que la Fed devrait procéder à un abaissement de son taux directeur de 25 points de base au milieu de l'année, tandis que la situation semble un peu plus urgente au Canada. À notre avis, la Banque du Canada devra procéder à une baisse de 50 points de base de son taux directeur pour contrebalancer les pressions baissières exercées sur l'inflation qui découlent de la dégradation des perspectives et pour prévenir les répercussions potentielles d'un ralentissement économique marqué si la confiance des consommateurs continue à se détériorer.

Tableau 1

PIB réel mondial	2010–18	2018	2019e	2020p	2021p
	(variation annuelle, en %)				
Monde (en PPA)	3,8	3,8	2,9	3,1	3,4
Canada	2,2	2,0	1,6	1,5	2,0
États-Unis	2,3	2,9	2,3	1,7	1,8
Mexique	3,0	2,1	0,0	1,0	1,8
Royaume-Uni	1,9	1,3	1,1	1,2	1,6
Zone euro	1,4	1,9	1,0	1,1	1,3
Allemagne	2,1	1,5	0,5	0,8	1,2
France	1,4	1,7	1,3	1,3	1,4
Chine	7,8	6,6	6,1	6,0	5,8
Inde	7,3	7,4	5,1	6,2	7,2
Japon	1,4	0,3	0,9	0,6	1,2
Corée du sud	3,4	2,7	1,8	2,1	2,5
Australie	2,7	2,7	1,8	2,1	2,5
Thaïlande	3,8	4,1	2,4	2,2	2,7
Brésil	1,4	1,3	1,1	2,1	2,1
Colombie	3,8	2,6	3,2	3,6	3,6
Pérou	4,8	4,0	2,3	3,0	3,5
Chili	3,5	4,0	1,0	1,4	3,0

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

Canada

- Alors qu'une trêve commerciale devrait être conclue entre la Chine et les États-Unis le 15 janvier, le risque principal de ralentissement économique est maintenant chose du passé. Par conséquent, nous prévoyons une croissance de 1,5 % en 2020, après une croissance de 1,6 % en 2019. L'activité économique devrait être stimulée par une croissance démographique soutenue et par la vigueur du marché immobilier (marqué par une offre inférieure à la demande).
- L'économie canadienne a connu un passage à vide au quatrième trimestre de 2019, signe des grèves qui ont sévi à GM et au Canadien National et de l'arrêt de certains pipelines. Certains indicateurs suggèrent que l'économie canadienne traverse toujours un passage à vide, le marché de l'emploi et la confiance des consommateurs ayant suivi une tendance baissière au cours des derniers mois de 2019.
- L'économie devrait progresser à un rythme inférieur à son potentiel de croissance et afficher un excédent de capacité de plus en plus grand, ce qui devrait exercer une pression baissière sur l'inflation. Puisque les risques liés aux événements et les risques baissiers demeurent élevés, nous croyons que la Banque du Canada devra abaisser son taux directeur au cours de la première moitié de l'année.
- S'il est peu probable que le Canada entre en récession, l'effritement marqué et récent de la confiance des consommateurs accroît la probabilité d'un ralentissement économique national. La confiance des consommateurs devrait se stabiliser à son niveau actuel, mais si elle devait continuer à se dégrader, elle pourrait avoir une incidence considérable sur les probabilités d'une récession.

UNE QUESTION DE CONFIANCE

L'économie canadienne a ralenti brusquement au cours du dernier trimestre de l'année dernière, témoignant en partie d'un certain nombre de chocs idiosyncrasiques et réversibles, notamment les grèves qui ont sévi à GM et au Canadien National et l'arrêt du pipeline Keystone. Cette anémie économique semble toutefois découler d'un plus grand nombre de facteurs (graphique 1). Par conséquent, nous prévoyons une croissance économique canadienne de 1,5 % en 2020, légèrement en deçà de ce qui était prévu en 2019 (1,6 %). Cette croissance plus faible que prévu se traduira par un excédent de capacité dans l'économie qui, jumelé à un niveau d'incertitude et à un risque d'incident élevés tout au long de l'année, devrait pousser la Banque du Canada à abaisser son taux directeur de 50 points de base au cours des six premiers mois de l'année.

Pour l'instant, nous avons bon espoir que l'anémie économique détectée à la fin de 2019 est passagère. Dans une optique globale, les risques liés au commerce s'estompent (graphique 2). L'économie américaine demeure vigoureuse et l'Europe montre les premiers signes d'une reprise. Dans une optique nationale, la plus forte croissance démographique enregistrée au pays en 30 ans (graphique 3) continue de stimuler l'économie sur les marchés de l'emploi et de la consommation et dans le secteur de l'immobilier. Dans cette conjoncture, la reprise de l'activité des ventes dans le secteur de l'immobilier, qui continue de surprendre les observateurs, s'est traduite par une hausse des prix, la construction de logements n'ayant pas été en mesure de suivre le rythme de la hausse de la demande en immobilier au cours des dernières années (graphique 4). La hausse des prix et de la production du pétrole, après un assouplissement des mesures de contingentement en Alberta, stimulera la croissance économique, tout comme une accélération des travaux de construction du projet de LNG Canada à Kitimat. Les entreprises, malgré qu'elles soient moins optimistes quant aux perspectives économiques, continuent d'indiquer que les pénuries de main-d'œuvre représentent leur défi principal (graphique 5).

RENSEIGNEMENTS

Jean-François Perrault, PVP et économiste en chef

416.866.4214

Études économiques de la Banque Scotia

jean-francois.perrault@scotiabank.com

René Lalonde, premier directeur, Recherche

416.862.3174

Études économiques de la Banque Scotia

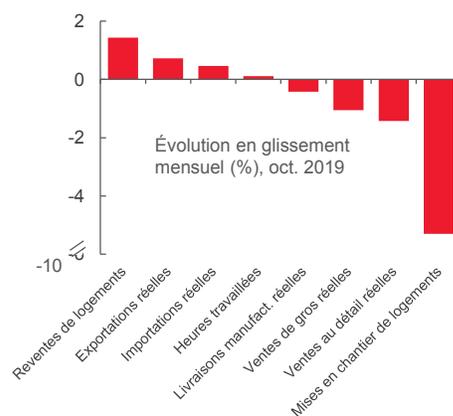
rene.lalonde@scotiabank.com

Canada	2018	2019e	2020p	2021p
PIB réel (évolution annuelle en %)	2,0	1,6	1,5	2,0
IPC (% sur un an, fp)	2,0	2,1	1,8	2,3
Taux directeur banque centrale (% , fp)	1,75	1,75	1,25	1,25
Dollar canadien (CAD-USD, fp)	0,73	0,77	0,80	0,80

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1

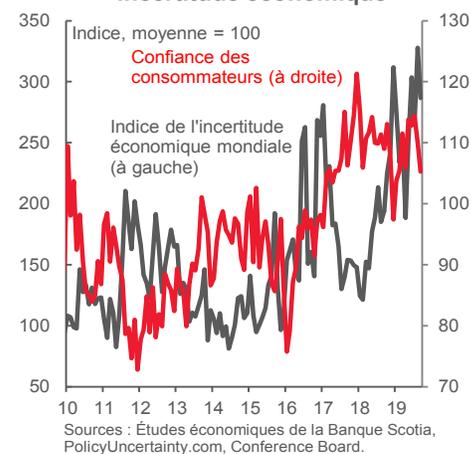
Canada : un début du T4 au ralenti



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

Graphique 2

Incertitude économique



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, PolicyUncertainty.com, Conference Board.

En revanche, la situation financière des ménages demeure tendue, les frais de remboursement ayant atteint des sommets. Sans aucun doute, cette conjoncture, qui reflète en partie une croissance de la consommation anémique au cours de l'année dernière, devrait de nouveau freiner la consommation durant l'année en cours. En 2019, les préoccupations entourant le conflit commercial entre la Chine et les États-Unis et les risques de récession en découlant ont gêné les investissements des entreprises. Ces investissements devraient rebondir en 2020, sous l'effet d'une pénurie évidente de main-d'œuvre et de l'atténuation des risques liés au commerce, mais des données récentes sur les importations de biens d'équipement et la confiance des entreprises suggèrent que les entreprises continueront d'investir prudemment au début de l'année.

Si l'on se fie à l'ensemble de ces facteurs, tout porte à croire que le rythme de croissance devrait s'accélérer après avoir connu un passage à vide à la fin de 2019, demeurant toutefois en deçà de nos prévisions de croissance potentielle (1,7 %) pour l'année. Par conséquent, le déficit de production, un indicateur clé d'inflation, devrait se creuser tandis que la capacité excédentaire de l'économie augmente.

Malgré tout, certains risques de baisse persistent. Lorsqu'on se penche sur les chocs temporaires qui ont ébranlé le quatrième trimestre, on constate que l'anémie économique observée en fin d'année pourrait durer plus longtemps que prévu. Le marché de l'emploi s'est mis à suivre une nouvelle tendance au cours du trimestre et la croissance des salaires s'est atténuée. Mais surtout, les données sur la confiance des consommateurs et des entreprises ont dégringolé au cours des derniers mois de l'année passée, malgré le relâchement des tensions commerciales et une plus grande stabilité. La conjoncture économique ne devrait plus effriter la confiance, mais la rapidité à laquelle cette perte de confiance s'est produite pourrait indiquer que d'autres chutes sont à prévoir. Si tel était le cas, nous devrions à nouveau revoir nos prévisions à la baisse. En outre, la confiance des consommateurs est un élément crucial de notre calcul des probabilités de récession. La chute de la confiance des consommateurs observée en décembre accroît les risques d'une récession au Canada d'environ 35 %, malgré un redressement de la courbe des rendements. Une nouvelle chute semblable, ce à quoi nous ne nous attendons pas, augmenterait considérablement la probabilité d'une récession. Manifestement, l'avenir de l'économie canadienne dépend largement de l'évolution de la confiance des consommateurs.

Tableau 1

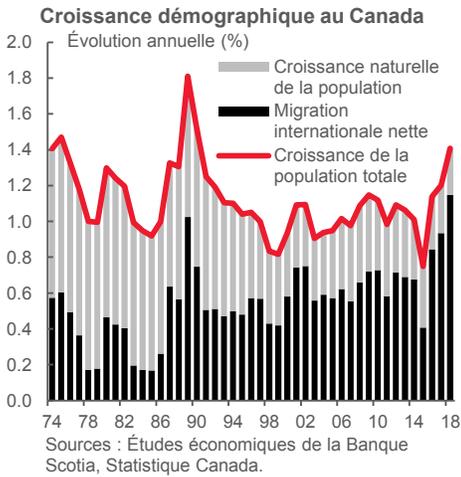
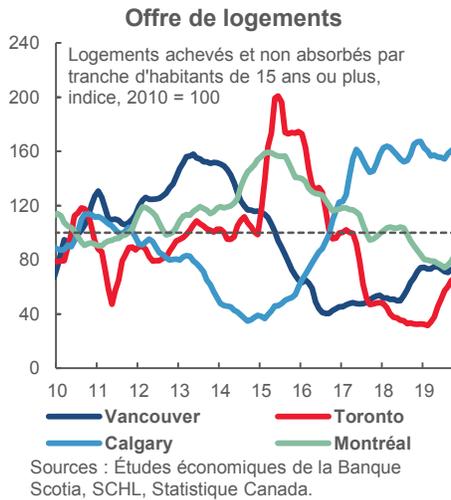
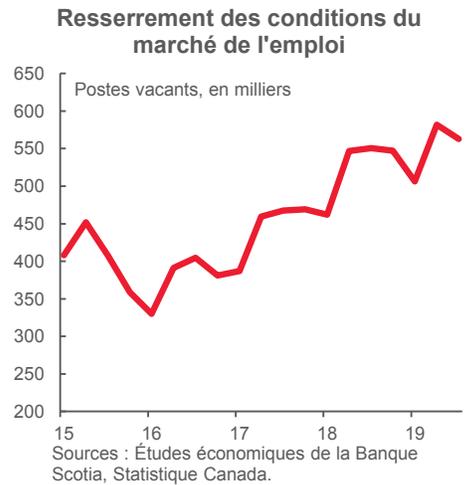
Canada	2010-18	2018	2019e	2020p	2021p
(variation annuelle en %, sauf indication contraire)					
PIB réel	2,2	2,0	1,6	1,5	2,0
Dépenses de consommation	2,6	2,1	1,6	1,6	1,9
Investissement dans le secteur résidentiel	2,7	-1,5	-0,7	3,6	2,4
Investissements des entreprises	2,4	1,8	0,2	3,7	3,5
Gouvernement	1,2	3,4	1,8	1,6	1,8
Exportations	3,6	3,1	1,9	1,4	2,5
Importations	3,9	2,6	0,6	2,0	2,7
PIB nominal	3,9	3,9	3,2	3,3	4,2
Indice implicite du PIB	1,7	1,8	1,5	1,8	2,1
Indice des prix à la consommation (IPC)	1,7	2,3	2,0	2,0	2,0
Moy. des nouveaux indices de l'IPC de base	1,9	1,9	2,0	2,0	1,9
Bénéfices des sociétés avant impôts	5,8	2,5	-0,2	0,9	2,0
Emploi	1,2	1,3	2,1	0,9	1,0
Taux de chômage (en %)	7,0	5,8	5,7	5,8	5,8
Solde des paiements courants (en G\$ CA)	-58,4	-55,5	-44,5	-47,3	-43,9
Balance commerciale (en G\$ CA)	-13,0	-22,1	-18,9	-26,9	-27,5
Solde budgétaire fédéral (en G\$ CA)	-19,4	-19,0	-14,0	-26,6	-28,1
pourcentage du PIB	-1,0	-0,9	-0,6	-1,1	-1,1
Mises en chantier (en milliers)	200	213	209	205	203
Ventes de véhicules motorisés (en milliers)	1 809	1 983	1 922	1 915	1 915
Production industrielle	2,7	3,1	-0,8	1,0	1,8
Pétrole WTI (\$ US/baril)	74	65	57	59	64
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	3,39	3,07	2,53	2,39	2,63

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

Tableau 2

Prévisions canadiennes trimestrielles	2019					2020				2021			
	T4e	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Économique													
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	0,2	1,6	1,7	1,6	1,9	2,1	2,2	2,3	2,2				
PIB réel (variation annuelle en %)	1,5	1,7	1,2	1,3	1,7	1,8	1,9	2,1	2,2				
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	2,1	2,3	2,0	2,0	1,8	1,7	1,8	2,0	2,3				
Moy. des nouveaux indices de l'IPC de base (variation annuelle en %)	2,1	2,1	2,0	2,0	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0				
Financier													
Dollar canadien (USD/CAD)	1,30	1,28	1,27	1,26	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25				
Dollar canadien (CAD/USD)	0,77	0,78	0,79	0,79	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80				
Taux à un jour de la Banque du Canada (%)	1,75	1,50	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25				
Bon du Trésor à 3 mois (%)	1,66	1,55	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,30				
Obligation du Canada à 2 ans (%)	1,69	1,50	1,35	1,30	1,35	1,40	1,45	1,45	1,50				
Obligation du Canada à 5 ans (%)	1,68	1,45	1,35	1,35	1,40	1,45	1,50	1,55	1,60				
Obligation du Canada à 10 ans (%)	1,70	1,55	1,45	1,50	1,50	1,55	1,60	1,70	1,75				
Obligation du Canada à 30 ans (%)	1,76	1,65	1,60	1,65	1,75	1,80	1,85	1,95	2,00				

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

Graphique 3

Graphique 4

Graphique 5


États-Unis

LE RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE EST AMORTI PAR LA DEMANDE INTÉRIEURE

- La croissance devrait continuer de se ralentir, pour passer de 2,3 % en 2019 à 1,7 % en 2020, avant de se raffermir légèrement en 2021, lorsque l'incertitude commencera à se dissiper. On ne s'attend pas à ce que l'inflation atteigne la cible de 2 % de la Fed avant le début de 2021.
- Les guerres commerciales déclenchées par les États-Unis ont imposé un lourd tribut à l'industrie manufacturière et ont nui à l'investissement des entreprises; toutefois, la demande intérieure devrait amortir les risques de baisse, soutenir l'activité dans les services et le logement et finalement porter une modeste reprise des dépenses en immobilisations et de la production des biens.

LES MESURES DE RELANCE BUDGÉTAIRE S'ATTÉNUENT ET LES BAISSSES DE TAUX PRENNENT LE RELAIS

Dans l'ensemble, la croissance du PIB réel devrait se ralentir, pour passer de 2,3 % en 2019 à 1,7 % en 2020, avant de reprendre un peu de vitesse pour s'établir à 1,8 % en 2021, au moment où l'incertitude commencera à se dissiper et lorsque les baisses de taux directeur en 2019 se répercuteront sur l'économie réelle (tableau 1). Hormis la volatilité à court terme liée à la grève des travailleurs de GM en octobre et la fin de la production de l'avion 737 Max de Boeing, la croissance du PIB américain devrait suivre une tendance inférieure au potentiel en 2020 et combler la faible marge de demande excédentaire positive cumulée dans les dernières années grâce aux mesures de relance budgétaire de 2018. Cette prévision tient compte de la forte incertitude qui pèse sur les politiques commerciales et sur la conjoncture géopolitique en 2020 (graphique 1), qui vient rogner une moyenne de 0,4 point sur le chiffre auquel devrait normalement s'établir le taux de croissance réel de synthèse en 2020.

L'inflation fondamentale, qui est restée relativement anémique, notamment en raison de facteurs idiosyncrasiques comme les coûts de transport et les frais de téléphonie mobile, devrait, selon les prévisions, n'augmenter que graduellement pour atteindre la cible de 2,0 % de la Fed au début de 2021 (graphique 2). On s'attend à ce que l'inflation fondamentale soit portée par les derniers relents de la demande excédentaire en 2020 et par la croissance des salaires, qui dépasse légèrement les gains de productivité. Puisque l'inflation devrait rester inférieure à la cible jusqu'en 2021, nous nous attendons à ce que la Réserve fédérale abaisse une fois de plus, en 2020, le taux des fonds fédéraux, de sorte que l'extrémité supérieure de la fourchette se maintiendra à 1,50 % jusqu'à la fin de 2021.

LA CROISSANCE DE LA CONSOMMATION EST APPELÉE À RESTER SOLIDE

La consommation des ménages devrait être le principal facteur de croissance, en s'établissant à une moyenne de l'ordre de 2,3 % dans la période comprise entre 2019 et 2021, ce qui est proche de sa moyenne annuelle depuis la crise financière, grâce aux bilans des ménages, de concert avec les caractéristiques d'un début de cycle et avec la vigueur des marchés du travail (tableau 2). La moyenne des paiements combinés des ménages au titre du capital et des intérêts sur la dette cumulée représente la plus faible part, en 40 ans, du revenu personnel disponible (RPD), alors que la valeur nette moyenne des ménages correspond au plus fort multiple du RPD dans le siècle actuel (graphique 3). Les salaires continuent d'augmenter à des rythmes proches des sommets décennaux nettement supérieurs à l'inflation de synthèse, portés par des taux de départ élevés sur des marchés du travail relativement tendus (graphique 4). La consommation des particuliers intervient pour environ 69 % dans le PIB américain, et les grands indicateurs de la finance et des marchés du travail qui éclairent les décisions dans les dépenses des ménages laissent entrevoir une croissance soutenue — même si l'économie américaine connaît depuis 11 ans une croissance sans précédent.

LES GUERRES COMMERCIALES NE FONT PLUS LA GRANDEUR DE L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE

On s'y attendait largement : la politique commerciale de la Maison-Blanche n'apporte guère de gains pour la balance des paiements des États-Unis. En pourcentage du PIB, le déficit du commerce des

RENSEIGNEMENTS

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

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

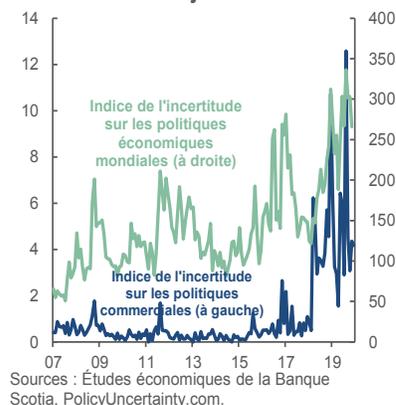
Nikita Perevalov, économiste principal
 416.866.4205
 Études économiques de la Banque Scotia
nikita.perevalov@scotiabank.com

États-Unis	2018	2019e	2020p	2021p
PIB réel (évolution annuelle en %)	2,9	2,3	1,7	1,8
IPC (% sur un an, fp)	2,2	2,0	2,2	2,4
Taux directeur banque centrale (% , fp)	2,50	1,75	1,50	1,50
Dollar canadien (USD-CAD, fp)	1,36	1,30	1,25	1,25

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

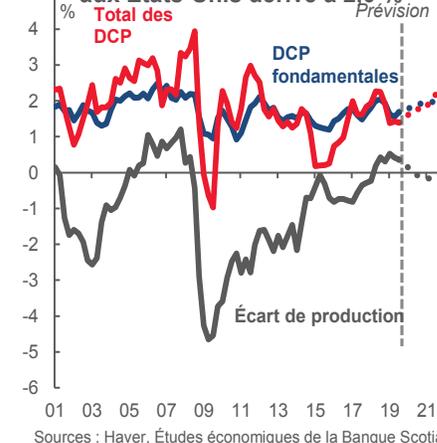
Graphique 1

Incertainité toujours aussi forte



Graphique 2

L'inflation des DCP fondamentales aux États-Unis dérive à 2,0 %

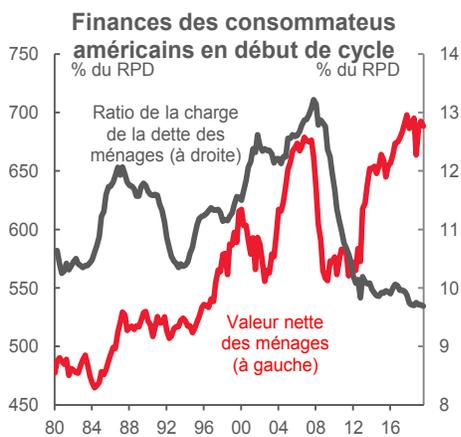


biens des États-Unis dans les deux dernières années ne s'est réduit que marginalement en deçà de sa moyenne depuis 2010, surtout en raison de la légère baisse de la demande à l'importation des États-Unis, puisque la baisse des importations de marchandises chinoises a été essentiellement compensée par la hausse de l'importation des biens livrés par le Mexique, l'Europe et les pays en développement de l'Asie. En outre, l'excédent américain dans le commerce des services a fléchi depuis le début de la guerre commerciale sino-américaine (graphique 5). Les effets décalés de la vigueur soutenue du dollar US depuis des années, les déficits budgétaires les plus importants depuis 2012, les carnets de commandes exportatrices familiaires et l'incertitude permanente devraient continuer de creuser le déficit commercial américain.

Malgré la tendance qui se fait jour dans la croissance timorée de l'exportation des services, les industries de services des États-Unis ont continué de progresser à vive allure en 2018-2019.

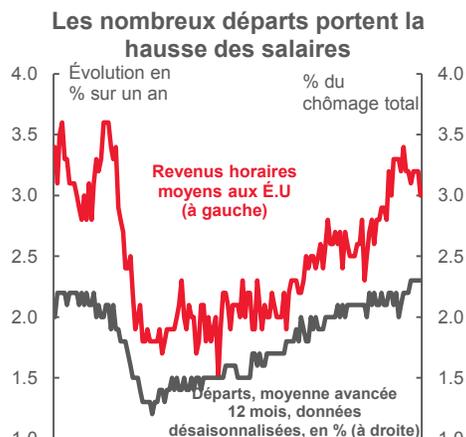
Les données réunies pour le T2 de 2019, soit les dernières en date disponibles, nous apprennent que la valeur réelle ajoutée dans les industries des services du secteur privé a progressé de presque 3 % en moyenne sur un trimestre, en données désaisonnalisées et annualisées, après le T1 de 2018. Ce rythme de croissance a été porté par l'essor des industries de l'information et des services professionnels, qui ont dominé l'explosion de la technologie et la demande croissante de compétences spécialisées. Les industries productrices de biens n'ont par contre gagné que 2,1 % en moyenne dans la même période, entravées par la léthargie dans le secteur de la construction et dans l'activité manufacturière. Ainsi, la tendance à long terme dans laquelle la production des biens représente une part progressivement moindre du PIB américain total se poursuit imparablement (graphique 6).

Graphique 3



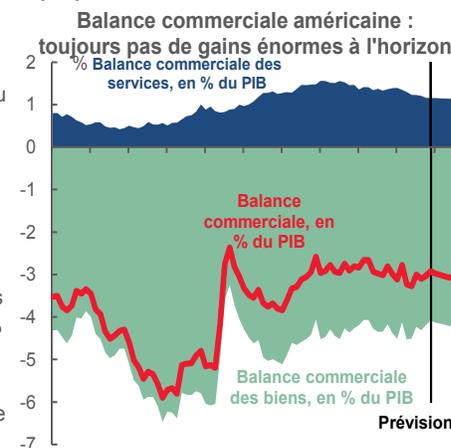
Sources : Études économiques de la Banque Scotia, BEA, Federal Reserve Board.

Graphique 4



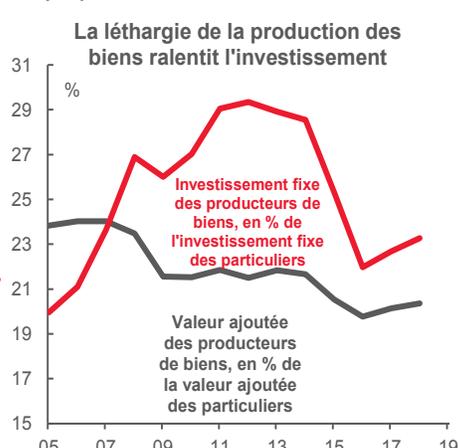
Sources : Études économiques de la Banque Scotia, BLS, Bloomberg.

Graphique 5



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, BEA.

Graphique 6



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, BEA.

Tableau 1

Prévisions trimestrielles pour les États-Unis	2019				2020				2021				
	T4e	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Économique													
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	1,9	1,3	1,6	1,6	1,8	1,8	1,9	2,0	2,1	1,8	1,9	2,0	2,1
PIB réel (variation annuelle en %)	2,3	1,8	1,7	1,6	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0	1,7	1,8	1,9	2,0
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	2,0	2,2	2,3	2,3	2,2	2,3	2,3	2,4	2,4	2,3	2,3	2,4	2,4
Déflateur des DCM totales (variation annuelle en %)	1,5	1,6	1,8	1,8	1,7	1,9	2,0	2,2	2,3	1,9	2,0	2,2	2,3
Déflateur des DCM de base (variation annuelle en %)	1,7	1,8	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Financier													
Euro (EUR/USD)	1,12	1,12	1,14	1,15	1,16	1,17	1,18	1,19	1,20	1,17	1,18	1,19	1,20
Livre sterling (GBP/USD)	1,33	1,33	1,34	1,36	1,36	1,38	1,39	1,41	1,42	1,38	1,39	1,41	1,42
Yen - Japon (USD/JPY)	108	107	107	105	105	103	103	102	102	103	103	102	102
Fed Funds Rate (limite supérieure, %)	1,75	1,75	1,75	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Bon du Trésor à 3 mois (%)	1,51	1,55	1,55	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30
Obligation du Trésor à 2 ans (%)	1,57	1,60	1,55	1,50	1,55	1,60	1,65	1,65	1,65	1,60	1,65	1,65	1,65
Obligation du Trésor à 5 ans (%)	1,69	1,65	1,60	1,60	1,65	1,70	1,75	1,80	1,80	1,70	1,75	1,80	1,80
Obligation du Trésor à 10 ans (%)	1,92	1,80	1,75	1,75	1,80	1,85	1,90	1,95	2,00	1,85	1,90	1,95	2,00
Obligation du Trésor à 30 ans (%)	2,39	2,25	2,15	2,20	2,25	2,30	2,35	2,40	2,45	2,30	2,35	2,40	2,45

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

En particulier, les données des enquêtes statistiques laissent entendre que dans l'ensemble, le secteur manufacturier américain a continué de faire moins bien que les autres secteurs de l'économie américaine à peu près au moment où l'incertitude sur les politiques commerciales et le protectionnisme de la Maison-Blanche ont commencé à prendre de l'ampleur (graphique 7). Au lieu de porter une reprise de l'industrie manufacturière, les guerres commerciales américaines provoquent une contraction de l'activité manufacturière aux États-Unis, alors que l'indice PMI du secteur pour décembre a atteint son plus creux depuis une dizaine d'années.

À terme, dans la foulée des dislocations à court terme provoquées par les récentes grèves de travailleurs et par la fin de la production de certains appareils Boeing, le rythme de la croissance du secteur manufacturier devrait s'accélérer en 2021, lorsque les relents de l'incertitude sur les politiques commerciales auront commencé à se dissiper.

LES INDUSTRIES PRÉPONDÉRANTES EN CAPITAL DÉCALERONT LEURS INVESTISSEMENTS JUSQU'EN 2021

Alors que la réforme fiscale américaine entrée en vigueur en 2018 a d'abord donné lieu à un rebond de l'investissement, les dépenses en immobilisations ont déçu depuis le début de 2019, probablement en raison de la léthargie des dépenses d'investissement des producteurs de biens. Les dépenses réelles consacrées à la machinerie et à l'équipement sont essentiellement nulles depuis le T4 de 2018, alors que l'investissement dans les structures a fléchi. Les entreprises sont prudentes malgré la progression soutenue des bénéfices des entreprises américaines et en dépit du rebond des marchés boursiers dans la foulée des baisses provoquées par l'incertitude à la fin de 2018. En principe, les industries productrices de biens sont plus prépondérantes en capital et représentent une part disproportionnée de l'investissement par rapport à leur contribution totale au PIB américain, même si l'écart s'est amenuisé lorsque les entreprises minières et pétrogazières ont sabré leurs dépenses en immobilisations après l'effondrement des cours du pétrole en 2014 (graphique 6).

Puisque le rebond de la production des biens sera probablement décalé jusqu'à ce que l'incertitude soit levée, la croissance de l'investissement des entreprises est appelée à rester discrète jusqu'en 2021 (tableau 1). Fidèle aux perspectives qui s'offrent à l'industrie manufacturière américaine, la croissance timorée de l'investissement des entreprises devrait perdurer en 2020, pour s'établir à une moyenne d'à peine 1,0 % l'an prochain, avant de se fortifier pour s'inscrire à 2,5 % sur un an en 2021. La croissance des dépenses en immobilisations devrait compter sur le léger coup de pouce apporté par la réduction de l'incertitude dans la foulée des élections de novembre 2020 et par la baisse des coûts du capital dans la foulée des mesures de relance monétaire récemment mises en œuvre et attendues.

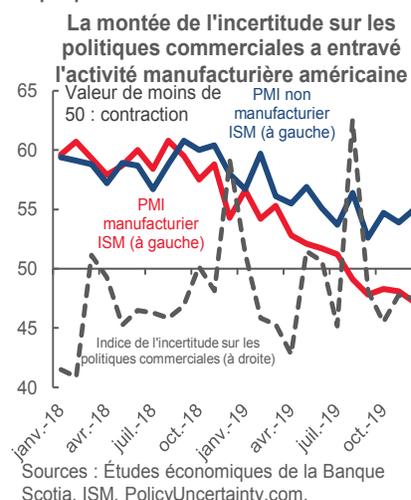
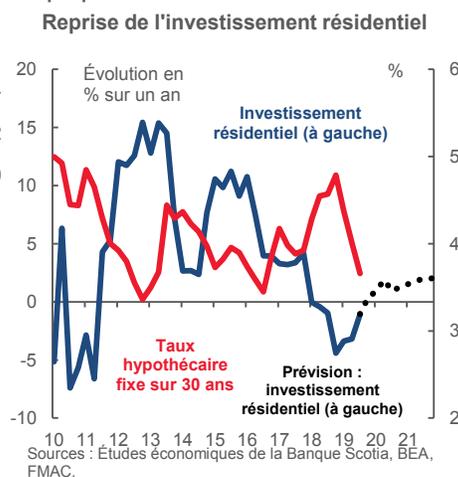
L'INVESTISSEMENT RÉSIDENTIEL À UN TOURNANT

Contrairement à la reprise graduelle escomptée pour l'investissement des entreprises, l'activité dans le logement a déjà commencé à se rétablir. L'investissement résidentiel a crû de 4,6 % sur un trimestre, en données désaisonnalisées et annualisées, au T3 de 2019 après avoir enchaîné six baisses trimestrielles, puisque les mises en chantier de logements ont atteint des niveaux sans précédent depuis le milieu de 2007 et que les prix des logements inscrivent des gains modérés tenaces. Le marché du logement est étayé par la baisse graduelle des taux hypothécaires, qui ont fléchi en 2019 grâce à l'assouplissement de la politique de la Réserve fédérale. En outre, les solides gains de l'emploi au deuxième semestre de 2019 et la croissance du revenu personnel disponible à plus de 4,0 % sont venus étayer la demande de logements (graphique 8).

Tableau 2

États-Unis	2010-18	2018	2019e	2020p	2021p
(variation annuelle en %, sauf indication contraire)					
PIB réel	2,3	2,9	2,3	1,7	1,8
Dépenses de consommation	2,4	3,0	2,6	2,3	2,0
Investissement dans le secteur résidentiel	4,8	-1,5	-1,8	1,3	1,8
Investissements des entreprises	5,2	6,4	2,3	1,0	2,5
Gouvernement	-0,3	1,7	2,3	1,8	1,6
Exportations	4,1	3,0	0,0	1,3	2,2
Importations	4,9	4,4	1,7	2,6	2,9
PIB nominal	4,0	5,4	4,1	3,4	3,8
Indice implicite du PIB	1,7	2,4	1,8	1,7	2,0
Indice des prix à la consommation	1,8	2,4	1,8	2,3	2,4
Déflateur des DCM totales	1,6	2,1	1,4	1,7	2,1
Déflateur des DCM de base	1,6	1,9	1,6	1,9	2,0
Bénéfices des sociétés avant impôts	4,6	3,4	-0,5	2,3	1,8
Emploi	1,4	1,7	1,6	1,0	1,0
Taux de chômage (en %)	6,5	3,9	3,7	3,8	3,8
Solde des paiements courants (en G\$ US)	-421	-491	-510	-525	-555
Balance commerciale (en G\$ US)	-754	-887	-881	-924	-976
Solde budgétaire fédéral (en G\$ US)	-813	-779	-960	-1 008	-1 034
pourcentage du PIB	-4,6	-3,8	-4,5	-4,6	-4,5
Mises en chantier (en millions)	0,96	1,25	1,25	1,26	1,26
Ventes de véhicules motorisés (en millions)	15,5	17,2	16,9	16,9	17,0
Production industrielle	2,2	4,0	0,7	0,8	1,9
Pétrole WTI (\$ US/baril)	74	65	57	59	64
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	3,39	3,07	2,53	2,39	2,63

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

Graphique 7

Graphique 8


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

- La Banque du Canada devrait abaisser ses taux deux fois en 2020.
- La Réserve fédérale américaine n'a peut-être pas fini de réduire ses taux, alors que son bilan s'alourdit.
- Aux États-Unis comme au Canada, les risques d'inflation sont orientés à la baisse.

1. BANQUE DU CANADA — L'ASSOUPLISSEMENT CADRE AVEC LES OBJECTIFS INFLATIONNISTES

Deux baisses de taux sont prévues en 2020, et à l'heure actuelle, nous nous attendons à ce qu'elles interviennent dans le premier semestre; par la suite, le taux à un jour devrait se maintenir à 1,25 %. Le graphique 1 fait état de nos projections pour les courbes de rendements. Selon le fond de l'argumentation qui suit, l'assouplissement de la politique monétaire ne serait pas incompatible avec l'inflation, qui atteint actuellement la cible.

- Une part importante de la raison pour laquelle l'inflation a atteint la cible de 2 % en 2019 avait trait à une série de facteurs idiosyncrasiques qui pourraient se révéler transitoires et qui n'ont rien à voir avec la marge de manœuvre inutilisée ou l'absence de cette marge dans l'ensemble de l'économie;
- puisqu'il n'empêche que cette marge de manœuvre se creuse, cette évolution devrait marginalement se conjuguer avec l'inversion de ces facteurs temporaires plus dominants, pour peser à nouveau sur l'inflation et la faire baisser en 2020;
- du point de vue de la gestion des risques, la BdC devrait privilégier l'assouplissement lorsque les risques de baisse de l'inflation se feront jour, compte tenu du peu de succès qu'elle a remporté dans la prévision de l'inflation;
- la manière dont la BdC a mis en œuvre les mesures de sa politique monétaire permet aux économistes, aux marchés et aux entreprises de croire que le chiffre de 2 % correspond au plafond de l'inflation, par opposition à une cible symétrique mise en œuvre dans ce que la BdC avait l'habitude de décrire plus couramment comme un régime flexible de ciblage de l'inflation. Cette tendance à agir comme s'il s'agissait d'un plafond risque de désarmer les attentes inflationnistes pour l'ensemble du cycle — comme en témoignent certains éléments de preuve — et rend l'économie plus vulnérable aux chocs éventuels.

Les quatre autres questions débattues ci-après sont secondaires par rapport à l'argumentaire sur l'inflation. La confiance des consommateurs est ébranlée à cause des contraintes financières et du fléchissement tendanciel de l'emploi, et les baisses de taux pourraient ranimer la confiance des ménages.

A. Les facteurs transitoires et idiosyncrasiques de l'inflation

La BdC a tendance à faire valoir que l'inflation aux alentours de 2 % est un signal qui confirme que l'économie tourne à pleine régime ou qu'elle en est très proche. Une autre explication veut que l'inflation soit portée par toutes sortes de facteurs idiosyncrasiques qui pourraient être transitoires et qui n'ont rien à voir avec la marge de manœuvre inutilisée de l'économie ou l'absence de cette marge.

Pour commencer, le lien entre l'inflation « fondamentale » et les écarts de production est précaire dans le meilleur des cas. Le graphique 2 fait état des deux baromètres des écarts de production de la BdC et de la moyenne des trois baromètres « fondamentaux » de l'inflation. Il existe un lien général, dans le temps, mais on va trop loin en affirmant que si l'inflation est sur la cible, c'est obligatoirement parce que la capacité de rechange s'est érodée. S'il en est ainsi, c'est surtout parce que l'estimation de la croissance potentielle est hautement imprécise et que par le fait même, les estimations sont lâches.

RENSEIGNEMENTS

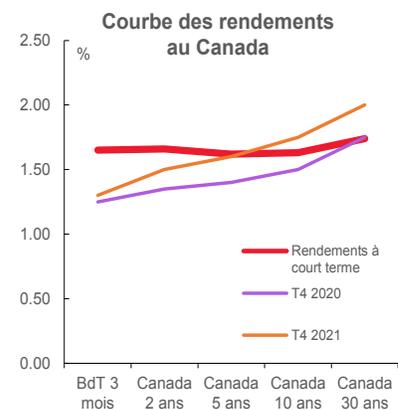
Derek Holt, VP et chef des Études économiques sur les marchés des capitaux

416.863.7707

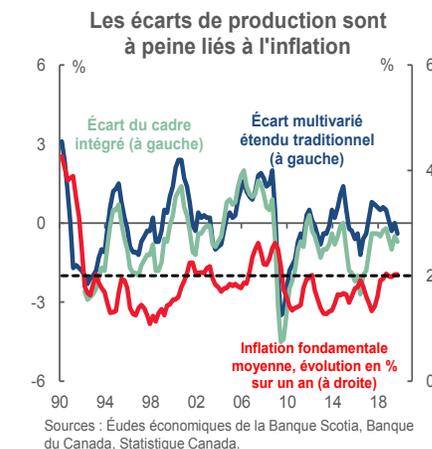
Études économiques de la Banque Scotia

derek.holt@scotiabank.com

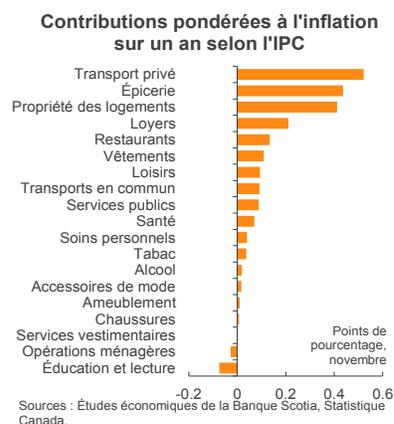
Graphique 1



Graphique 2



Graphique 3



Deuxièmement, le graphique 3 fait état des principaux facteurs de l'inflation annuelle selon l'IPC pour ouvrir la discussion sur les facteurs potentiellement idiosyncrasiques. Les voitures, l'essence, le panier d'épicerie et les coûts de la propriété des logements, dont les prix des logements et les intérêts sur les emprunts hypothécaires, sont les principaux facteurs de l'inflation. Chacun de ces facteurs a potentiellement peu à voir avec les conditions de la marge de manœuvre générale et a beaucoup plus à voir avec les facteurs propres aux différents secteurs de l'activité économique.

Prenons l'exemple des prix du panier d'épicerie. Selon sa contribution pondérée à l'ensemble du socle de l'inflation d'après l'IPC, le panier d'épicerie vient au deuxième rang des facteurs les plus importants. Dans [ce rapport annuel](#), nous expliquons les sources des pressions qui s'exercent sur les prix des aliments en fonction de facteurs idiosyncrasiques comme l'impact de la fièvre porcine africaine sur l'offre mondiale de porc, les répercussions des tensions dans les guerres commerciales sur les chaînes logistiques, l'incidence, sur les prix des légumes, des épidémies de bactérie E. coli et l'impact des bouleversements dans les chaînes logistiques sur les prix du bœuf. Nous ne savons pas avec certitude si ces effets sur les prix du panier d'épicerie sont transitoires ou non; or, ils ont peu à voir avec les vastes pressions sur la capacité dans l'ensemble de l'économie.

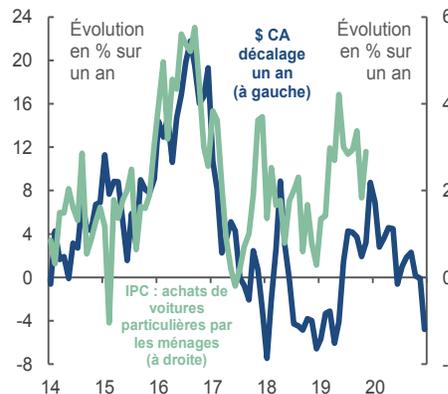
On peut également se pencher sur l'impact de la dévalorisation précédente du dollar canadien sur les prix des voitures (graphique 4), qui explique la plus forte contribution pondérée à l'inflation selon l'IPC dans l'ensemble. On relève un effet décalé d'un an entre l'évolution du dollar et les changements dans les prix des voitures lorsqu'on lance de nouveaux modèles; puisque le dollar canadien s'est valorisé dans l'année écoulée, l'inflation des prix des voitures devrait être moindre en 2020.

On peut aussi se pencher sur les incidences des précédentes hausses de taux de la BdC sur les charges d'intérêts hypothécaires (graphique 5) et sur la probabilité que ce facteur décroche comme porteur de la hausse des coûts de la propriété des logements en 2020.

En outre, le volet de la valeur à neuf de la partie des logements en propriété dans les frais de logement de l'IPC est porté par la partie consacrée au « logement seulement » du nouvel indice des prix des logements de Statistique Canada. Puisque cet indice a baissé brusquement dans la foulée de la hausse dans l'année écoulée, les effets statistiques décalés laissent entrevoir des risques de baisse pour les logements en propriété dans l'IPC en 2020 (graphique 6). Il faut noter que les contributions des prix des logements à l'IPC canadien sont dérivées des prix des constructeurs, et non des prix de revente.

Ce même argument idiosyncrasique transitoire peut se vérifier pour l'inflation des prix de l'essence cette année, dans la foulée des effets de base précédents moindres, mais en attendant la réévaluation des risques dont il est question plus loin pour les marchés de l'énergie (graphique 7).

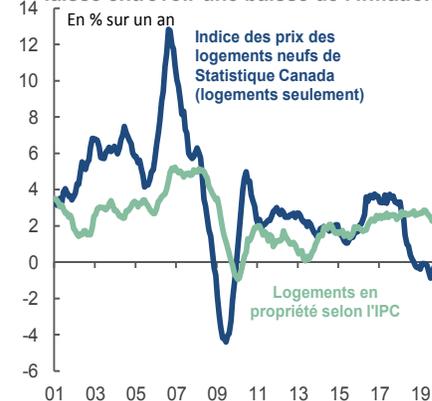
Les rôles pondérés importants que jouent plusieurs porteurs idiosyncrasiques de l'inflation ne sont probablement pas bien filtrés et éliminés par les baromètres « fondamentaux » de l'inflation. Par exemple, la dernière variation intervenue il y a un mois dans le baromètre de l'IPC-moyenne tronquée comportait plusieurs de ces composants prétendument idiosyncrasiques (graphique 8). Ils se conjugueraient probablement pour jouer un rôle significatif en amenant l'inflation sur la cible de la BdC. S'ils s'affaissent, ce qui est tout à fait plausible, la réalisation de la cible inflationniste de 2 % de la BdC pourrait en soit constituer un exploit transitoire.

Graphique 4
L'inflation des prix des voitures atteint un plancher en raison des effets


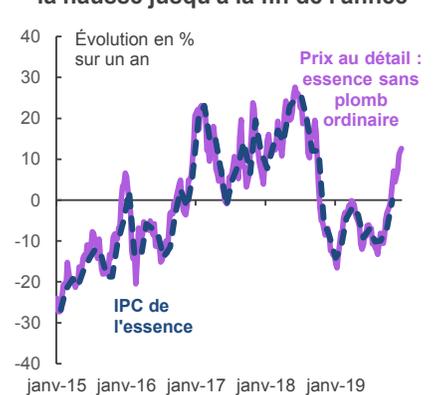
Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Statistique Canada, Banque du Canada.

Graphique 5
Intérêts hypothécaires au Canada : IPC et taux de la BdC


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

Graphique 6
La décre des prix des logements neufs laisse entrevoir une baisse de l'inflation


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

Graphique 7
Les prix de l'essence tireront l'IPC à la hausse jusqu'à la fin de l'année


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

B. Le Canada se redonne une marge de manœuvre

Ce qui renforce le risque de baisse de l'inflation, c'est la possibilité que puisque les porteurs transitoires baissent, le creusement de la marge de manœuvre dans l'économie pourrait entamer le pouvoir de fixer les prix. Dans le deuxième semestre de 2019, la croissance économique s'est établie à une moyenne inférieure à l'estimation, par la BdC, de la croissance potentielle qu'il faut atteindre pour absorber les intrants de production et préserver la stabilité de l'inflation. Selon nos prévisions, la croissance du PIB devrait être égale à 1,5 % environ en 2020, avec un risque de baisse possible qui se déroulerait essentiellement de concert avec la croissance potentielle ou une croissance inférieure de sorte qu'au minimum, la marge de manœuvre creusée à la fin de 2019 perdurera en 2020. Les finances des ménages sont tendues, et les entreprises manufacturières et les grossistes n'ont jamais eu autant de stocks depuis la récession de 2009, ce qui préfigure un ralentissement de la croissance de la production et, probablement, un ralentissement de l'activité d'embauche par le fait même.

C. Rétablir la crédibilité pour atteindre une cible d'inflation symétrique

Du point de vue de la gestion des risques, la BdC devrait insister plus sur les risques de baisse — comme ceux que nous avons évoqués jusqu'à maintenant — que sur les risques de hausse de l'inflation, puisqu'elle a constamment surpris l'inflation auparavant.

Jetons un coup d'œil sur le graphique 9. Selon une tendance très bien établie, la BdC prévoit constamment un retour à 2 % d'inflation dans sa période de projection, ce qui ne se réalise presque jamais. Chaque ligne pointillée correspond aux prévisions de l'inflation reproduites dans les différents Rapports de politique monétaire publiés au fil des ans. La ligne pleine correspond à la tendance effective de l'inflation. Il faut noter que l'inflation « fondamentale » moyenne est tombé en deçà de la cible d'inflation de 2 % pendant 90 % des mois au cours desquels le gouverneur Poloz s'est acquitté de son mandat de gouverneur. **Si le parti pris prévisionnel a consisté à prédire constamment que l'inflation serait trop élevée, il est alors justifié de tenir un discours monétaire plus prudent.**

D. Les attentes inflationnistes

Un désarrimage potentiellement dangereux des attentes inflationnistes se déroule actuellement au Canada, et il est peut-être temps, pour la BdC, de se remettre à insister sur l'approche flexible de ciblage de l'inflation qu'elle a appliquée au début de la décennie. Il pourrait s'agir d'une conséquence directe de l'incapacité de la BdC à prédire durablement un chiffre d'inflation de 2 %. Pendant le mandat du gouverneur Poloz, l'inflation fondamentale moyenne s'est établie à environ 1,7 % sur un an, ce qui est identique à la moyenne de la période post-récessionniste légèrement plus longue qui s'est écoulée depuis 2010. Au moment même où l'inflation s'est établie sur la cible de 2 %, la BdC a fait savoir que le ciel était dégagé et a déclaré que l'économie « se portait bien », ce qui s'entend du point auquel l'offre et la demande sont équilibrées, la marge de manœuvre a disparu et les prix sont de toute évidence stables.

Comment les baromètres des attentes inflationniste se comportent-ils à la lumière de cette approche? Tous les baromètres des attentes inflationnistes comportent des avantages et des inconvénients; or, ils laissent tous entendre que la fourchette cible inflationniste de la BdC bascule dans la moitié inférieure de 1 %-2 % de sa bande de 1 %-3 %. Les indicateurs des marchés obligataires sont inférieurs à 2 % (graphique 10). Les entreprises ne croient pas que la cible de 2 % sera atteinte (graphique 11). Le consensus des économistes du secteur privé est le plus optimiste; toutefois, a) il pourrait être affligé du même parti pris de surprévision de l'inflation que la BdC, et b) le consensus de Bloomberg ne projette qu'une inflation de 1,9 %-2,0 % sur 2020-2021 et ne s'attend pas à ce qu'elle soit plus élevée.

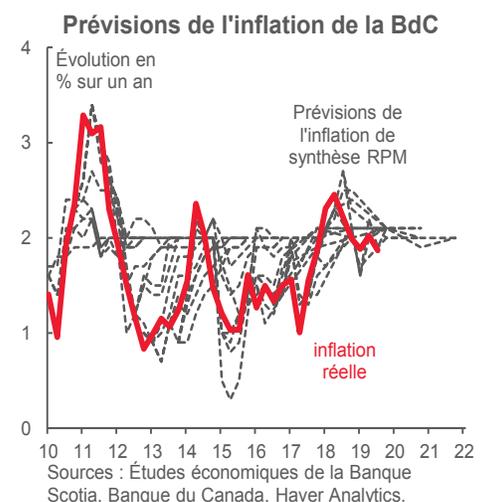
Voici où le bât blesse. Quand la Banque fait savoir que l'économie « se porte bien » à nouveau et laisse entendre qu'elle est satisfaite d'un taux d'inflation de 2 %, elle télégraphie implicitement aux marchés, aux ménages et aux entreprises que le taux de 2 % est un plafond. Par voie de conséquence, on en arrive à croire que l'inflation moyenne pendant le cycle est ciblée à un niveau en quelque sorte nettement inférieur à 2 %. Ce qui peut vouloir dire que les entreprises, les consommateurs et les gouvernements commencent à croire que les études destinées à fixer les

Graphique 8



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Statistique Canada.
Barres rouges : Catégories comprises dans l'IPC moyenne tronquée.

Graphique 9



salaires et les prix pendant tout le cycle devraient prévoir un niveau d'inflation inférieur à 2 % et une estimation globale du coût de la vie. Les baromètres des attentes inflationnistes semblent vouloir le confirmer.

Est-ce important? Probablement. Plus l'inflation baisse, moins le choc imprévu sur l'économie, qu'il faut pour assurer la déflation, est fort, ce qui est le pire scénario dans l'ensemble pour l'économie, puisque les entreprises et les consommateurs décalent leurs projets de dépenses en prévision de la baisse des prix dans une boucle de rétroaction autoréalisatrice et dommageable.

Les risques de baisse de l'inflation, le peu de succès remporté dans les prévisions et les attentes inflationnistes potentiellement désarrimées se conjuguent et nous amènent à conseiller un parti pris pour l'assouplissement monétaire.

E. Autres considérations

Le nœud de l'argument sur l'assouplissement monétaire puise ses origines dans le cadre de ciblage de l'inflation; or, nous allons aussi nous pencher brièvement sur d'autres arguments.

F. i) La léthargie du marché de l'emploi

Si la croissance de l'emploi affronte un risque de baisse, c'est qu'il s'agit alors d'un risque considérable pour le secteur tendu des dépenses de consommation et les marchés du logement. Cette considération pourrait ensuite justifier un allègement des conditions financières.

Il ne fait aucun doute qu'au Canada, le marché de l'emploi est en pleine effervescence depuis le milieu de 2016, à l'époque où la croissance de l'emploi a commencé à s'accélérer. Il a affiché un rendement plus solide que le marché de l'emploi américain pendant ce temps. Il n'empêche que les tendances plus récentes dans les trois grands baromètres de la croissance de l'emploi indiquent qu'il faut faire preuve de plus de circonspection en moyenne (graphique 12). Il est possible que la croissance de l'emploi soit surciblée, ce qui devrait s'être produit dans le contexte d'une croissance tendancielle anémique du PIB dans les dernières années, et que les liens statistiques entre les deux indicateurs viendront affaiblir les marchés de l'emploi. Cette relation est connue sous le nom de loi d'Okun, qui postule que le lien statistique entre la croissance du PIB et la croissance de l'emploi tire à la baisse la croissance de l'emploi (graphique 13).

Un argument comparable peut se vérifier du point de vue de la croissance des salaires. Il y a un an, le rythme anémique de la croissance des salaires a joué un rôle significatif en portant un surciblage de la croissance des salaires à l'heure actuelle. Toujours est-il que les gains sur un mois ont été assez solides, au milieu de 2019, mais qu'ils se sont peut-être repliés depuis (graphique 14). Si les gains mensuels se sont ralentis, quand on les compare aux solides gains de l'année écoulée, le rythme de la croissance des salaires pourrait être brusquement freiné en 2020. Ce qui est plus déconcertant, c'est qu'au rythme actuel, les gains de salaires ne sont pas étayés par des gains de productivité, ce qui laisse planer un doute sur la durabilité des pressions qui s'exercent sur les salaires.

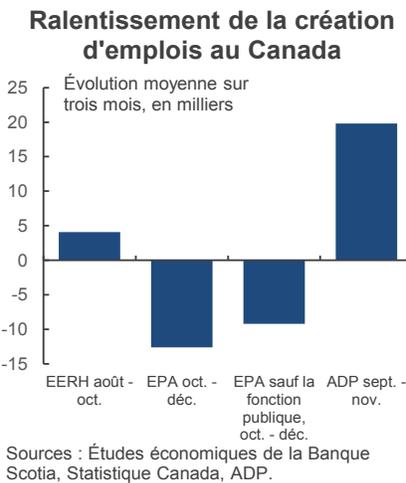
Graphique 10



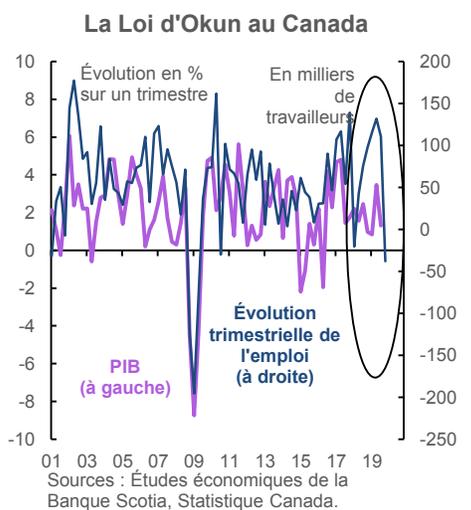
Graphique 11



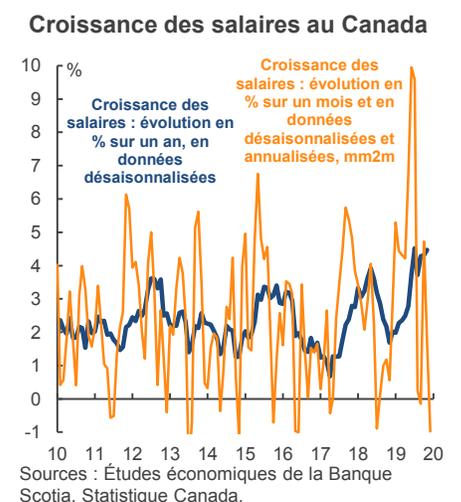
Graphique 12



Graphique 13



Graphique 14



F. ii) Quelles mesures de relance budgétaire faut-il adopter?

Si on a le sentiment que les mesures de relance budgétaire peuvent prendre la suite de la politique monétaire en 2020, on devrait faire valoir que ces convictions devraient être mises en veilleuse.

D'une part, les mesures incrémentielles de relance budgétaire du gouvernement fédéral ont surtout consisté à relever légèrement la déduction personnelle de base, afin de réduire modestement les impôts. Nous estimons que l'effet incrémentiel sur la croissance économique sera modeste — aux alentours d'un dixième de point de pourcentage ou moins en 2020 — et transitoire (graphique 15). Veuillez cliquer sur ce [lien](#) pour en savoir plus.

D'autre part, cette modeste mesure de relance du gouvernement fédéral est éclipsée par la consolidation budgétaire quasi universelle dans l'ensemble des gouvernements provinciaux et par la hausse des primes du Régime de pensions du Canada qui est entrée en vigueur au début de 2020.

Troisièmement, le Canada devrait, selon les projections, engager des déficits de 1,2 % du PIB dans l'EF 2020 et dans l'EF 2021, et ces déficits se réduiront graduellement dans les exercices suivants. Près du tiers de ce déficit ne constitue pas une mesure de relance et est plutôt attribuable à la comptabilité actuarielle des obligations dans le cadre des régimes de retraite. Le risque de récession creuserait sensiblement les déficits, puisque le ministère des Finances estime que chaque choc de 1 % sur le PIB nominal augmente le déficit de cinq milliards de dollars. La croissance du PIBN du pic au creux a entre autres basculé de huit points de pourcentage au début des années 1990, de plus de 10 % au début des années 2000 et d'environ 15 % en 2008-2009. Le gouvernement fédéral n'est pas appelé à prédépenser plus considérablement sa marge de manœuvre prébudgétaire, ce qui pourrait bien exposer le pays à un risque d'abaissement de sa note de crédit AAA — que le ministre des Finances est expressément mandaté à protéger — et au risque de mesures d'austérité éventuelles procycliques, ce qui, par nécessité pratique, se répercuterait sur la classe moyenne.

Enfin, peut-être à la différence de certains autres pays, le Canada dispose d'une marge de manœuvre dans sa politique monétaire comme première ligne de défense par rapport à la politique budgétaire. En fait, de nombreux économistes — dont probablement ceux de la BdC — sont d'avis que la politique budgétaire est appelée à se révéler plus puissante quand le taux directeur évolue dans le sens de la limite inférieure de la fourchette. Politiquement, il se peut aussi qu'il ne soit pas viable, pour le gouvernement fédéral, d'adopter d'importantes mesures de relance budgétaire tant que la BdC mène le bal.

F. (iii) La dette des ménages et les risques pour la stabilité

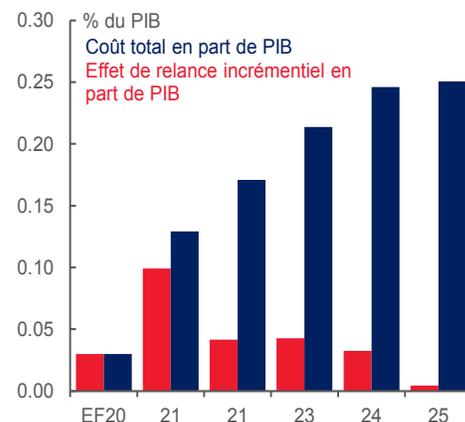
On peut faire valoir que les risques de stabilité financière liés à l'assouplissement monétaire cède le pas aux risques de stabilité liés au fait qu'on a plongé les ménages dans un environnement de taux faibles pour ensuite s'arrêter subitement sans tenir compte des risques de baisse de la croissance et de l'inflation. Le taux d'épargne des ménages se situe aux alentours de 1 %, ce qui représente une fraction de ce qu'il est aux États-Unis, alors que les paiements de la dette représentent une part cycliquement très élevée des revenus des ménages par rapport aux creux statistiques aux États-Unis.

En raison des finances contraintes, le Canada est empêtré dans un environnement de croissance tendancielle léthargique pour les ventes au détail et la consommation dans son ensemble depuis les deux dernières années environ. Les détaillants ont subi les contrecoups de ce rajustement (graphique 16).

En outre, la croissance des ventes de logements existants a peut-être déjà atteint son sommet. D'avril jusqu'en août, les ventes ont augmenté à un rythme mensuel désaisonnalisé de 1,5 %-3,5 %. Dans les trois mois les plus récents, la croissance des ventes s'est ralentie pour atteindre un creux de 0,4 % sur un mois en moyenne, même si les taux de croissance par rapport à il y a un an sont restés très élevés. De plus, il n'y a jamais eu de regain dans les ventes de logements neufs et dans les absorptions, puisque tout le relèvement prétendument temporaire dans le logement s'est produit dans le marché de la revente, ce qui aurait pu s'expliquer par la maturation de l'effet d'amortissement des règles B20 sur les ventes de logements en 2018, qui a représenté un point de relancement faible pour les ventes et les prix cette année, ainsi que par la remontée du marché obligataire qui a porté les coûts des

Graphique 15

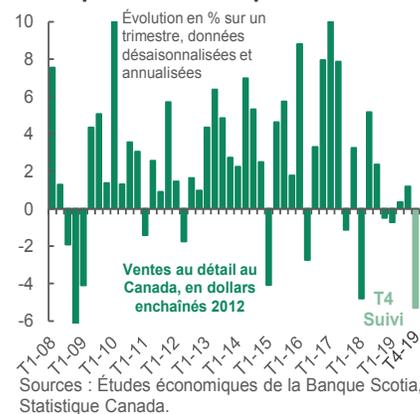
Impact faible dans l'ensemble



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

Graphique 16

Volumes des ventes au détail les plus faibles depuis 2008



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

Graphique 17

Taux à un jour de la Banque du Canada et rendement des obligations à cinq ans



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

emprunts fixes constamment à la baisse avant qu'ils se remettent à augmenter après le mois d'août. On peut faire valoir que ces deux effets sont matures.

Enfin, nous reprenons dans le graphique 17 un argument que nous avons déjà employé. Le relâchement en 2015 a aplani toute la structure de la durée des taux et a repoussé, sur les marchés du logement, les emprunts hypothécaires à taux fixe et à taux variable. Dans l'année écoulée, le Canada a importé un choc obligataire positif, dérivé des décisions portées sur le marché, ainsi que des décisions de la Réserve fédérale et de la BCE. C'est ce qui a expliqué la remontée des ventes de logements auparavant. Il n'empêche que la courbe reste inversée, puisque le taux directeur est de 1,75 % et que le rendement des obligations du GdC à cinq ans est inférieur à 1,6 %.

L'assouplissement de la politique monétaire aujourd'hui pourrait simplement éliminer cette anomalie inversée, en plus d'alléger les besoins en financement du fonds de roulement des entreprises et de décaler la valorisation du dollar CA par rapport à l'année écoulée. On pourrait dire que le cheval est sorti de la grange pour expliquer l'appétit pour les emprunts hypothécaires à taux fixe, qui représentent plus des trois quarts de l'ensemble de la dette hypothécaire au Canada, et par conséquent, il est improbable qu'un modeste assouplissement déclenche un nouvel engouement pour les emprunts hypothécaires à taux variable.

F. iv) L'Iran et le pétrole

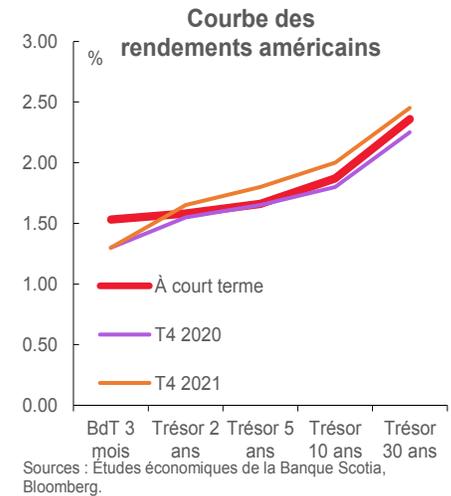
Puisque l'incertitude est toujours aussi forte, la hausse des cours du pétrole en raison des tensions entre les États-Unis et l'Iran modifie-t-elle la conjoncture pour la BdC? Pas pour l'instant. Il se pourrait que la conjoncture évolue, mais non d'une manière favorable aux perspectives, par rapport à l'imposition d'un risque de baisse supplémentaire sur l'ensemble de l'économie canadienne, ce qui renforcerait éventuellement un parti pris pour l'assouplissement. Plusieurs points militent en faveur de cet argument.

1. Jusqu'à maintenant, les variations des cours du WTI sont modestes (+8 \$ par rapport aux niveaux du début d'octobre, pour se contenter de revenir aux niveaux d'avril 2019). Le Brent connaît une conjoncture comparable, qui compte pour les projets de la côte est dont la production est destinée au nord-est américain, et puisque les cours sont revenus aux niveaux d'avril, ils ont monté de 10 \$ US par rapport à octobre. Le pétrole Western Canadian Select — quasi-indice pour le brut lourd albertain — a à peine bougé par comparaison.
2. Toute autre hausse substantielle des cours du pétrole devrait être soutenue. On ne sait pas vraiment si les prochaines étapes se répercuteront sur les cours du pétrole dans l'ensemble de notre horizon prévisionnel et, par le fait même, si les gains seraient transitoires ou durables. Par exemple, nul ne sait ce que l'avenir nous réserve; toutefois, à titre de rappel, la guerre du Golfe a relevé les cours du pétrole pendant moins de six mois.
3. Tout dépend de la nature du choc pétrolier potentiel. Un choc porté par la demande qui étaye les cours du pétrole dans une économie mondiale qui s'améliore sensiblement pourrait être constructif pour les perspectives canadiennes, puisque les régions productrices d'énergie en profiteraient, alors que l'amélioration de la conjoncture mondiale apporte une compensation favorable pour les régions qui consomment du pétrole plus cher (comme l'Ontario et le Québec).

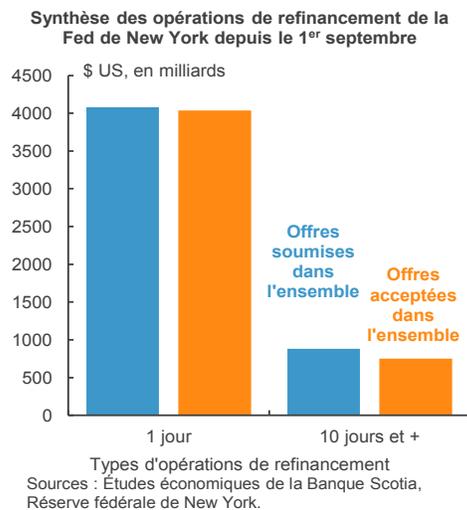
Or, un choc des cours du pétrole induit par les tensions au Moyen-Orient pourrait constituer davantage un choc sur l'offre grâce à des prix qui pourraient être avantageux pour l'Alberta et pour la côte est, en produisant par contre un choc négatif sur le centre du Canada, si la croissance mondiale ne se relève pas sensiblement. Fermer le canal de Suez, par exemple, ne serait guère favorable pour l'économie mondiale, et encore moins pour l'Ontario et le Québec, surtout si cette décision est accompagnée d'une revalorisation du dollar canadien en partie porté par le pétrole. Les ménages canadiens fortement endettés adoreraient sans aucun doute une hausse des frais de chauffage et d'essence; c'est donc, comme point de départ pour les finances, le moment où le choc se produit qui compte.

4. En outre, la capacité de l'Alberta à extraire le produit du sol et à le livrer sur le marché est tenue en laisse et par conséquent, les nouveaux gains des cours du pétrole constitueraient essentiellement un effet de prix qui aurait des répercussions relativement modestes sur les dépenses en immobilisations.

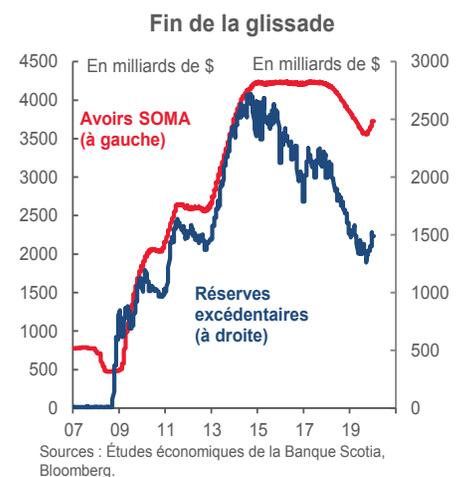
Graphique 18



Graphique 19



Graphique 20



2. LA RÉSERVE FÉDÉRALE : CONCILIANTE, MAIS IL NE FAUT SURTOUT PAS LE LUI DIRE!

La Réserve fédérale est probablement en pause prolongée, en raison du plus grand risque de nouvelles baisses de taux que de hausses de taux plus tard dans l'année. Dans nos prévisions, nous avons conservé une baisse de taux pour télégraphier nos inquiétudes à propos des risques pour les perspectives de l'inflation et de la croissance, ainsi que des risques plus vastes de la politique monétaire; or, si la Fed devait relancer ses mesures d'assouplissement, il est probable qu'elle le fasse au-delà de ce marqueur prévisionnel. Nous ne nous attendons pas à ce que des baisses de taux cessent sur notre horizon prévisionnel de 2020-2021. Pour éviter que le taux directeur réel monte et impose à l'économie américaine un durcissement de la conjoncture, les risques d'inflation pourraient réclamer des baisses de taux modestes. Le graphique 18 fait état de nos prévisions pour les courbes de rendements.

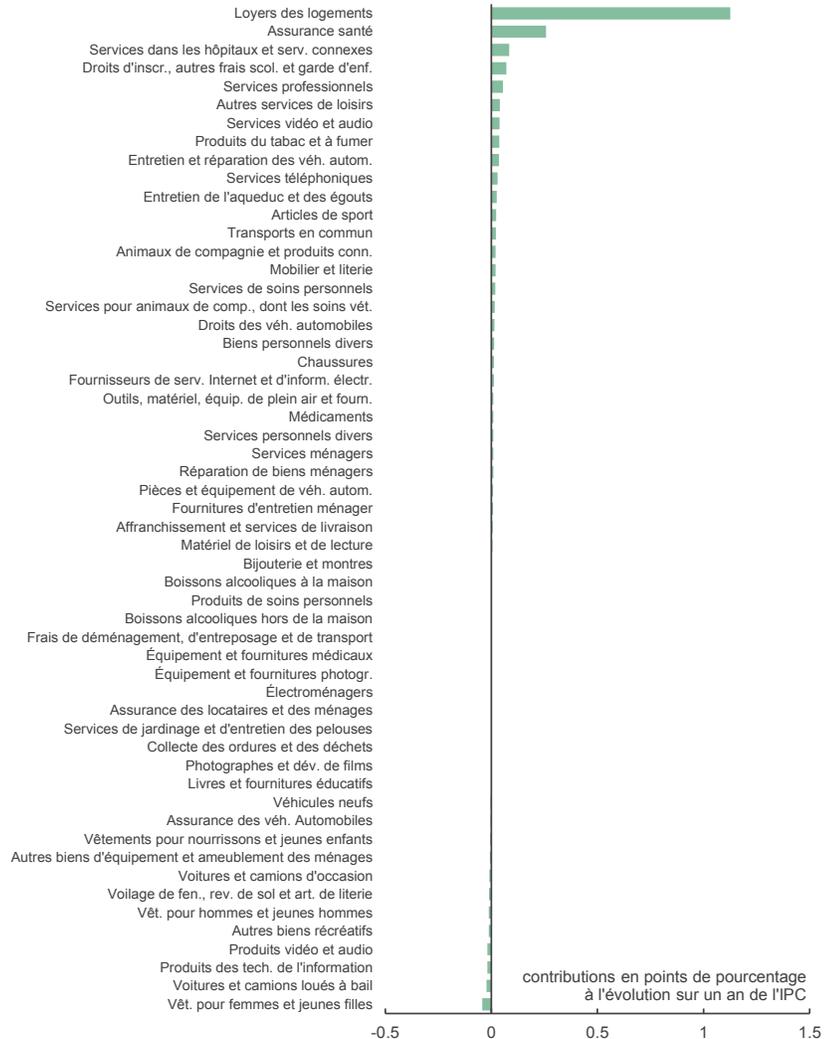
A. ADIEU ASSOUPLEMENT QUANTITATIF

Dans l'évaluation des risques pour les perspectives et des éventuelles et potentielles baisses de taux, le fait nouveau le plus important, à plus court terme, est la probabilité que dans quelques mois à peine, la Réserve fédérale aura probablement dénoué la compression de son bilan qu'elle a amorcée en 2018. À l'heure actuelle, les 4 170 milliards de dollars US d'actifs ont déjà permis de contrepasser environ 60 % de la baisse de la taille du bilan qui avait été induite en mettant fin aux rachats d'actifs. D'ici au printemps, il est probable que le bilan remontera à nouveau aux alentours de 4 500 milliards de dollars US. Les plans antérieurs de la Fed pour comprimer son bilan sont partiellement en lambeaux.

La Fed a gonflé son bilan essentiellement de deux façons et devrait continuer de le faire. Elle a entre autres fait appel au portefeuille du Compte du marché ouvert du système (SOMA), qui a monté de plus de 160 milliards de dollars US depuis octobre 2019. Pour ce faire, elle a racheté des bons du Trésor en se penchant sur les risques de liquidités qui planent sur les marchés. La Réserve fédérale de New York s'est engagée à poursuivre ces rachats « au moins jusqu'au deuxième trimestre » de 2020. Puis, la Fed a augmenté considérablement les accords de contrerachat à un jour et à terme, qui étaient également pensés pour répondre aux impératifs de financement (graphique 19).

Jusqu'à maintenant, nous ne pouvons pas dire que cette évolution du bilan a pour effet de relancer l'assouplissement quantitatif dans le cadre duquel la Fed avait mené des rachats non stérilisés de bons du Trésor, d'obligations d'organismes et de titres adossés à des créances hypothécaires, ainsi que de TIPS. Toutes les décisions récentes de la Fed ont consisté à augmenter le portefeuille d'instruments à plus court terme afin de réagir

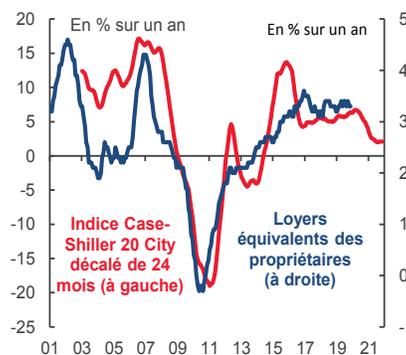
Graphique 21 Contributions pondérées de novembre à l'IPC de synthèse



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, BLS.

Graphique 22

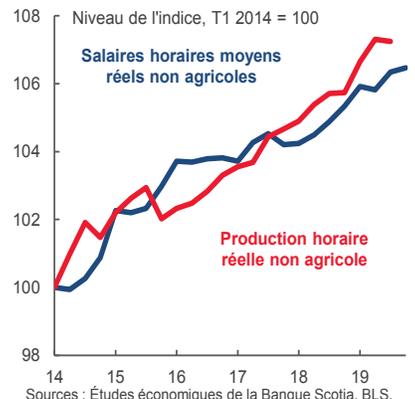
L'IPC fondamental américain pourrait affronter un risque de baisse



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

Graphique 23

Aux États-Unis, les salaires réels et la productivité concordent



aux risques de financement, notamment en haussant les réserves excédentaires amoindries (graphique 20).

Ces risques de financement ont été portés par la liquidité insuffisante du système financier en raison de différents facteurs complexes, plutôt qu'à cause de l'accusation du président Trump voulant que la Fed ait simplement mal géré son bilan. Dans le contexte de ces facteurs, la Fed s'était engagée — rétrospectivement — dans un rythme trop rapide de débouclage de son bilan. Pourquoi? D'abord parce que le ratio de couverture des liquidités n'avait pas été sensiblement mis à l'épreuve par la conjoncture nouvelle du marché et parce qu'on pourrait soutenir qu'il aurait mobilisé, dans son débouclage, une plus forte proportion d'actifs détenue dans des instruments liquides que ce que les marchés auraient pu absorber pendant les basculements du financement. D'autre part, le déficit budgétaire américain a augmenté de l'ordre de 1 700 milliards de dollars US depuis l'élection de 2016, et les trois quarts environ de cette hausse se sont produits depuis le projet de loi de dépenses de février 2018, et depuis les baisses d'impôts et la *Jobs Act* de janvier 2018. Et voilà pour les baisses d'impôts qui devaient s'autofinancer! L'obligation de financer les trimestrialités fiscales des entreprises a elle aussi augmenté par rapport à ces autres faits nouveaux.

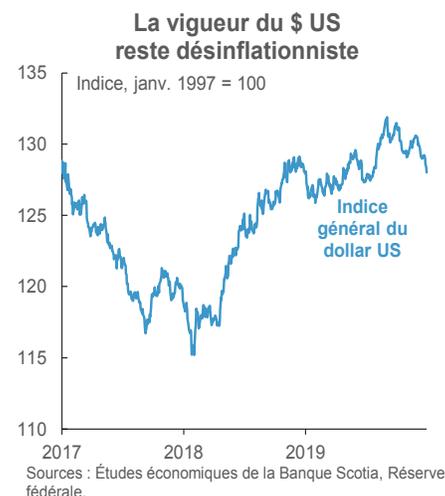
B. LES INCONVÉNIENTS DE L'INFLATION

Notre mise en garde relativement conciliante s'explique par l'inquiétude selon laquelle un risque de baisse renouvelé pour l'inflation pourrait surgir. Quatre raisons l'expliquent.

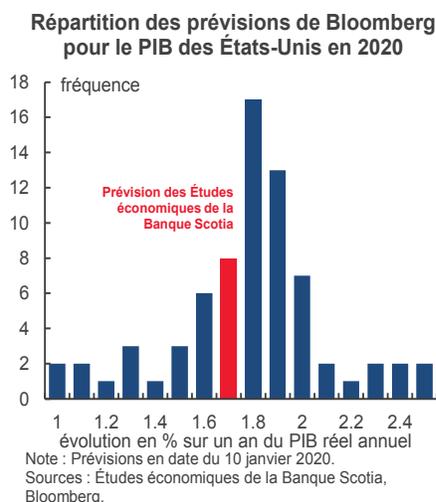
L'économie américaine tourne dans une conjoncture de demande globale excédentaire avec un écart de production positif. Nos prévisions de croissance (1,7 % en 2020 et 1,8 % en 2021) supposent que le PIB progresse plus lentement que le rythme de croissance potentiel estimé du FOMC (1,9 %), ce qui devrait réduire la demande excédentaire conjoncturelle et au moins plafonner le risque d'inflation dans la mesure dans laquelle la courbe de Phillips aujourd'hui plus plane évolue d'après le risque inflationniste.

Deuxièmement, le logement est le facteur dominant de l'inflation à l'heure actuelle; or, il est probablement appelé à évoluer. Le graphique 21 indique les contributions pondérées à l'inflation selon l'IPC dérivée des différents composants et du rôle dominant que jouent les frais de logement. La catégorie des « frais de logement » comprend les loyers des logements occupés par les locataires, mais surtout les loyers théoriques des logements occupés par les propriétaires. Ce dernier composant des loyers équivalents des propriétaires augmente de 3,3 % sur un an et représente le quart environ du panier de l'IPC. Comme l'indique le graphique 22, le refroidissement de l'inflation des prix des logements pourrait avoir des incidences baissières décalées sur les loyers équivalents des propriétaires dans l'IPC et, par le fait même, constituer une source importante de pression baissière sur l'inflation dans son ensemble.

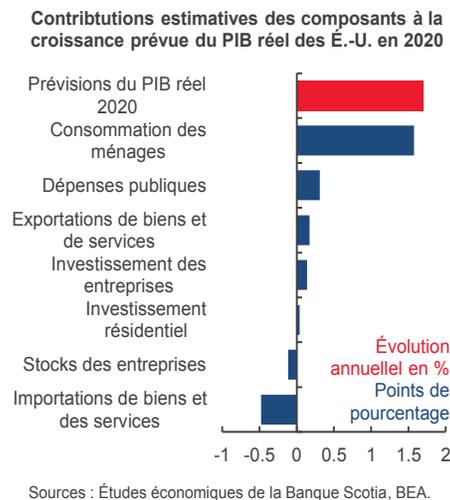
Graphique 24



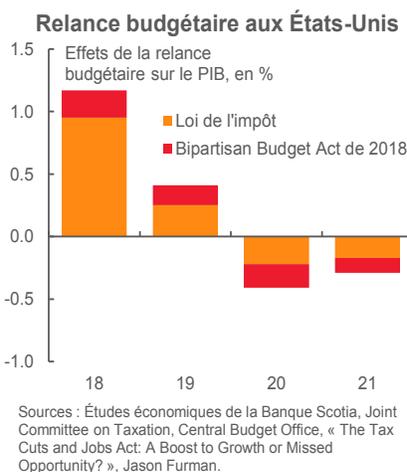
Graphique 25



Graphique 26



Graphique 27



Graphique 28



Troisièmement, si la croissance des salaires s'est accélérée au fil du temps pour atteindre un rythme de 3,1 % sur un an à l'heure actuelle, elle s'est légèrement ralentie par rapport au rythme établi au début de l'année écoulée. Surtout, pour qu'elle se traduise dans des types classiques de poussées des coûts dans les pressions salariales, il faudrait de meilleures preuves statistiques que la croissance des salaires réels (aujourd'hui inférieure à 1 %) dépasse la croissance de la productivité léthargique, ce que nous ne constatons pas (graphique 23).

Enfin, il faut tenir compte de l'impact du dollar US (graphique 24). À notre avis, les estimations des effets du dollar sur l'inflation, dont il était question dans [ce discours](#), restent valables. Chaque valorisation ou dévalorisation soutenue de 10 % dans l'ensemble de l'évolution du dollar US a pour effet de soustraire ou d'ajouter environ 0,5 % à l'inflation américaine dans les six mois; ce chiffre baisse pour s'établir à environ 0,25 % en l'espace d'une année. Malgré sa légère dévalorisation depuis septembre, le dollar reste en général légèrement plus ferme qu'il l'était au début de 2019 et s'est encore valorisé de plus de 10 % depuis le début de 2018. Il n'y a pas encore de valorisation suffisante pour porter un retournement inflationniste des incidences de la devise, ce qu'il faudra toutefois continuer de surveiller.

C. RISQUES POUR LA CROISSANCE

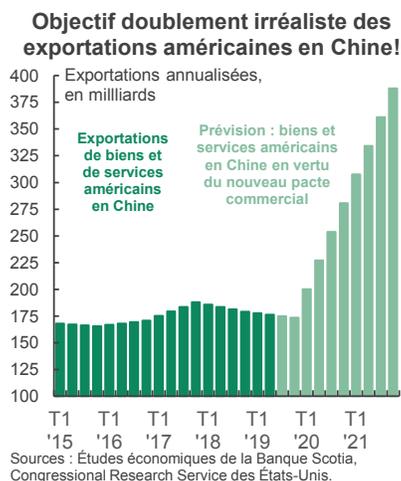
Selon les prévisions des Études économiques de la Banque Scotia, la croissance du PIB américain se déroulera à un rythme légèrement inférieur au consensus de Bloomberg. Nous croyons que l'économie croîtra de 1,7 % cette année et de 1,8 % l'an prochain. Dans le graphique 25, nous comparons nos prévisions au consensus pour la croissance en 2020. Le graphique 26 donne la ventilation des facteurs.

Si nos prévisions sont inférieures au consensus, c'est entre autres parce que nous prévoyons un fuitage d'importation considérable de l'activité, porté en partie par les effets de décalage de la vigueur du dollar dans son ensemble.

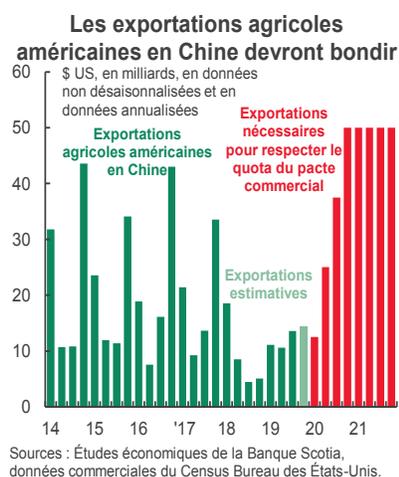
C'est aussi parce que les mesures de relance budgétaire sont en train de devenir un boulet financier. Le graphique 27 fait état des estimations d'un éminent économiste budgétaire sur l'impact de la facture de dépenses de 300 milliards de dollars US en février 2018 et des baisses d'impôts du mois précédent sur la croissance du PIB pour la période comprise entre 2018 et 2021. Les mesures de relance sortent de l'équation cette année. Il est très improbable que les baisses d'impôts 2.0 soumises au Congrès actuel — dans l'année électorale sans doute la plus divisée de mémoire récente — soient réalisées. Les partisans du durcissement budgétaire au Congrès, qui s'étaient prononcés en faveur des premières mesures de relance, seront probablement plus ébranlés par l'échec prévisible des promesses d'autofinancement. Malgré cette propension à dépenser, la politique partisane exclut toute autre mesure de relance budgétaire dans une année électorale (hormis le déclenchement d'une guerre).

Le graphique 28 démontre que même si on a réalisé une trêve relative pour les risques de la politique commerciale, les effets de deuxième cycle des guerres commerciales pèseront probablement sur la croissance du PIB. Le dérèglement dans l'ensemble des chaînes logistiques porte la pression haussière sur les stocks par rapport aux ventes, puisque le ratio se remet à évoluer dans le sens des pics cycliques, ce qui est une mauvaise nouvelle pour la production et pour l'emploi. Cette évolution s'explique en partie, mais non en totalité, par les déboires du 737 Max de Boeing, qui soustrairont, selon nos estimations, une part considérable de la croissance du PIB au moins au début de 2020.

Graphique 29



Graphique 30



Graphique 31



Nous concluons cet article dans les graphiques 29 à 31 parce qu'on ne peut pas faire abstraction de la politique commerciale dans un exposé sur les risques pour les marchés et pour la politique de la Fed. En 2019, nous avons sous-estimé l'envergure des risques pour la politique commerciale et leurs incidences sur le ralentissement de la croissance de l'économie mondiale. Il est toujours prudent de pencher en faveur de tensions commerciales prolongées, malgré l'armistice actuel. L'accord commercial sino-américain de la « phase 1 » impose à la Chine des objectifs irréalisables dans l'achat des biens et des services américains dans leur ensemble. Il en va de même pour la partie de l'accord consacrée aux produits agricoles. On ne sait pas si la Chine a donné son accord pour profiter d'un allègement tarifaire partiel et si elle a pris un coup d'avance sur Trump dans le processus, ou si ce dernier a placé la Chine sur la voie de l'échec et pris une autre longueur d'avance dans les mesures protectionnistes alors que les efforts d'application de l'accord sont voués à l'échec. Les incidences décalées de la vigueur du dollar sur le déficit du compte courant renchérisent le scepticisme voulant que le déficit commercial américain baisse durablement en flèche comme il l'a fait récemment.

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

	2019		2020				2021			
	(fin de trimestre, en %)									
Canada	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	
Taux cible à un jour de la BdC	1,75	1,50	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	
Taux de base	3,95	3,70	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	
Bons du Trésor à trois mois	1,66	1,55	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,30	
Obligations du Canada à deux ans	1,69	1,50	1,35	1,30	1,35	1,40	1,45	1,45	1,50	
Obligations du Canada à cinq ans	1,68	1,45	1,35	1,35	1,40	1,45	1,50	1,55	1,60	
Obligations du Canada à dix ans	1,70	1,55	1,45	1,50	1,50	1,55	1,60	1,70	1,75	
Obligations du Canada à 30 ans	1,76	1,65	1,60	1,65	1,75	1,80	1,85	1,95	2,00	
États-Unis	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	
Taux cible des fonds fédéraux	1,75	1,75	1,75	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	
Taux de base	4,75	4,75	4,75	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	
Bons du Trésor à trois mois	1,51	1,55	1,55	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	
Bons du Trésor à deux ans	1,57	1,60	1,55	1,50	1,55	1,60	1,65	1,65	1,65	
Bons du Trésor à cinq ans	1,69	1,65	1,60	1,60	1,65	1,70	1,75	1,80	1,80	
Bons du Trésor à dix ans	1,92	1,80	1,75	1,75	1,80	1,85	1,90	1,95	2,00	
Bons du Trésor à 30 ans	2,39	2,25	2,15	2,20	2,25	2,30	2,35	2,40	2,45	

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Mexique

2020 : DES PERSPECTIVES TERNES

- Après la disette de 2019, on s'attend à une croissance modeste en 2020, puisque les chocs négatifs de l'année écoulée sont absorbés. Pour rehausser la croissance, il faudra que la confiance des consommateurs et des entreprises s'améliore considérablement.
- Les perspectives d'investissement restent généralement difficiles : la piètre sécurité dans certaines régions, de concert avec les changements intervenus dans la politique énergétique, fait souffler des vents contraires sur le climat de l'investissement, qui serait normalement plus favorable, puisqu'il semble que l'on soit prêt à ratifier l'AÉUMC.
- La situation budgétaire reste riche de défis en raison de la faible croissance et du soutien apporté par l'État à la Pemex. Pour respecter les objectifs budgétaires, il se pourrait qu'on doive abaisser encore les dépenses : les agences de notation du crédit seront attentives à l'exécution du budget.
- L'inflation se réduit, ce qui ouvre la porte à certaines réductions du taux d'intérêt directeur, ce qui pourrait apporter un répit limité; on s'attend à une autre baisse de 25 points de base sous peu.
- Dans ce contexte, nous nous attendons à une légère augmentation de la croissance du PIB, qui devrait progresser de 0,1 % en 2020. On s'attend à ce que les ménages restent très prudents dans leurs dépenses.

UNE CONJONCTURE COMPLEXE EN 2020

La nouvelle année marque le début d'une nouvelle décennie, ce qui permet généralement de se fixer de nouveaux objectifs et de savoir si le parcours suivi est bien celui que l'on souhaite. Pour l'économie mexicaine, 2020 sera une année décisive, et les perspectives restent riches de défis.

En 2019, une combinaison malsaine de facteurs a suscité une vive incertitude, en paralysant la croissance : dans de nombreux secteurs, l'activité s'est contractée, l'investissement a fléchi et la consommation des ménages a été timide.

La plupart des facteurs qui freinent la croissance semblent appartenir au passé, ce qui permet d'entrevoir une reprise de la croissance en 2020. L'angoisse produite par les heurts commerciaux entre les États-Unis et la Chine ou par un éventuel Brexit chaotique s'est amoindrie dans la foulée des faits les plus récents. La conclusion de l'AÉUMC vient éliminer un facteur décisif qui expliquait la forte incertitude, même si cet accord doit toujours être ratifié par le Sénat américain. Le Mexique devrait maintenant avoir tourné la page sur l'inquiétude naturelle causée par le changement de gouvernement et par la courbe d'apprentissage des nouveaux élus, ce qui ne devrait plus peser sur l'économie. L'inflation a baissé pour atteindre la cible officielle, ce qui donne à la Banco de México une certaine marge pour réduire les taux d'intérêt. Le peso mexicain (MXN) s'est fortifié pour atteindre des niveaux inférieurs à 19 MXN/USD, ce qui laisse entendre que les investisseurs financiers internationaux perçoivent un risque moindre. Les ventes au détail ont continué de progresser à des rythmes réels positifs et les versements continuent d'augmenter.

À terme, les perspectives paraissent moins stressantes, sans toutefois être débarrassées des inquiétudes, puisque certains facteurs continueront d'être une source d'incertitude, qui

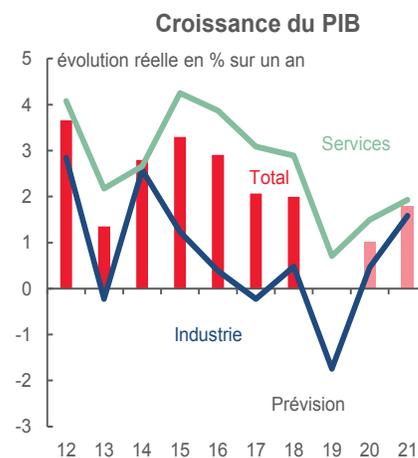
RENSEIGNEMENTS

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

Mexique	2018	2019e	2020p	2021p
PIB réel (évolution annuelle en %)	2,1	0,0	1,0	1,8
IPC (% sur un an, fp)	4,8	2,8	3,8	3,7
Taux directeur banque centrale (% , fp)	8,25	7,25	7,00	7,00
Peso mexicain (USDMXN, fp)	19,65	18,85	20,52	21,21

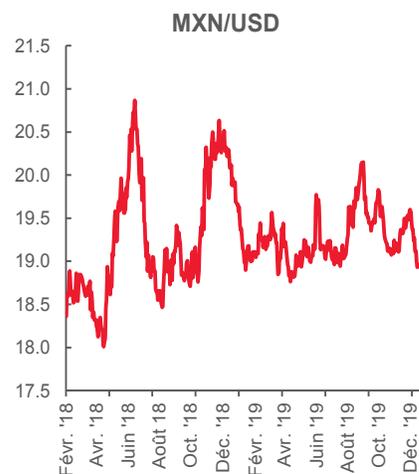
Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, INEGI.

Graphique 2



Source : Études économiques de la Banque Scotia.

freinera l'environnement économique. À l'étranger, la conjoncture politique américaine reste compliquée : l'opinion publique polarisée est empêtrée dans le processus de destitution du président Trump et dans la présidentielle de 2020. Il ne faudrait pas oublier à quel point les menaces proférées à l'endroit du Mexique ont apporté des bienfaits politiques au président Trump, et ce scénario pourrait se répéter.

En deçà des frontières du Mexique, d'autres motifs de préoccupation pèseront sur l'économie. Si la demande reprend dans l'ensemble, la croissance économique pourrait s'accélérer; or, on ne sait toujours pas si les entreprises réactiveront leurs projets d'investissement et si les ménages recommenceront à dépenser. Pour que l'investissement privé s'améliore, les niveaux de confiance doivent monter, ce qui dépend de différents enjeux, par exemple la consolidation de la prépondérance du droit et l'accroissement de la perception de sécurité. Il est particulièrement important de faire basculer l'équilibre entre les perspectives et les risques en faveur des perspectives. Les changements qui se déroulent dans le secteur de l'énergie constituent l'un des obstacles qui se dressent contre cette évolution selon l'opinion : dans ce secteur, les mesures adoptées par l'État bloquent ou restreignent la participation du secteur privé. On ne sait pas non plus si l'AÉUMC final suffira à ranimer des investissements massifs.

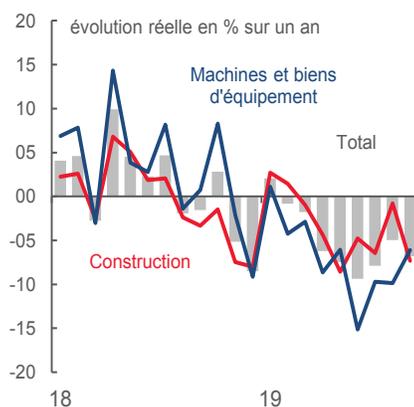
Sur le front macroéconomique, la rigueur budgétaire pourrait constituer un enjeu, puisque la léthargie de la croissance économique endigue les recettes fiscales et pourrait fragiliser les objectifs budgétaires. Le rendement de la Pemex sera décisif : si l'entreprise n'arrive pas à respecter l'ambitieux plan de production qu'elle a adopté, les résultats financiers ne seront pas au rendez-vous, et elle devra faire une nouvelle fois appel au gouvernement fédéral, ce qui affaiblira la situation budgétaire. Si le plan décroche, les notes de crédit du Mexique pourraient de nouveau être abaissées, ce qui pèserait sur les marchés financiers et sur le MXN.

L'inflation devrait augmenter un peu après avoir atteint un creux en 2019, puisque certains chocs favorables qui ont fait baisser l'inflation se dissipent; toutefois, l'inflation devrait continuer d'évoluer dans la fourchette définie par la Banco de México. On ne sait toujours pas si la récente hausse de 20 % des salaires minimums aura un impact perceptible sur l'inflation, puisque les entreprises dont les marges bénéficiaires ne sont pas assez importantes pour absorber une hausse des salaires supérieure à la croissance de la productivité pourraient tâcher de répercuter cette hausse sur leurs prix; ou encore, ces hausses pourraient donner lieu à une baisse de l'emploi ou à une hausse de la clandestinité. On s'attend à un relèvement de l'inflation sur un an pendant le premier semestre de 2020.

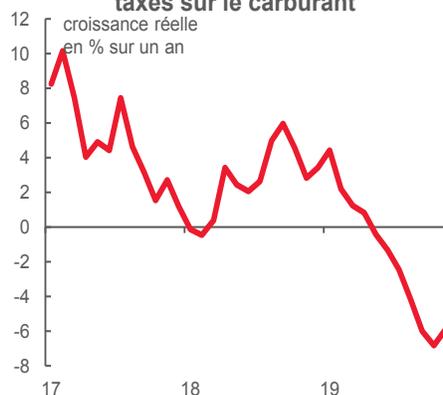
La politique monétaire devrait être tributaire des statistiques. On s'attend à une autre baisse de 25 points de base du taux d'intérêt directeur dans le premier trimestre; puis, ce taux restera fixé à 7,0 % jusqu'à la fin de l'année. Les autres baisses dépendront du rendement de l'inflation et des taux de change.

Dans ce contexte, on s'attend à ce que le PIB progresse de 1,0 % en 2020. L'investissement devrait se contracter encore, puisque les entreprises restent sceptiques et prudentes alors que la consommation des ménages devrait progresser un peu plus rapidement, mais à un rythme anémique.

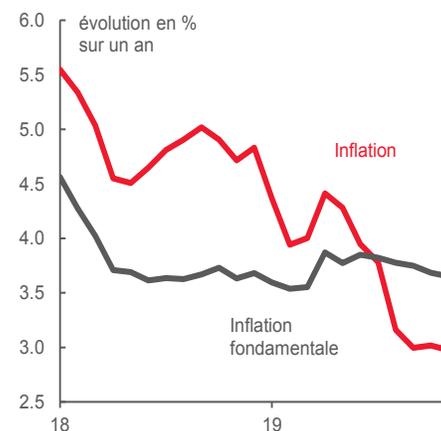
Enfin, la vive incertitude plombe toujours les perspectives; il se peut que la croissance soit meilleure qu'attendu, malgré le parti pris plus pertinent pour une baisse.

Graphique 3
Investissement fixe brut


Sources : Études économiques de la Banque Scotia, INEGI.

Graphique 4
Recettes fiscales, sauf les taxes sur le carburant


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

Graphique 5
Inflation


Sources : Études économiques de la Banque Scotia, INEGI.

Brésil

- À la fin de 2019, les indices manufacturiers PMI et les indicateurs de la confiance industrielle ont laissé entrevoir des lueurs d'espoir pour la croissance en 2020. La croissance toujours timorée et l'inflation discrète confortent les paramètres de la politique monétaire très conciliante de la Banque centrale du Brésil (BCB); en revanche, en raison des taux statistiquement faibles, le BRL est vulnérable, comme nous l'avons constaté au T3 et au T4 de 2019. À notre avis, la pression qui pèse sur le BRL obligera la BCB à entamer un cycle de relèvement des taux.
- Le gouvernement Bolsonaro a mené une réforme des régimes de retraite en quelque sorte plus vigoureuse que celle à laquelle nous nous attendions, ce qui constitue à notre avis un excellent point de départ pour des efforts de consolidation budgétaire. Le gouvernement doit aujourd'hui réaliser une importante réforme des dépenses publiques et de la fiscalité.
- Le Brésil a besoin de réformes pour relancer la croissance, en plus de continuer d'ouvrir les portes de son économie. S'il n'y a pas de progrès sous cet angle, de concert avec la hausse attendue des taux d'investissement que ces progrès apporteraient, le PIB potentiel du Brésil continuerait probablement de graviter aux alentours de 2 %.

L'ANNÉE 2020 SE DÉROULERA-T-ELLE SOUS DE MEILLEURS HOSPICES DU POINT DE VUE STATISTIQUE?

Il y a longtemps que les prévisions de croissance du Brésil n'avaient pas été révisées à la hausse. C'est précisément ce que nous avons constaté alors que 2019 tirait à sa fin. Dans son compte rendu de décembre, la BCB a rehaussé ses prévisions du PIB de 2019 pour les porter de 0,9 % à 1,2 %, en relevant de 1,8 % à 2,2 % celles de 2020. Pour ce qui est de l'inflation, la BCB s'attend à ce qu'elle augmente de 3,6 % en 2020 selon l'IPCA. Ces prévisions cadrent essentiellement avec la dernière enquête statistique menée par Bloomberg auprès des économistes du secteur privé : croissance de 1,1 % en 2019 et de 2,3 % en 2020 et inflation de 3,7 % en 2020. Nous avons nous aussi révisé nos prévisions à la hausse pour la croissance et à la baisse pour l'inflation : pour 2019, nous nous attendons à ce que la croissance soit légèrement supérieure à 1,1 %, et pour 2020, nous entrevoyons une accélération de 100 points de base de la croissance. Du point de vue de l'inflation, nous pensons qu'elle sera proche de 3,3 % en 2019, pour ressortir à une moyenne de 4,0 %-4,2 % en 2020. Toutefois, les risques de nos prévisions inflationnistes continuent d'être orientés en hausse : le taux Selic (ainsi que toute la courbe des rendements) atteint des creux statistiques, ce qui rend le BRL très vulnérable.

Au nombre des facteurs qui expliquent la révision à la hausse de la croissance, on relève la progression des indices manufacturiers PMI pour novembre (désormais de l'ordre de 52-53), la résilience de l'indice PMI des services (aux alentours de 51), le relèvement considérable des données sur les ventes au détail (+4,2 % sur un an en octobre), ainsi que l'amélioration des indices de la confiance industrielle (désormais de l'ordre de 64, ce qui est nettement supérieur aux relevés de moins de 40 que nous avons constatés au point le plus creux du repli économique en 2015). Il faut noter que tout ce que laissent entendre les perspectives de croissance plus prometteuses, c'est un retour au taux de croissance potentiel modeste de ce pays, soit environ 2 %.

2020 S'AMORCE AVEC UNE RÉFORME FISCALE EN POINT DE MIRE

Le régime fiscal du Brésil est si complexe qu'un [avocat de ce pays a décidé d'imprimer tout le code fiscal, ce qui a donné un document qui pèse huit tonnes](#). Le fastidieux code fiscal du pays coûte très cher. Selon le rapport « Doing Business » de la Banque mondiale, dans l'ensemble, le Brésil est très mal noté pour sa compétitivité, puisqu'il se classe au 124^e rang sur la planète du point de vue de la qualité de sa conjoncture économique. Son régime fiscal est l'un des maillons faibles de la chaîne, puisque le Brésil se classe au 184^e rang parmi 190 économies. Le système byzantin d'imposition et de contribution de ce pays intervient en moyenne pour 65 % des bénéfices des entreprises, qui doivent consacrer une moyenne de 1 500 heures pour s'acquitter de leurs

RENSEIGNEMENTS

Eduardo Suárez, VP, Études économiques, Amérique latine

52.55.9179.5174 (Mexique)

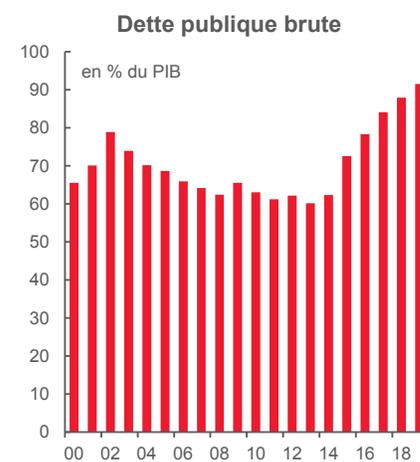
Études économiques de la Banque Scotia

eduardo.suarez@scotiabank.com

Brésil	2018	2019e	2020p	2021p
PIB réel (évolution annuelle en %)	1,3	1,1	2,1	2,1
IPC (% sur un an, fp)	3,8	3,3	4,2	4,1
Taux directeur banque centrale (% , fp)	6,50	4,50	6,00	7,00
Réal brésilien (USDBRL, fp)	3,88	4,09	4,18	4,30

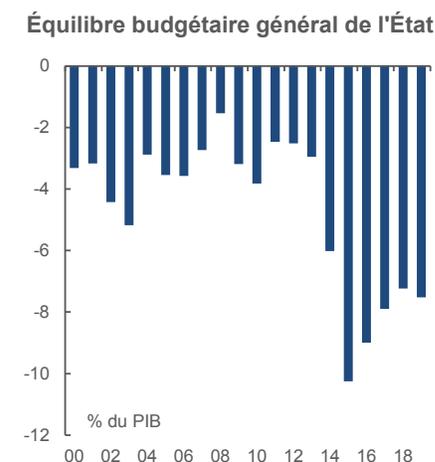
Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, FMI.

Graphique 2



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, FMI.

obligations fiscales. La consolidation budgétaire pourrait elle aussi constituer l'un des facteurs qui permettront d'améliorer le potentiel de croissance du pays (comme nous le verrons plus loin). [Une étude menée par le FMI nous apprend que comme dans la plupart des pays de l'Amérique latine](#), les dépenses publiques du Brésil sont très inefficaces. Un moyen de relever la croissance pourrait consister à réduire la très grande part de l'État dans l'économie (les dépenses publiques représentent plus de 38 % du PIB — ce qui contraste avec une grande partie de la région, dans laquelle l'État intervient pour le quart environ du PIB), en confiant plus de ressources aux acteurs du secteur privé.

La pérennité budgétaire est elle aussi un enjeu. Toutes les grandes agences de notation attribuent au Brésil la note de titre spéculatif (Ba2 pour Moody's, BB- pour S&P et BB- pour Fitch), et pour reconquérir le titre de qualité investissement, il y aura énormément de travail à accomplir aussi bien pour les revenus que pour les dépenses dans les comptes budgétaires. Sous la force de l'inertie, la dette brute pourrait être supérieure à 95 % du PIB au milieu des années 2020. La réforme des régimes de retraite de 2019 était opportune, et l'on s'attendait à ce qu'elle permette de stabiliser les dépenses consacrées à la retraite, en plus de gagner environ 10 points de pourcentage sur les dépenses des 10 prochaines années. Toutefois, selon les estimations de l'article IV du FMI, ce gain ne représente que le tiers environ du total du redressement qu'il faut apporter pour respecter les cibles budgétaires à moyen terme. En outre, puisque la dette publique brute se situe essentiellement à 90 % du PIB, que la dette a une durée moyenne courte de quatre ans et que les rendements sont actuellement inférieurs à leur niveau à l'état stable, un rebond de la courbe des rendements pourrait accaparer une plus grande marge de manœuvre budgétaire que ce que la réforme des régimes de pension a permis de dégager. D'après nos estimations, les paramètres actuels de la politique monétaire prévoient 200 points de base du point de vue conciliant au niveau de la croissance potentielle (à laquelle nous nous attendons en 2020), et le tronçon à 10 ans de la courbe devrait accuser un écart d'au moins 550-650 points de base des bons du Trésor américain à 10 ans.

SI L'INVESTISSEMENT NE PROGRESSE PAS, LA CROISSANCE POURRAIT RESTER FAMÉLIQUE

Comme nous l'avons vu, l'année 2020 s'amorce sur une note un peu plus optimiste du point de vue de la croissance; or, nous précisons que le Brésil n'a inscrit que dans un seul trimestre un taux de croissance supérieur à 2 % sur un an (T4 de 2017) depuis 2014 et que les vieux jours de gloire des BRICS paraissent révolus depuis longtemps. Si le rythme des investissements du Brésil n'augmente pas considérablement, nos estimations laissent entendre que le taux de croissance potentielle sera de l'ordre de 1,5 %-2,5 %, ce qui correspond aussi aux estimations de l'État. Parmi les six grandes puissances économiques des pays d'Amérique latine, le rythme moyen des investissements du Brésil depuis 2000, soit 18,5 % du PIB, dépasse seulement celui de l'Argentine (17,3 %) et s'inscrit à 3-5 points de pourcentage de moins que les moyennes relevées dans les pays de l'Alliance du Pacifique. Comment relancer la croissance?

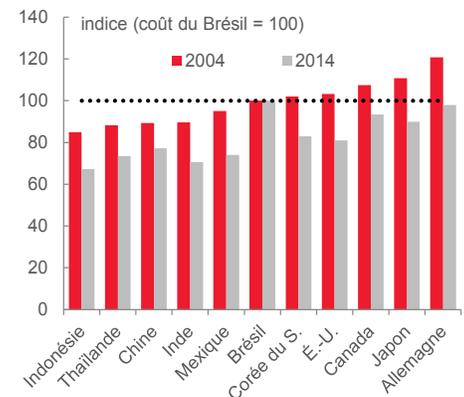
Le Brésil fait partie des grandes économies les plus fermées dans le monde. Au début du ralentissement en 2014 (qui fait toujours sentir ses effets), la hausse du coût de l'activité manufacturière du Brésil a été supérieure aux 25 grands pays manufacturiers dans le monde sauf trois (puisque cette hausse n'a été supérieure qu'en Autriche, en France et en Suisse). Depuis l'affaiblissement de 2014, au cours duquel la production manufacturière du Brésil a décroché d'environ 15 % par rapport à son sommet, ce pays n'a pas réussi à remonter au-delà des niveaux de production de 2005. Le problème pourrait s'expliquer comme suit : dans une économie aussi fermée que celle du Brésil, il n'y a pas assez de concurrence pour enrayer la hausse des coûts par rapport à ce qui se produit ailleurs dans le monde. Ce poids porté par les coûts pourrait entre autres expliquer l'affaiblissement : en ouvrant l'économie, on pourrait enrayer les hausses de coût.

D'après l'enquête statistique « Doing Business » de la Banque mondiale, le Brésil se classe au 124^e rang parmi 190 pays pour ce qui est du coût d'exploitation des entreprises. Pour faciliter la tâche des chefs d'entreprises et pour relancer l'investissement, il faut adopter un très ambitieux programme de réformes. Selon l'indice de la Banque mondiale, le Brésil se rapproche à peine de la première tranche de 30 % des économies les plus concurrentielles pour ce qui est de la protection des investisseurs minoritaires (61^e rang), de l'application des contrats (58^e rang) et du règlement des problèmes d'insolvabilité (77^e rang). Hors de ces trois catégories, le Brésil a tendance à se rapprocher de la dernière tranche de 30 %.

LES MARCHÉS BRÉSILIENS : 2020 SERA-T-ELLE PLUS DIFFICILE ?

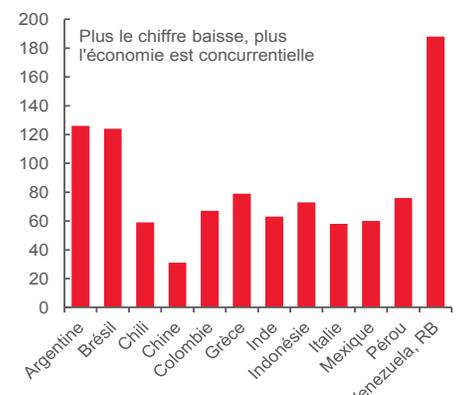
Hormis les facteurs mondiaux, nous croyons qu'un certain nombre d'enjeux de l'économie intérieure contribueront à des mouvements de marché autoportés, ainsi qu'à l'accroissement du niveau de vulnérabilité aux chocs externes. Les paramètres de taux statistiquement faibles de la BCB dont essentiels parmi ces facteurs. (L'actuel taux Selic de 4,5 % est le plus faible dans les annales, et représente moins de la moitié de la moyenne de 10 % depuis 2010.) Nos estimations laissent entendre que le « taux réel neutre » du Brésil est de l'ordre de 3,5 %; autrement dit, puisque l'IPCA s'inscrit à 3,3 %, les paramètres du taux directeur penchent nettement du côté de la conciliation (environ 200 points de base). Du point de vue de son ratio de risque de financement, le BRL est aujourd'hui plus léthargique que l'ARS, le COP, le MXN et le CLP dans cette région; autrement dit, sa liquidité (le BRL talonne le MXN dans les pays de l'Amérique latine) et son coût relativement faible de financement rendent le BRL vulnérable aux chocs du dérisquage.

Graphique 3
Coûts de l'activité manufacturière



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Boston Consulting Group.

Graphique 4
Rang pour les frais d'exploitation



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

Colombie

LA DEMANDE INTÉRIEURE TOUJOURS AUSSI VIGOUREUSE; LE MÉCONTENTEMENT SOCIAL EST ENDIGUÉ JUSQU'À MAINTENANT

- En 2019, l'économie de la Colombie a surclassé celle des principaux pays comparables de l'Amérique latine, en raison de la conjoncture idiosyncrasique, qui a fortifié la demande intérieure. En 2020, la croissance du PIB devrait rester solide, puisque nos prévisions continuent de s'établir à 3,6 % (soit le même niveau que celui qui est prévu pour 2021); toutefois, l'incertitude externe et le mécontentement social dans ce pays représentent des risques de baisse.
- Les effets de la conversion des monnaies ont été faibles comme d'habitude, et les chocs temporaires de l'offre, qui se sont répercutés sur l'inflation de synthèse, sont sur le point de se dissiper. En 2020, l'inflation selon l'IPC devrait converger vers la cible de la banque centrale (3 %) et se maintenir à ce niveau en 2021, s'il n'y a pas d'autres chocs.
- En 2020 la BanRep rajustera probablement son taux directeur à un niveau neutre. Nous prévoyons une hausse de taux de 25 points de base au S1 de 2020, puisque l'écart de production se referme, que l'inflation selon l'IPC converge vers la cible (3 %) et que le déficit du compte courant se creuse.
- Les meneurs des manifestations sociales ne réclament pas de changement dans le statu quo. La politique budgétaire est dans la mire, puisque les négociations visant à mettre fin aux manifestations ont laissé entendre que le gouvernement devait faire certaines concessions et engager des dépenses supplémentaires.

L'activité économique de la Colombie continue de surclasser celle des pays comparables de l'Amérique latine, en raison de la forte reprise de la demande intérieure, de l'inflation relativement stable dans la moitié supérieure de la fourchette cible et d'une période prolongée de taux d'intérêt faibles. L'investissement a profité de la *Loi de financement de 2018* et du programme des infrastructures de la 4G, alors que la consommation des ménages s'est accélérée en partie grâce à un choc de la demande sur les biens périssables, attribuable à la migration vénézuélienne. En 2020, la migration vénézuélienne et le programme 4G continueront de rehausser la demande intérieure, et une modération des importations devrait améliorer la balance commerciale externe dans le PIB.

Les manifestations qui se sont déroulées en novembre en Colombie ont démontré que ce pays n'est pas à l'abri de l'agitation politique régionale et sont venues ajouter, à la reprise intérieure, certains risques de baisse qui n'existaient pas en octobre. Bien qu'il n'y ait toujours pas de statistiques officielles pour le T4 de 2019, les calculs préliminaires nous amènent à prévoir un impact plutôt modéré des manifestations de novembre; toutefois, si les manifestations se poursuivent, nous affectons un risque de baisse aux décisions d'investissement des ménages. Dans l'ensemble, notre scénario de base continue de laisser entrevoir une croissance légèrement supérieure en 2020 par rapport à 2019, même si l'incertitude externe et les tensions sociales et politiques locales représentent des risques de baisse. Dans un cas comme dans l'autre, ces risques peuvent exacerber les doubles déficits déjà élevés. Il est utile de signaler que la politique budgétaire est dans la mire, puisqu'elle est déjà tendue et que l'agitation sociale pourrait conduire à une certaine détérioration budgétaire. Enfin, du point de la politique monétaire, nous nous attendons toujours à ce que la BanRep reste en pause dans un proche avenir, alors que le relèvement temporaire de l'inflation de synthèse se dissipera probablement au S1 de 2020.

LA REPRISE ÉCONOMIQUE RESTE VIGOUREUSE, MÊME SI LES RISQUES BASCULENT À LA BAISSÉ

Le PIB de la Colombie depuis le début de l'année jusqu'au T3 de 2019 permet de constater que la croissance de la demande intérieure continue d'être vigoureuse. La demande intérieure a crû

RENSEIGNEMENTS

Sergio Olarte, économiste principal

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

Jackeline Piraján, économiste

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

Colombie	2018	2019e	2020p	2021p
PIB réel (évolution annuelle en %)	2,6	3,2	3,6	3,6
IPC (% sur un an, fp)	3,2	3,8	3,3	3,1
Taux directeur banque centrale (% , fp)	4,25	4,25	4,50	4,75
Peso colombien (USDCOP, fp)	3 254	3 287	3 250	3 180

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

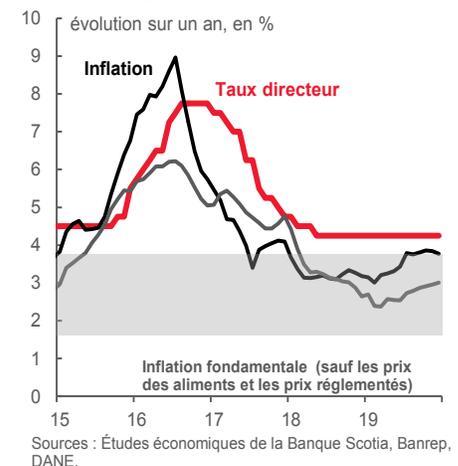
Graphique 1

PIB et demande intérieure



Graphique 2

Taux directeur et inflation

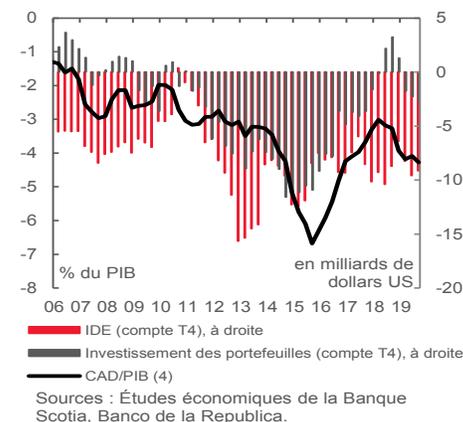
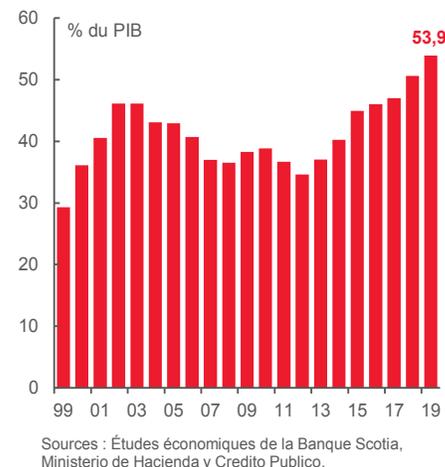


de 4,5 % sur un an jusqu'en septembre, ce qui est nettement supérieur à la croissance du PIB (3,2 % sur un an). Le déficit commercial a continué de se creuser en raison de la stagnation des exportations et de la vigueur des importations de biens d'équipement. La vigueur des importations de biens d'équipement illustre la reprise de l'investissement et est l'une des raisons pour lesquelles la demande intérieure a surclassé la croissance du PIB. Les importations de biens d'équipement ont augmenté de 8,3 % sur un an, et l'investissement a repris (+4,6 % sur un an depuis le début de l'année jusqu'au T3 de 2019). Pour ce qui est de l'offre, les secteurs de services continuent de mener la croissance en 2019, alors que la construction, en particulier la construction de bâtiments, est le seul secteur de l'économie à inscrire des baisses annuelles (-7,9 % sur un an depuis le début de l'année jusqu'au T3 de 2019). Il est utile de signaler que la reprise de l'activité économique ne paraît pas dans la dynamique du marché du travail : le chômage reste supérieur à 10 %. La migration vénézuélienne pourrait expliquer en partie le taux de chômage élevé (choc de l'offre); or, cette migration n'explique pas tout. L'accroissement de l'automatisation et le changement structurel de l'économie, davantage fondée sur les services et moins prépondérante en main-d'œuvre, ont aussi une incidence sur la demande de travailleurs.

Les services financiers et le commerce ont progressé de plus de 4 %. Les indicateurs concomitants d'octobre, par exemple les ventes au détail, l'activité manufacturière, la demande d'énergie et la production pétrolière, entre autres, laissent entrevoir une demande intérieure toujours aussi vigoureuse au T4 de 2019. Ceci dit, les manifestations qui se sont étendues à l'ensemble du pays en novembre pourraient se répercuter sur le PIB du T4 de 2019. Les calculs préliminaires indiquent que les manifestations (surtout celles du 21 et du 22 novembre 2019) pourraient rogner environ 0,07 point de PIB en données nominales, ce qui, même s'il s'agit d'une baisse légère, fait effectivement basculer les risques à la baisse. En outre, la léthargie de la demande mondiale représente également un parti pris baissier dans nos projections de l'activité économique, surtout pour 2020-2021.

L'inflation continue de frôler le plafond de la fourchette cible de la BanRep en raison du choc temporaire sur l'offre dans les prix des aliments et d'un léger effet de conversion des monnaies. En fait, l'inflation de synthèse a terminé 2019 à 3,8 %, alors que l'inflation fondamentale (en excluant les prix des aliments et les prix réglementés) reste proche de 3 %, même si elle suit une tendance légèrement positive depuis mars. L'effet de base dans les produits alimentaires devrait commencer à se dissiper dès janvier 2020. À court terme, la hausse de l'effet de conversion des devises, en raison d'une dévalorisation moyenne de 11,6 % en 2019, représente le seul risque de hausse, à l'heure actuelle, pour l'inflation de synthèse. Toutefois, puisque nous prévoyons une légère valorisation cette année, nous croyons que l'inflation de synthèse convergera vers la cible de la banque centrale (3 %) d'ici le S2 de 2020. Au-delà de 2020, nous n'entrevoions pas de chocs; par conséquent, puisque l'écart de production se referme, l'inflation devrait continuer, en 2021, de frôler les 3 %. Le personnel et certains membres du conseil de la BanRep ont fait expressément savoir qu'ils préfèrent maintenir plus longtemps le taux directeur au niveau légèrement expansionniste actuel (4,25 %). La hausse de l'inflation de synthèse temporaire n'a pas modifié les attentes inflationnistes jusqu'à maintenant, alors que la reprise de l'activité économique, même si elle est plus vigoureuse que celle à laquelle s'attendait la BanRep, est toujours inférieure à la croissance de la production potentielle. Le personnel de la banque centrale a fait savoir que selon ses modèles, la normalisation du taux directeur (en fonction d'un taux réel neutre de 1,4 % selon ce personnel) devrait commencer après le S1 de 2020, lorsqu'il sera évident qu'un écart de production est proche de zéro. Ceci dit, si les banques centrales des pays développés ne laissent pas entrevoir de nouvelles mesures de relance monétaire, les risques de dévalorisation et le déficit du compte courant qui se creuse auraient pour effet de déclencher une hausse des taux. En outre, l'augmentation de la demande intérieure pourrait aussi amener la BanRep à durcir un peu plus son discours. Selon notre scénario de base, la demande intérieure sera vigoureuse au S1 de 2020, ce qui déclenchera, à notre avis, une hausse de 4,5 % dès avril 2020, même si nous savons que la demande intérieure pourrait nous étonner à la baisse si les incertitudes politiques et sociales se multiplient et que les projets d'investissement sont décalés.

La possibilité que la BanRep intervienne sur le marché des changes si la paire USD/COP continue de fléchir, est un autre thème important qui s'est fait jour récemment pour les marchés. Les membres du conseil de la BanRep ont déclaré que même si des mécanismes ont déjà été institués, il n'est pas question à l'heure actuelle, dans les discussions que tient le conseil, d'une intervention de quelque forme que ce soit sur le marché des changes. En outre, il est utile de se souvenir que malgré la dévalorisation de 90 % du COP en 2015-2016, la BanRep n'est pas intervenue sur le marché des changes, en faisant valoir que la Colombie a un taux de change flexible. Ainsi, même si le taux de change a tutoyé des sommets sans précédent en novembre 2019, nous n'entrevoions pas la possibilité d'une intervention de la BanRep à court terme.

Graphique 3
**Déficit du compte courant (en % du PIB)
 IDE net et investissement des portefeuilles (compte T4)**

Graphique 4
Dettes brute


La léthargie de la paire USD/COP en 2019 s'expliquait essentiellement par trois facteurs : i) le déséquilibre externe substantiel crée une demande structurelle et naturelle de dollars qui entraîne une dévalorisation. En fait, le déficit du compte courant s'est établi à environ 14 milliards de dollars US, et même si ce déficit est bien financé, il a fait monter naturellement le taux de change; ii) l'incertitude externe attribuable aux conflits politiques et sociaux dans le monde a déclenché une aversion du risque dans les méga-fonds fiduciaires, qui ont liquidé une partie de leurs actifs des marchés émergents, ce qui a raffermi le dollar par rapport à la plupart des autres monnaies; et iii) l'aversion mondiale du risque a eu un effet amplifié en Amérique latine en raison de l'agitation sociale dans la région, ce qui caractérise l'activité des grandes puissances économiques de cette région. Nous croyons que la campagne électorale de Donald Trump en prévision des présidentielles américaines de 2020 pourrait apaiser l'incertitude externe et nous pensons que le dollar US pourrait fléchir. En outre, dans notre scénario de base, l'agitation politique et sociale dans la région a déjà culminé, et par conséquent, les monnaies devraient en quelque sorte se stabiliser dans la région. Par conséquent nous nous attendons cette année à une légère valorisation de la paire USD/COP, même si elle sera comparable à la moyenne de l'an dernier. Pour 2020, nous croyons que la paire USD/COP finira l'année à 3 250 et qu'en moyenne, le taux de change colombien gravitera autour de 3 280.

L'AGITATION SOCIALE EST MAÎTRISÉE, ET LES REVENDICATIONS SONT LOIN DE MODIFIER LE STATU QUO

Même si les manifestations ont duré plus longtemps qu'escompté initialement, le fléchissement de l'économie et la perte de confiance ont été endigués. En fait, d'après les calculs préliminaires, pendant les journées les plus violentes et difficiles des manifestations (les 21 et 22 novembre 2019), les pertes économiques ont été comprises entre 0,07 et 0,09 point de PIB en données nominales, et lorsque les manifestations se sont calmées, le commerce et l'industrie ont repris leur cours normal. Depuis peu, les manifestations ont perdu de la vitesse pour ce qui est du nombre de manifestants (passé de 300 000 personnes le 21 novembre à moins de 1 000 personnes récemment), et les revendications des chefs de file des manifestations se rapportent à la réforme fiscale qui a déjà été adoptée au Congrès et à la réforme des régimes de retraite et du marché du travail, dont il n'est pas encore question au Congrès. Par conséquent, aucune des pommes de discordance du conflit ne vise à modifier le statu quo d'un modèle économique favorable au marché ou d'un changement d'institution comme le Congrès, la présidence, l'indépendance de la banque centrale, le cadre dans lequel les taux de change flottent librement ou la règle budgétaire. Par conséquent, nous n'avons pas modifié nos prévisions en raison de l'agitation sociale récente, qui est maîtrisée à nos yeux et qui n'a guère d'incidence importante sur l'activité économique.

En somme, cette agitation sociale modérée a fait basculer à la baisse les risques de l'activité économique pour deux raisons : i) la gouvernabilité d'Ivan Duque s'est révélée faible et la réforme fiscale est finalement beaucoup plus coûteuse du point de vue budgétaire. Le gouvernement doit donc remanier d'autres dépenses pour se conformer à la règle budgétaire; et ii) les manifestations peuvent accentuer l'incertitude et amener certains agents à décaler les projets d'investissement.

Enfin, les déséquilibres budgétaires et externes sont toujours les grands motifs de préoccupation pour la stabilité économique de la Colombie à plus long terme. Le déficit du compte courant a continué de se creuser au T3 de 2019 et s'est inscrit à 4,9 % du PIB, même s'il est financé intégralement par l'investissement direct étranger. Après les négociations avec les manifestants, la réforme fiscale adoptée au Congrès en décembre 2019 a réduit de 0,3 point de PIB les recettes publiques, essentiellement en raison des rabais de TVA consentis aux 20 % les plus vulnérables de la population, ce qui accentue la pression sur les comptes budgétaires déjà tendus, après avoir abaissé l'impôt des sociétés pour le porter de 37 % à 32 % et en estimant le coût de l'évasion fiscale à 0,5 point de PIB.

Pérou

2020 : AUCUNE ACCÉLÉRATION RÉELLE DE LA CROISSANCE, MAIS BALANCES MACROCONJONCTURELLES SAINES ET APAISEMENT DE LA TENSION POLITIQUE

- On a constaté un fort apaisement de la tension politique, qui se poursuivra probablement en 2020, malgré le nouveau Congrès, le plus grand nombre de nouvelles sur la corruption et l'incertitude des élections de 2021.
- Le gouvernement mise plus sur la politique, sans toutefois le faire assez énergiquement.
- La croissance du PIB de synthèse s'accroîtra en 2020 (pour s'établir à 3,0 % contre 2,3 % en 2019); or, la différence n'est pas vraiment considérable.
- L'investissement des ménages semble reprendre du mieux; or, nous avons besoin de plus de continuité pour être convaincus.
- Le PEN est toujours plus solide qu'attendu. Nous révisons nos prévisions pour la fin de l'année 2020, pour les porter de 3,42 à 3,35.
- Le gouvernement assouplit ses règles budgétaires, même si les comptes budgétaires sont largement au rendez-vous des attentes.

Le jeu politique a finalement cédé le devant de la scène à la politique d'intérêt public, puisque le président Martin Vizcarra a manœuvré dans le respect de la loi pour dissoudre le Congrès en septembre et a convoqué de nouvelles élections au Congrès, qui auront lieu le 26 janvier 2020. Sur la scène politique, les actualités ont toujours leur place, et la corruption et les controverses qui ont eu pour effet de remplacer trois membres du cabinet, ont continué de monopoliser l'attention des médias; or, la tension politique s'est apaisée, et on a désormais meilleur espoir que le parcours électoral à suivre est clair. Le moral des entreprises s'est amélioré, et le malaise qui perdure est désormais plus lié à la croissance économique léthargique qu'à la conjoncture politique.

Maintenant qu'il n'a plus à composer avec le Congrès, le gouvernement peut mieux se consacrer à l'économie et à la politique sociale; il a donc rendu un certain nombre de décrets portant des connotations économiques et sociales. Même si de nombreuses mesures sont simplement administratives (par exemple le renouvellement des exemptions fiscales), certaines ont plus d'importance et laissent entrevoir l'orientation que le gouvernement souhaite adopter. Ces mesures visent entre autres à accélérer 52 projets d'infrastructure absolument prioritaires, en triomphant des obstacles juridiques et réglementaires. Le gouvernement montre effectivement qu'il a la volonté d'accroître l'investissement du secteur public, même s'il n'a pas vraiment réussi à le faire.

À l'aube de 2020, nous maintenons presque toutes nos prévisions pour l'année. La seule exception est le sol péruvien (PEN), qui a fini 2019 à 3,31, alors que nous avions prévu 3,35. Compte tenu de ce départ au ralenti, de concert avec la vigueur soutenue du PEN et l'amélioration relativement inattendue de la balance commerciale, nous révisons nos prévisions pour la fin de l'année 2020, pour les porter de 3,42 à 3,35. L'incertitude mondiale, l'infléchissement des cours des métaux et l'incertitude politique locale (la période des élections s'amorcera vraiment à la fin de 2020) constituent des risques. Or, selon l'un des messages importants lancés en 2019, le PEN s'est révélé excessivement résilient dans l'incertitude locale et mondiale.

RENSEIGNEMENTS

Guillermo Arbe, chef, Études économiques

511.211.6052 (Pérou)

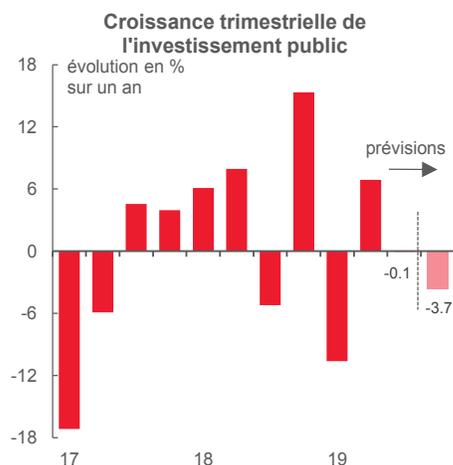
Scotiabank Peru

guillermo.arbe@scotiabank.com.pe

Pérou	2018	2019e	2020p	2021p
PIB réel (évolution annuelle en %)	4,0	2,3	3,0	3,5
IPC (% sur un an, fp)	2,2	1,9	2,0	2,3
Taux directeur banque centrale (% , fp)	2,75	2,25	2,25	2,50
Sol péruvien (USDPEN, fp)	3,37	3,31	3,35	3,35

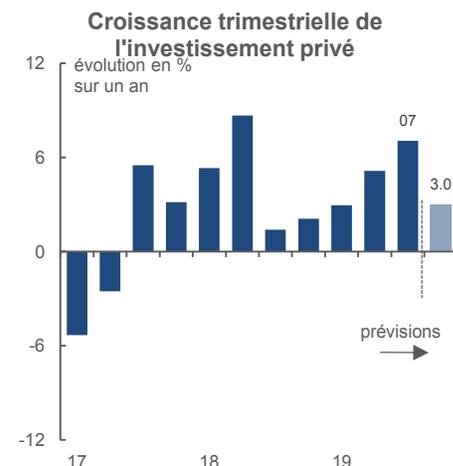
Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, BCR.

Graphique 2



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, BCR.

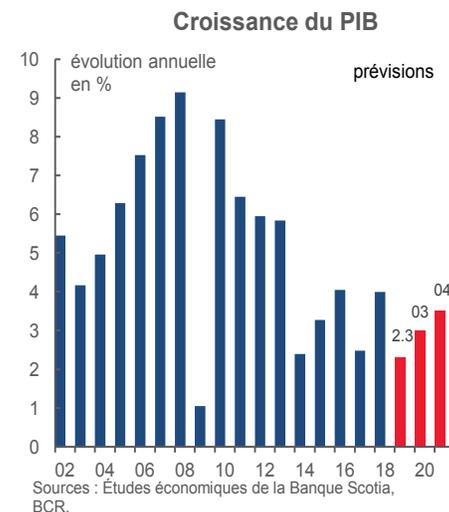
Le déficit budgétaire de 2020 est un autre chiffre auquel nous jetterons un coup d'œil plus attentif, lorsque le résultat final pour l'ensemble de l'année 2019 sera publié à la mi-janvier. Toutefois, la variation sera probablement légère et ne sera pas vraiment importante. Le déficit budgétaire de 2019 jusqu'en novembre s'établissait à 1,6 % du PIB et ressortira probablement à un niveau égal ou inférieur à notre prévision de 2 % pour l'année complète. Ce chiffre tient compte non seulement de la croissance léthargique des dépenses publiques, qui s'inscrit tendanciellement à 1 % seulement, mais aussi de la vigueur des recettes fiscales, qui progresse à un vigoureux bond de +8 %, ce qui s'explique en apparence par l'amélioration du rendement du gouvernement dans la perception des taxes de vente.

Dans le même temps, en décembre, le gouvernement a modifié les plafonds de son déficit budgétaire pour la période comprise entre 2021 et 2024. Le plafond de la dette pour 2020 reste fixé à 1,8 %. Les nouveaux plafonds s'établissent à 1,8 % du PIB pour 2021, 1,6 % pour 2022, 1,3 % pour 2023 et 1,0 % à partir de 2024 (contre 1,0 % auparavant à partir de 2021). Ces plafonds révisés sont viables et plus réalistes. Le nouveau plafond de 2021 correspond à nos prévisions. Pour 2020, nous prévoyons 2,0 %, ce qui paraît en fait un peu élevé, puisque le déficit évolue tendanciellement à moins de 2 % à la fin de 2019. Il faut noter que ces plafonds sont exécutoires en vertu des lois (sans toutefois donner lieu à des sanctions s'ils ne sont pas respectés); ils devront toutefois être ratifiés par le Congrès lorsque le nouveau Parlement sera élu.

Nous maintenons à 3,0 % pour 2020 nos prévisions de croissance du PIB, même si le T4 de 2019 paraît légèrement plus léthargique qu'attendu. La croissance du PIB pour octobre s'est établie à un chiffre décevant de 2,1 %, et la croissance évolue tendanciellement à 2,2 % pour l'année, ce qui est légèrement inférieur à notre prévision de 2,3 % pour l'ensemble de l'année. La plupart des secteurs offrent le rendement escompté; toutefois, les exceptions — l'activité manufacturière et la construction (1,2 %) — sont essentielles pour la demande intérieure. Le scénario de base pour 2020 n'a guère évolué. Il sera probablement très comparable à celui de 2019 du point de vue de la demande intérieure. Une partie de l'amélioration sera attribuable aux secteurs des ressources (même si elle sera inférieure à celle que nous avons chiffrée à l'origine, puisque la saison actuelle de la pêche tourne au marasme), et une partie proviendra de l'investissement du secteur public, en particulier les administrations régionales et locales qui, si les précédents s'avèrent commenceront à dépenser davantage dans la deuxième année de leur mandat. Enfin, une autre partie de l'amélioration pourrait être attribuable à l'investissement des ménages, ce qui est nouveau. L'investissement des ménages s'est légèrement amélioré par rapport aux attentes dans le deuxième semestre de 2019. S'il y a un signe d'espoir pour ce qui est de la croissance, c'est bien à l'investissement des ménages qu'on le devrait. Notre prévision de croissance de 1,1 % pour l'investissement des ménages en 2020 paraît aujourd'hui avoir de meilleures chances de se réaliser que ce que nous avons cru à l'origine. La croissance de la consommation restera stable. Les exportations pourraient également ajouter quelques décimales à la croissance, puisque l'agro-industrie poursuit son essor et que la production minière a cessé de baisser. Nous prévoyons un taux de croissance de 3,5 % pour 2021, en reconnaissant toutefois que l'incertitude est si forte dans cette année électorale (qui l'emportera?) que ce chiffre est plus référentiel que certains. Nous supposons que le nouveau gouvernement sera non seulement assez favorable au marché, mais qu'il sera aussi au moins à la hauteur du point de vue de la gouvernance.

L'inflation pour toute l'année 2019 est ressortie à 1,9 %, ce qui cadre avec notre prévision de 2,0 %. Nous n'entrevoions pas de pressions inflationnistes à l'horizon de 2020 et nous nous attendons par conséquent à ce que l'inflation se rapproche de nouveau de 2 % pour l'ensemble de l'année.

En décembre la banque centrale a maintenu son taux directeur à 2,25 %, comme prévu. La déclaration prospective de la banque centrale a été très neutre. Puisque l'inflation gravite aux alentours du point d'équilibre de la banque centrale (et qu'elle n'est ni trop élevée, ni trop faible), il est probable qu'elle soit plus attentive à la croissance dans la détermination de sa politique sur le taux directeur en 2020. En 2019, deux arguments ont fait basculer la décision de la banque centrale en faveur de taux inférieurs : 1. la croissance du PIB a été nettement inférieure aux attentes de la banque centrale; et 2. il n'y a pas eu suffisamment de mesures de relance budgétaire, et la banque centrale a donc cru qu'elle devait compenser. Même si ces deux facteurs sont appelés à perdurer en 2020, ils seront nettement moins prononcés, et il sera difficile de savoir si la banque centrale continuera d'abaisser ses taux. En raison de cette zone grise et puisque les dirigeants de la banque centrale ne paraissent pas vraiment à l'aise de réduire les taux, nous continuons de nous attendre à ce qu'elle n'abaisse pas ses taux encore plus en 2020, mais nous considérons qu'il s'en faudra de peu.

Graphique 3

Graphique 4


Chili

L'AGITATION SOCIALE RETARDERA LA REPRISE ÉCONOMIQUE, SANS TOUTEFOIS LUI FAIRE OBSTACLE

- Les manifestations sociales d'octobre ont accentué l'incertitude politique, ce qui s'est répercuté sur la conjoncture économique. C'est pourquoi nous avons actualisé nos projections de croissance du PIB à 1,0 % et à 1,4 %, respectivement, pour 2019 et 2020. Sur la scène politique, le législateur a donné son accord pour tenir, en avril 2020, un référendum sur la modification de la constitution du pays.
- Nous avons légèrement ramené à la baisse notre prévision pour la croissance de l'investissement, à 3,8 % et à 4 %, respectivement, pour 2019 et 2020, puisqu'une part considérable de l'investissement public et privé se situe à des stades avancés de réalisation. En outre, la multiplication des incertitudes politiques et économiques aura probablement pour effet d'accroître la décélération de la consommation des ménages, en décalant la reprise de la demande intérieure.
- En octobre et en novembre, les marchés financiers ont connu un regain de volatilité, de concert avec une dévalorisation considérable du peso dans la foulée des premières semaines de la flambée de la monnaie; toutefois, la volatilité s'est calmée vers la fin de l'année après une fructueuse intervention sur les marchés de changes et les injections de liquidités de la banque centrale. Nous n'éliminons pas la possibilité de nouvelles flambées de volatilité durant l'année.

LE POINT SUR LA CONJONCTURE MACROÉCONOMIQUE

Pour le T3 de 2019, le PIB a confirmé que l'économie chilienne traversait une phase de reprise soutenue, qui ne s'étend toutefois pas à tous les secteurs de l'activité économique. La léthargie de la consommation des biens durables a contrasté avec la forte croissance dans la consommation des services et dans l'investissement consacré à la construction. Dans l'ensemble, en date de septembre, nous avons projeté une hausse de 2,7 % du PIB pour 2019. Or, la flambée d'agitation sociale d'octobre a eu pour effet de modifier considérablement les perspectives économiques, et nous prévoyons aujourd'hui une croissance du PIB de 1,0 % pour cette année. Ce mouvement d'agitation sociale a commencé lorsque Metro de Santiago, l'exploitant du métro de la capitale, a relevé le prix de ses billets quelques semaines à peine après que le gouvernement ait annoncé une hausse de 10 % de la note d'électricité. C'est ce qui a déclenché, dans plusieurs villes du Chili, d'importantes manifestations, ainsi que des vagues de violence qui ont eu une forte incidence à court terme, puisque de nombreux secteurs ont été paralysés et que le pillage a imposé un lourd tribut aux infrastructures (graphique 1). À moyen terme, les indicateurs de la perte de confiance auront certes une incidence sur les décisions des investisseurs et des consommateurs (graphique 2).

En septembre, les projets d'investissement prévus étaient en hausse et l'optimisme régnait sur les perspectives de ce secteur, surtout dans l'industrie minière. Toutefois, les manifestations sociales se sont multipliées et de nombreux projets d'investissement ont été modifiés. Il est utile de noter que selon le registre des taxes foncières sur l'investissement, publié par la *Corporación de Bienes de Capital*, la plupart des projets dans les tuyaux pour la période de 2019 à 2023 étaient déjà en voie de réalisation, ce qui permet difficilement de les annuler. Il n'empêche que nous nous attendons effectivement à ce que les projets qui se situent aux premières étapes (avant-projet, projet de base et ingénierie détaillée) soient décalés, surtout dans les secteurs dans lesquels il n'y a pas d'échanges commerciaux. Or, nous continuons de prévoir une croissance stable en 2019 et en 2020, même si nous savons qu'il y a eu une correction en baisse dans ce compartiment.

RENSEIGNEMENTS

Jorge Selaive, économiste en chef

56.2.2939.1092 (Chili)
 Scotiabank Chile
jorge.selaive@scotiabank.cl

Carlos Muñoz Cárcamo, économiste

56.2.2939.1026 (Chili)
 Scotiabank Chile
carlos.munoz@scotiabank.cl

Waldo Riveras, économiste principal

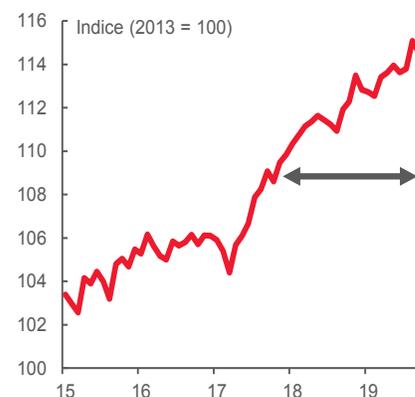
56.2.2939.1495 (Chili)
 Scotiabank Chile
waldo.riveras@scotiabank.cl

Chili	2018	2019e	2020p	2021p
PIB réel (évolution annuelle en %)	4,0	1,0	1,4	3,0
IPC (% sur un an, fp)	2,6	3,0	2,9	3,0
Taux directeur banque centrale (% , fp)	2,75	1,75	1,00	2,00
Peso chilien (USDCLP, fp)	694	753	700	680

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1

PIB réel mensuel du Chili



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

Pendant la plus grande partie de 2019, la consommation des ménages a perdu de la vitesse, alors que l'épargne précautionnaire a augmenté, ce qui est le résultat de la multiplication des risques externes associés à la guerre commerciale. Par contre, le revenu disponible progressait à un rythme stable en septembre 2019. C'est alors que les événements d'octobre se sont produits, ce qui a accru sur le marché intérieur les niveaux d'incertitude, et nous nous attendons à une accentuation de ce comportement d'épargne précautionnaire, ce qui décalera la reprise de la confiance et de la demande intérieure. En outre, nous avons constaté une dévalorisation multilatérale du taux de change réel, ce qui a également contribué à la hausse du coût de la consommation. Pour compenser cette baisse de la consommation des ménages, le gouvernement a annoncé un train de mesures budgétaires massives, en proposant des mesures qui consistent à augmenter considérablement les dépenses budgétaires en 2020, ce qui devrait essentiellement porter la croissance l'an prochain. Cette hausse des dépenses publiques s'apparente à celle qui a été mise en œuvre dans la foulée de la crise des crédits immobiliers à risque de 2008.

Le marché du travail donne déjà des signes de détérioration, comme en témoignent différentes sources d'information. Même si le taux de chômage a continué de s'inscrire à 7 % en octobre, l'impact des événements d'octobre se produira dans les prochains mois. D'une part, le marché du travail est léthargique dans le secteur privé, surtout dans l'industrie manufacturière et dans le commerce, puisque ces secteurs ont perdu des emplois salariés. D'autre part, les projets d'investissement en voie de réalisation sont toujours aussi nombreux, ce qui réclame une main-d'œuvre et ce qui devrait donc compenser le dommage causé sur le marché du travail par les manifestations sociales d'octobre. Nous prévoyons que le taux de chômage atteindra 8,5 % en 2020.

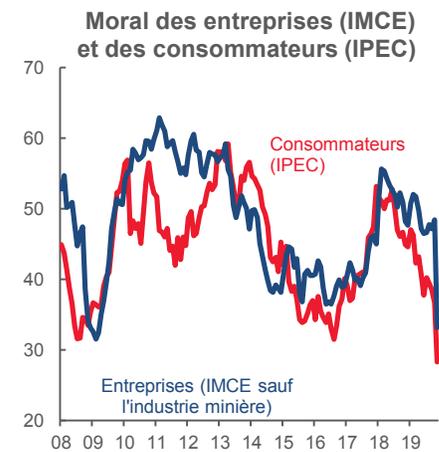
La normalisation de l'inflation va bon train, mais se déroule lentement. Le parcours de l'inflation à l'horizon de la politique monétaire sera déterminé par deux facteurs décisifs : l'apaisement des pressions inflationnistes qui dérivent du creusement des écarts de capacité et les pressions de poussée des coûts qui sont supérieures à celles que l'on envisageait auparavant, surtout en raison du caractère idiosyncrasique de la récente dévalorisation du peso. L'incertitude qui pèse sur l'évolution du scénario macroéconomique est plus forte que d'habitude; or, nous prévoyons que l'inflation annuelle sera légèrement supérieure à 3 % durant le premier semestre de 2020, avant de se ralentir à 2,9 % d'ici décembre 2020. C'est pourquoi nous prévoyons que le creusement de l'écart de capacité aura un effet dominant dans les prochains mois.

Dans ce scénario, nous nous attendons à ce que la banque centrale abaisse à 1,0 %, d'ici au premier semestre de 2020, son taux directeur. Le creusement des écarts de production, dans un contexte d'inflation maîtrisée, réclame des mesures de relance monétaire plus importantes que celles que l'on pourrait appliquer en se contentant de réduire le taux directeur. En outre, l'intervention sur les marchés de changes a été fructueuse, ce qui augmente la marge de manœuvre qui permet à la banque centrale d'étendre ses mesures de relance monétaire.

Sur les marchés des changes, nous avons constaté une forte dévalorisation du peso en novembre — qui a atteint des creux sans précédent — et une grande volatilité, ce qui a amené la banque centrale à intervenir. Cette intervention, qui a été suivie d'un apaisement de la violence et de l'incertitude politique, a permis au peso de gagner plus que CLP80 (~10 %) depuis la fin de novembre. Nous nous attendons toujours à une forte volatilité sur les marchés de changes, surtout à l'approche du référendum pour la nouvelle constitution (qui se tiendra en avril 2020).

Dans l'ensemble, l'économie chilienne a subi un choc retentissant en octobre, ce qui a donné lieu à une évolution des indicateurs de l'activité économique et de la conjoncture financière. Nous avons mis à jour nos estimations à court terme; toutefois, nous savons que le niveau d'incertitude a monté brusquement, et nous attendons toujours d'autres statistiques économiques pour mieux évaluer l'impact de cette flambée de l'agitation sociale.

Graphique 2



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Adimark GfK.

Royaume-Uni

DU PAREIL AU MÊME

- Même si l'élection générale de décembre a apporté au gouvernement de M. Johnson une majorité parlementaire décisive, l'incertitude qui règne sur le Brexit est appelée à rester très forte et à peser lourdement sur la croissance dans notre horizon prévisionnel jusqu'à la fin de 2021.
- Nous continuons de nous attendre à ce que la Banque d'Angleterre laisse en pause son taux directeur jusqu'à la fin de 2021, à moins que le gouvernement de M. Johnson exécute sa menace de mettre fin brutalement à la période de transition post-Brexit sans qu'il y ait d'accord afin de veiller à maintenir ses relations de libre-échange avec l'Union européenne.

LE BREXIT A LA VIE DURE

L'élection générale du 12 décembre 2019 au Royaume-Uni (R.-U.) et en Irlande du Nord a donné au parti conservateur au pouvoir le mandat clair de « mener le Brexit à terme »; or, les futures relations économiques du R.-U. avec l'Union européenne sont appelées à rester en jachère pendant encore des années. Il ne fait désormais guère de doute que le R.-U. sortira de l'UE le 31 janvier 2020 : le [projet de loi sur l'accord de sortie](#) (PAS) de l'UE du gouvernement de M. Johnson devrait prendre force de loi d'ici la fin de janvier, surtout grâce à l'écrasante majorité parlementaire des Conservateurs.

Le Brexit plongera le R.-U. dans une période de transition au cours de laquelle le R.-U. et l'UE continueront d'appliquer leurs règles réciproques actuelles en négociant leurs futures relations économiques. Le premier ministre Johnson s'est engagé à mener cette transition à terme d'ici la fin de 2020, et le PAS interdit aujourd'hui toute prorogation au-delà de cette date. Pendant cette transition, le R.-U. continue de faire partie de la zone douanière de l'UE et de contribuer au budget de l'UE, mais cesse de participer aux institutions de l'UE et de déléguer des députés au Parlement européen de Bruxelles. Un nombre considérable de membres du caucus conservateur brandirait la menace d'une révolte si le R.-U. devait continuer d'être soumis au régime fiscal de l'UE sans être représenté à Bruxelles.

Puisqu'il est tout à fait irréaliste de s'attendre à ce qu'un accord global post-Brexit entre le R.-U. et l'UE soit façonné d'ici la fin de 2020, le gouvernement Johnson pourrait soit décider de modifier le PAS à l'automne de 2020, pour permettre de proroger la période de transition en prévision de négociations qui s'étendraient sur plusieurs années, soit se contenter d'un modeste accord qui augmenterait substantiellement les heurts dans le commerce entre le R.-U. et l'UE, qui réintroduirait probablement certains tarifs douaniers, ce qui viendrait ralentir en permanence la croissance de l'économie du R.-U.. Il est improbable que les 27 autres États membres de l'UE et le Parlement européen s'entendent sur une position de négociation commune avant mars 2020. Une réunion au sommet du R.-U. et de l'UE est ensuite planifiée pour juin afin de faire le point sur les progrès accomplis.

L'engagement de Boris Johnson à promouvoir un pacte « selon le modèle canadien super plus » — version rehaussée de l'Accord économique et commercial global (AECG) — d'ici la fin de 2020 n'est pas crédible. Il a fallu sept ans pour négocier l'AECG, qui est entré en vigueur en 2017, qui a jusqu'à maintenant été ratifié par la moitié seulement des 28 États membres de l'UE et qui ne sera mis en œuvre à grande échelle cette année qu'à partir de la date à laquelle il sera adopté, en 2024. L'AECG vient éliminer

RENSEIGNEMENTS

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

Royaume-Uni	2018	2019e	2020p	2021p
PIB réel (évolution annuelle en %)	1,3	1,1	1,2	1,6
IPC (% sur un an, fp)	2,1	1,8	2,0	2,1
Taux directeur banque centrale (% , fp)	0,75	0,75	0,75	0,75
Livre sterling (GBPUSD, fp)	1,28	1,33	1,36	1,42

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Tableau 1

BoE : prévisions du RPM de novembre				
	2019	2020	2021	2022
PIB réel (en % sur un an)	1,3	1,3	1,8	2,0
Inflation selon l'IPC (en % sur un an)	1,5	1,5	2,0	2,3
Taux de chômage de l'EPA (en %, fin de la période)	4,0	4,0	3,8	3,5
Écart de production (en % du PIB potentiel)*	-0,25	-0,25	0,50	1,00
Taux directeur (en %, fin de la période)**	0,70	0,50	0,50	0,50

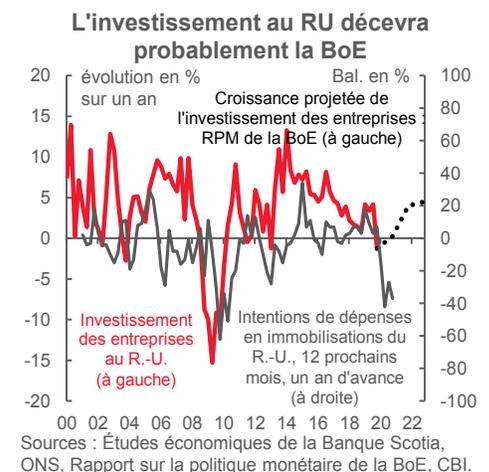
Sources : Études économiques de la Banque Scotia et Rapport sur la politique monétaire de la BoE.

* +/ve = demande excédentaire, -/ve = offre excédentaire.

** Parcours du taux directeur selon les taux d'intérêt sur le marché à terme.

Les courbes sont établies d'après les taux swap indexés à un jour.

Graphique 1



les tarifs douaniers sur 98 % des biens échangés entre le Canada et l'UE, mais maintient une série d'obstacles réglementaires et ne permet pas au marché européen d'avoir accès à l'intégralité des services financiers et des autres services offerts par le Canada.

Le premier ministre Johnson a fait valoir qu'il sera plus facile de conclure un vaste pacte entre le R.-U. et l'UE que de s'entendre sur l'AECG puisqu'à l'heure actuelle, les normes sont déjà harmonisées entre R.-U. et le marché commun européen — ce qui contredit toutefois l'essentiel du projet du Brexit. La reconquête de la souveraineté réglementaire a toujours été une grande priorité pour les brexitiers, et une divergence dans les normes par rapport à l'UE sera quasi inévitable lorsque le R.-U. se penchera sur des accords de libre-échange avec d'autres pays.

Ainsi, le feuilleton d'Orage et passion du Brexit est appelé à s'éterniser pendant des années, et l'incertitude chronique pèsera sur l'activité commerciale, sur la confiance des consommateurs et sur la croissance. Toute tentative du R.-U. d'amorcer simultanément des pourparlers de libre-échange avec les États-Unis ne fera que retarder encore la conclusion d'un pacte entre le R.-U. et l'UE.

LE REBOND POSTÉLECTORAL DEVRA — ENCORE — ATTENDRE

Puisque l'incertitude liée au Brexit est appelée à rester très forte et qu'il faut s'attendre à de nouveaux heurts commerciaux entre l'UE et le R.-U., les consommateurs et les entreprises continueront de faire preuve d'attentisme jusqu'en 2021. Il semble qu'en 2019, la croissance se soit ralentie pour atteindre le rythme le plus lent, hors d'une récession, depuis la Deuxième Guerre mondiale et qu'elle ne semble guère vouloir connaître un rebond postélectoral. Il semble aussi que les marchés du travail aient décroché de leur bouillonnement du milieu de 2019. C'est pourquoi la confiance des consommateurs a plongé, l'activité du commerce de détail a stagné et les épargnants sont devenus prudents. Nos prévisions macroéconomiques préélectorales (tableau) sont restées essentiellement inchangées et sont moins optimistes que les perspectives de la Banque d'Angleterre (BoE) (tableau 1).

Les grands sondages laissent entendre qu'il n'y a guère de signes de rebond qui pointent à l'horizon. En décembre, l'indice composé des directeurs des achats (PMI) a plongé en territoire contractionnaire à 49,3; l'activité manufacturière a accusé un net recul, à 45,6, et les services ont chuté à 50. L'enquête de la Chambre de Commerce britannique (CCB), menée au quatrième trimestre auprès de 6 500 entreprises, laisse apparaître un net repli dans le secteur des services, alors que les commandes exportatrices et intérieures des usines ont été négatives pendant deux trimestres consécutifs pour la première fois dans la même décennie; de même, les intentions d'investissement des entreprises manufacturières ont plongé à un creux depuis huit ans, et la croissance des dépenses en immobilisations semble vouloir nettement sous-cibler les prévisions de la Banque d'Angleterre (graphique 1). Dans le contexte d'une décennie marquée par de piètres gains de productivité (graphique 2), la léthargie de la croissance de l'investissement laisse entendre que les coûts du feuilleton du Brexit se répercuteront nettement sur la prochaine décennie et pourraient être aggravés par le vieillissement de la population.

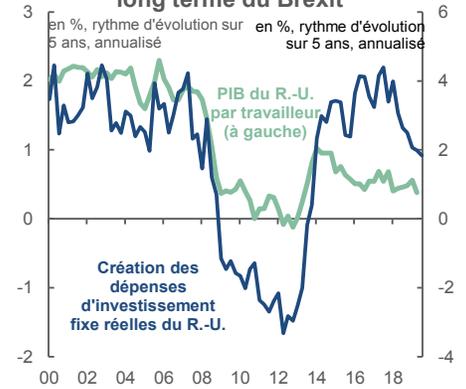
LES CONSERVATEURS CONNAÎTRONT UNE FRINGALE DE DÉPENSES ET LA BoE RESTERA EN PAUSE

Dans sa plateforme électorale, le Parti conservateur a promis des mesures de relance budgétaire supplémentaires de 0,2 % du PIB d'ici la fin de 2022. En outre, le gouvernement de M. Johnson a fait savoir qu'il assouplirait les règles budgétaires existantes afin d'autoriser près de 1 % du PIB en investissements supplémentaires dans son premier budget post-UE à déposer le 11 mars 2020. La politique budgétaire pourrait même être encore plus stimulante et miserait sur cinq orientations : i) au moins 20 milliards de GBP de dépenses en immobilisations supplémentaires; ii) une mutation des règles dans les décisions d'investissement pour mettre moins l'accent sur la valeur brute ajoutée et pour tenir compte des améliorations escomptées dans le bien-être et de la réduction des disparités régionales afin de consacrer plus de dépenses au Nord et aux Midlands; iii) l'amélioration des services publics grâce au financement supplémentaire à consacrer aux nouveaux hôpitaux, aux écoles et à la formation professionnelle; la formation d'autres agents de police; et l'amélioration des services sociaux; iv) le respect de l'engagement du gouvernement vis-à-vis des émissions carbonées nettes de zéro d'ici 2050, notamment en favorisant les économies d'énergie dans les logements et les édifices publics, la captation du carbone, la réduction des émissions et les énergies de recharge; et v) des baisses d'impôts pour les particuliers et pour les entreprises. Dans l'ensemble, les dépenses publiques passeraient de 39,3 % du PIB dans l'EF 2019 à plus de 42 % d'ici l'EF 2023.

Depuis sa première décision dans la fixation des taux dans la foulée des élections le 19 décembre 2019, le Comité de la politique monétaire (CPM) de la BoE a confirmé que la conjoncture économique continuait de cadrer avec les prévisions du RPM de novembre et qu'il n'entrevoit pas de pressions d'agir pour hausser ou baisser les taux. La BoE et les Études économiques de la Banque Scotia s'attendent à ce que l'inflation de synthèse soit ramenée à 2 % uniquement à la fin de 2020. Même si l'année 2020 se révèle plus anémique que prévu, le CPM garderait ses munitions pour les possibilités divergentes de mesures de relance budgétaire plus importantes qu'attendu ou d'un Brexit sans accord à la fin de l'année. Si l'économie dégage un rendement exceptionnel, le CPM serait probablement tenté de la laisser s'emballer un peu pour veiller à en garantir le rebond après tous les bouleversements des trois dernières années du Brexit. Le changement de gouverneur à la mi-mars ne devrait guère avoir d'incidence sur ces perspectives.

Graphique 2

Le R.-U. aux prises avec les coûts à long terme du Brexit



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, ONS.

Zone euro

LA CONJONCTURE SE TASSE

- L'économie de la zone euro semble s'être stabilisée : les tensions commerciales se sont apaisées et la demande exportatrice de la Chine viendra probablement assoir en permanence la croissance européenne. Une nouvelle reprise de l'activité devra être portée par la hausse de la demande de crédit et de l'investissement des entreprises.
- La BCE devrait s'en tenir à son récent bouquet de mesures monétaires exceptionnelles sur tout l'horizon prévisionnel. On ne sait pas vraiment si un nouvel assouplissement monétaire est politiquement viable ou s'il est fécond.

LA CROISSANCE EST À SON PLUS CREUX, SANS TOUTEFOIS DONNER SIGNE DE REPRISE

La croissance de la zone euro continue d'être lamentable, plombée par le ralentissement graduel en Chine, l'interminable feuilleton du Brexit, le protectionnisme de la Maison-Blanche et la menace de nouvelles sanctions tarifaires. Toujours est-il que le pire paraît être révolu et que l'économie de l'union monétaire semble se stabiliser, malgré un acquis toujours léthargique en 2020 en raison du poids que font peser la baisse des stocks et le commerce. Nous nous attendons à ce que la croissance annuelle du PIB réel ne reprenne que timidement dans les deux prochaines années et reste à peine supérieure à 1 % — ce qui est inférieur au potentiel et ce qui est trop faible pour continuer d'abaisser le chômage et ramener l'inflation sur la cible de la BCE d'ici la fin de 2021. Nos prévisions n'ont changé que marginalement par rapport à il y a un trimestre et continuent de cadrer avec les projections de la BCE (tableau 1).

L'activité manufacturière a été mise à très rude épreuve par la décélération de la croissance en Chine et par les guerres commerciales (graphique 1); or, nous croyons qu'elle a atteint son creux, qu'elle ne baissera plus et qu'elle n'emportera pas non plus les services dans sa chute. Les exportations européennes, en particulier au départ de l'Allemagne, ont généralement tendance à suivre une série de grands composants de la demande globale chinoise, comme les dépenses publiques (graphique 2). Puisque le Parti communiste chinois sera centenaire en 2021, nous nous attendons à ce que les efforts consacrés au soutien de la demande chinoise viennent assoir les importations de biens manufacturés européens.

Dans l'économie intérieure, la plus forte demande de crédit du secteur privé sera essentielle pour porter un cercle vertueux dans lequel les mesures exceptionnelles de relance monétaire permettront d'accroître le crédit et l'investissement, de favoriser la croissance de l'emploi, de hausser les revenus, d'augmenter la demande de biens et de services et d'accélérer l'inflation, ce qui permettrait à la BCE de sortir du territoire des taux négatifs. La levée de l'incertitude, les mesures de relance budgétaire et la demande étrangère devront être au rendez-vous pour transformer les attentes des banques dans leurs enquêtes vis-à-vis de la hausse de la demande de crédit aux entreprises et déclencher une reprise significative de leurs activités de crédit et d'investissement. La politique monétaire a été exceptionnellement conciliante, ce qui s'est révélé nécessaire jusqu'à maintenant, sans toutefois suffire à stimuler l'emprunt (graphique 3).

En Europe, les consommateurs pourraient aussi mener la reprise sur le continent. La croissance des dépenses dans le commerce de détail reste remarquablement résiliente dans les quatre grandes puissances économiques de la zone euro, grâce à des gains soutenus dans les derniers mois. Les indices de confiance des consommateurs de la zone euro pour décembre donnent un certain espoir pour la vigueur soutenue du commerce au détail : les intentions de faire des achats importants culminent à leur zénith depuis un an, alors que les attentes vis-à-vis de l'épargne ont plongé à un creux sur un an. Il faudra toutefois attendre plusieurs mois pour relever des résultats comparables avant que les entreprises s'engagent à investir davantage.

RENSEIGNEMENTS

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

Zone euro	2018	2019e	2020p	2021p
PIB réel (évolution annuelle en %)	1,9	1,0	1,1	1,3
IPC (% sur un an, fp)	1,5	1,2	1,3	1,5
Taux de OPR de la Banque centrale (% fp)	0,00	0,00	0,00	0,00
Taux de dépôt de la Banque centrale (% fp)	-0,40	-0,50	-0,50	-0,50
Euro (EURUSD, fp)	1,15	1,12	1,16	1,20

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Tableau 1

BCE : projections macroéconomiques de décembre 2019

	2019	2020	2021	2022
PIB réel, en % sur un an	1,2	1,1	1,4	1,4
Inflation selon l'IPC, en % sur un an	1,2	1,1	1,4	1,6
Taux de chômage, en %, fp	7,6	7,4	7,2	7,1

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, BCE.

Graphique 1



LA BCE ATTEND UN MIRACLE SUR LE CONTINENT ET À L'ÉTRANGER

Dans la foulée du **bouquet** de mesures exceptionnelles d'assouplissement de la politique monétaire adoptées en septembre pendant l'avant-dernière réunion de Mario Draghi en tant que président de la BCE, la zone euro continue d'afficher les taux directeurs les plus faibles dans toutes les grandes économies (graphique 4). L'inflation reste nettement inférieure à la cible d'un peu moins de 2 % de la BCE et ne devrait pas — selon les Études économiques de la Banque Scotia par consensus ou d'après les marchés — revenir sur la cible pendant notre horizon prévisionnel (graphique 5); c'est pourquoi **nous nous attendons** à ce que la BCE reste en pause au moins jusqu'à la fin de 2021, puisqu'on ne sait pas vraiment s'il est possible de réclamer un nouvel assouplissement. Une décision de Christine Lagarde, présidente de la BCE, d'abaisser de nouveau les taux accentuerait les divisions déjà prononcées entre les tenants du durcissement et les partisans de la conciliation du Conseil des gouverneurs et imposerait des coûts plus lourds au système bancaire européen, sans attente ferme qui se traduirait par une hausse de la croissance du crédit.

Nous nous attendons plutôt à ce que la BCE se consacre à l'amplification des appels lancés par Christine Lagarde aux membres de la zone euro qui disposent d'une marge de manœuvre libre pour stimuler la croissance. Or, même si cet effort de lobbying donne lieu à des dépenses supplémentaires, il ne suffira pas à produire un impact significatif sur l'activité de la zone euro. En vertu des règles budgétaires européennes et nationales, les États n'ont pas de marge de manœuvre restante suffisante pour adopter des mesures de relance importantes. Le Conseil des gouverneurs de la BCE devra espérer que la dernière déclaration de l'ex-président Draghi (« faire tout ce qui est nécessaire, tant qu'il le faudra »), de concert avec les mesures d'assouplissement de presque toutes les grandes banques centrales du monde, quelles que soient les mesures de relance budgétaires qu'elle invitera les États membres à déployer, ainsi qu'avec une légère réduction de l'incertitude sur le commerce mondial, apportera dans l'ensemble aux entreprises européennes les conditions qu'il leur faut pour emprunter et investir à plus grande échelle. Compte tenu de toutes ces éventualités, nous nous attendons à ce que la relance, pour une durée indéfinie, du programme de mesures d'assouplissement quantitatif de la BCE s'étende au-delà de la fin de 2021.

Le prochain examen stratégique de la BCE dominera aussi l'actualité en 2020; or, nous nous attendons à ce qu'il produise peu de changements significatifs, hormis l'effort de caractérisation de la cible inflationniste qui est englué à un peu moins de 2 % et une institutionnalisation complète de la symétrie dans la mire — transformation que l'ex-président Draghi n'a achevée qu'en partie.

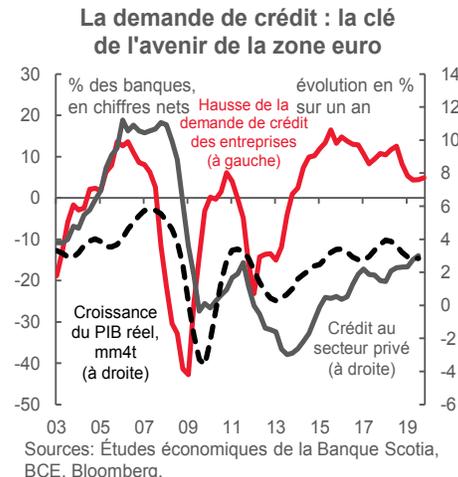
LE BREXIT ZOMBIE SE SUBSTITUE À LA MENACE DU BREXIT SANS ACCORD

Comme nous l'expliquons dans la section de ce rapport consacrée au Royaume-Uni, nous n'entrevoions pas de réduction substantielle de l'incertitude liée au Brexit dans les deux prochaines années. Il est impossible de croire les affirmations du premier ministre Johnson, selon lesquelles un accord de libre-échange complet peut être négocié d'ici la fin de 2020. Ces affirmations pourraient laisser entendre que Londres et Bruxelles ne s'entendront que sur un accord minimaliste pour respecter l'échéance — accord qui provoquerait des heurts commerciaux substantiels de part et d'autre de la Manche. Nous nous attendons plutôt à ce que l'échéance de la fin de 2020 que s'est lui-même imposée le gouvernement de M. Johnson soit reportée et à ce que les négociations commerciales entre le R.-U. et l'UE se poursuivent pendant les prochaines années.

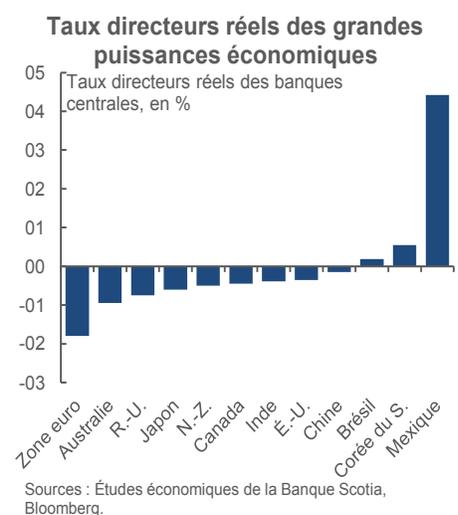
Graphique 2



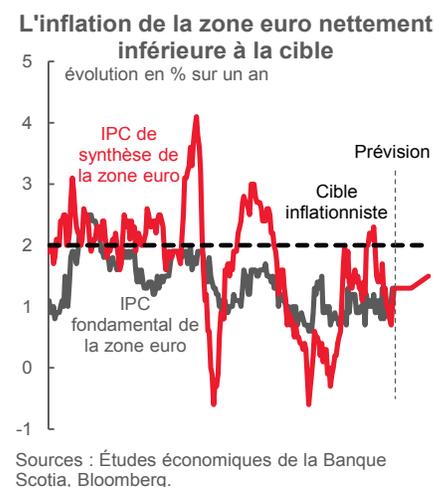
Graphique 3



Graphique 4



Graphique 5



Chine

- La croissance annuelle de l'économie chinoise est appelée à passer sous la barre des 6 % d'ici 2021 en raison des incertitudes mondiales, des vents contraires qui ne cessent de souffler sur le commerce et de la transition structurelle continue de l'économie.
- La politique budgétaire contracyclique devrait étayer l'économie à court terme, alors que les réformes économiques devraient rehausser les perspectives de croissance à plus long terme.
- Le pacte commercial de la « phase 1 » conclu entre les États-Unis et la Chine est une bonne nouvelle; or, les relations bilatérales resteront précaires, puisque les négociations s'enchaîneront avec des enjeux plus riches de défis.
- L'intensification des pressions inflationnistes devrait être transitoire, ce qui laisse entrevoir un nouvel assouplissement de la politique monétaire.

PERSPECTIVES DE CROISSANCE ÉCONOMIQUE

Le ralentissement graduel de la croissance de l'économie chinoise devrait se poursuivre dans les prochains trimestres, malgré la récente stabilisation des indicateurs de confiance (graphique 1), qui laisse entrevoir une amélioration des relations commerciales bilatérales entre la Chine et les États-Unis. (Cf. l'exposé qui suit sur la politique commerciale.) Les dirigeants chinois devraient fixer aux alentours de 6 % sur un an la cible de croissance du PIB réel, ce qui représente une baisse par rapport à l'objectif de 6 %-6,5 % pour 2019; cette cible sera dévoilée en mars 2020 au Congrès national du peuple.

Malgré l'objectif de croissance de 2020, il est évident que la croissance de l'économie chinoise se ralentit, ce dont témoignent les différents indicateurs de haute fréquence comme les ventes au détail, les bénéfices des entreprises industrielles et la production industrielle (graphique 2). Même si le rendement discret du commerce (graphique 3) contribue lui aussi à cette dynamique, l'évolution structurelle soutenue de l'économie chinoise, qui mise désormais plus sur les services et la consommation que sur l'industrie et l'investissement, a pour effet de ralentir la trajectoire de croissance — qui devient cependant plus durable. Nous nous attendons à ce que la croissance du PIB réel de la Chine perde de la vitesse, pour passer d'environ 6,1 % sur un an en 2019 à 5,8 % d'ici 2021.

Le gouvernement chinois continuera probablement de tâcher d'étayer l'économie grâce à des politiques budgétaires proactives, qui étofferont la conjoncture monétaire plus conciliante établie par la Banque centrale de Chine. Nous prévoyons de nouvelles baisses de taxes et de droits qui viendront sous-tendre la consommation chinoise, des mesures de soutien des entreprises du secteur privé, ainsi que d'autres dépenses d'infrastructure des administrations locales, qui mettront l'accent sur le transport urbain, les installations des services publics et le développement rural. Outre les efforts de relance budgétaire ciblés, les dirigeants chinois continuent de s'engager à promouvoir le développement économique du pays à moyen et à long termes. À la Conférence annuelle centrale de travail sur l'économie tenue en décembre 2019, les décideurs chinois ont attiré l'attention sur la nécessité de promouvoir l'innovation, d'accélérer les réformes structurelles et la libéralisation économique, de réduire les risques financiers et d'améliorer la qualité de vie des citoyens grâce à des politiques consacrées à l'environnement, à l'emploi, aux régimes de retraite, à la santé et au logement. Nous croyons que ces mesures joueront un rôle important en rehaussant le potentiel de croissance à plus long terme de la Chine et en permettant à l'économie d'éviter le piège du revenu moyen.

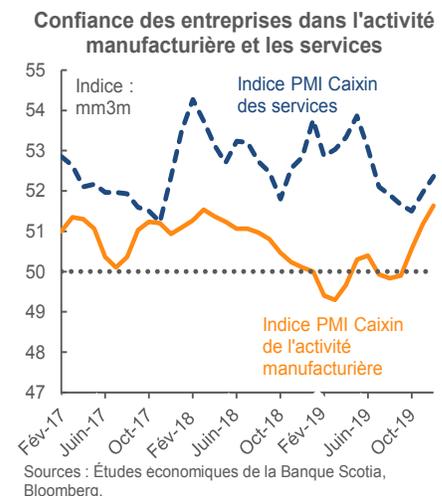
RENSEIGNEMENTS

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	2018	2019e	2020p	2021p
PIB réel (évolution annuelle en %)	6,6	6,1	6,0	5,8
IPC (% sur un an, fp)	1,8	4,5	2,1	2,5
Taux directeur banque centrale (% , fp)	4,35	4,15	4,00	4,00
Yuan chinois (USDCNY, fp)	6,88	6,96	6,70	6,50

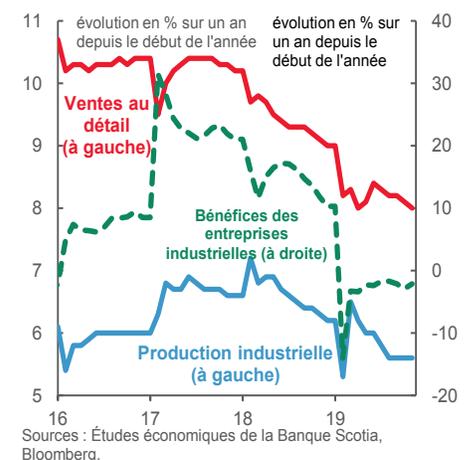
Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



Graphique 2

Ralentissement de la croissance en Chine



PERSPECTIVES DE LA POLITIQUE COMMERCIALE

Les États-Unis et la Chine sont en train de finaliser le pacte commercial de la « phase 1 ». Nous croyons que ce pacte est une bonne nouvelle pour les perspectives économiques de la Chine et du monde, puisqu'il devrait ranimer la confiance et soutenir dans une certaine mesure le commerce; or, nous faisons valoir que les relations bilatérales entre les États-Unis et la Chine continueront d'être l'objet de défis substantiels dans l'avenir prévisible. Dans le cadre de ce pacte, les États-Unis se sont engagés à ne pas imposer de sanctions tarifaires supplémentaires à la mi-décembre 2019 et ont promis de réduire les droits tarifaires de 15 % adoptés en septembre 2019 pour les porter à 7,5 % sur des biens chinois importés dont la valeur est de l'ordre de 120 G\$ US. Toujours est-il que des droits tarifaires de 25 % sur environ 250 G\$ US de biens chinois importés sont toujours en vigueur, ce qui permet de constater à l'évidence que le recul tarifaire n'est que modeste. Dans le même temps, la Chine s'est engagée à hausser substantiellement ses achats de biens américains, dont les denrées agricoles. En outre, la Chine s'est engagée à répondre à certains motifs d'inquiétude des États-Unis à propos des droits de propriété intellectuelle, des transferts de technologie, de l'accès à son secteur des services financiers, du taux de change, de l'expansion du commerce, ainsi que du règlement des différends. Toutefois, les détails de ces réformes sont limités au moment d'écrire ces lignes.

Au-delà du pacte de la « phase 1 », il est évident que les tensions bilatérales perdureront pendant encore longtemps. Les négociations d'un pacte subséquent seront encore plus difficiles, en raison des questions épineuses à résoudre, par exemple les nouvelles améliorations à apporter aux politiques de la « phase 1 », les subventions industrielles, la sécurité, la technologie et les aspirations technologiques de la Chine. Surtout, la vision du monde et les systèmes économiques très différents de ces deux pays continueront de créer des tensions dans le déroulement des négociations. C'est pourquoi nous nous attendons à ce que les discussions de la « phase 2 » s'étendent au-delà de la présidentielle américaine de novembre 2020 et à ce que la majorité des sanctions tarifaires restent en vigueur. De plus, le risque d'une réescalade reste considérable.

PERSPECTIVES DE L'INFLATION ET DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Les pressions inflationnistes se sont intensifiées en Chine en raison de la hausse des prix des produits alimentaires — surtout le porc. L'inflation de synthèse s'est hissée à 4,5 % sur un an, ce qui dépasse la cible de l'État de l'ordre de 3 % sur un an (graphique 4). Nous croyons que les pressions qui s'exercent sur les prix sont transitoires, puisque l'inflation de synthèse devrait repasser sous la barre des 3 % d'ici la fin de 2020. De plus, l'inflation dans la chaîne de distribution reste inexistante, et à l'heure actuelle, les gains des prix des producteurs sont plongés en territoire négatif.

Puisque le relèvement de l'inflation de synthèse ne correspond pas aux pressions exercées par la demande sur les prix, la Banque populaire de Chine (BPC) se contentera probablement d'en suivre l'évolution et continuera d'appliquer des conditions monétaires conciliantes dans l'économie. Les décideurs chinois s'efforcent de trouver un équilibre entre le soutien de la croissance économique grâce au crédit nouveau et la correction des risques financiers systémiques imputables aux emprunteurs récalcitrants et surendettés. C'est pourquoi la BPC est appelée à poursuivre les efforts qu'elle consacre à l'amélioration de la transparence et de la surveillance de la conjoncture financière.

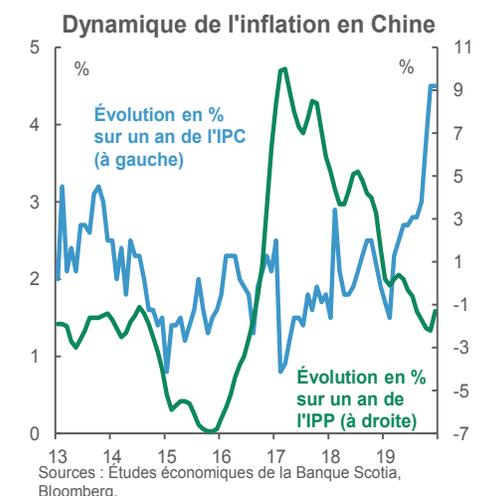
La BPC a déployé d'autres mesures de relance monétaire en abaissant graduellement les taux d'intérêt. Le nouveau taux de crédit repère, soit le taux privilégié de crédit (TPC) à un an a été réduit de 10 points de base à 4,15 % depuis la réforme des taux d'intérêt en août 2019. Nous nous attendons à de nouvelles réductions circonspectes dans les prochains mois. De plus, la transmission de la politique monétaire sera tonifiée par l'obligation, imposée aux institutions financières chinoises depuis le 1^{er} janvier 2020, d'établir un lien entre les nouveaux prêts et le TPC. La BPC a également assoupli les conditions monétaires en injectant des liquidités dans le système financier et en abaissant considérablement les ratios des réserves obligatoires des banques. En janvier 2020, le ratio des réserves obligatoires des grandes banques a baissé de 50 points de base à 12,5 %, dans la foulée de baisses de 150 points de base en 2019 (graphique 5).

Graphique 3



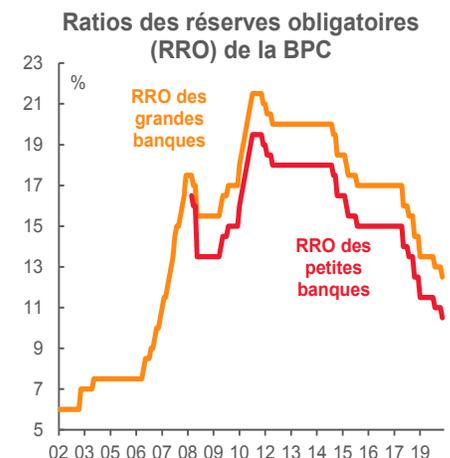
Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg, Administration générale des douanes de la RPC.

Graphique 4



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 5



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

Japon

- Des vents contraires simultanés soufflent, dans l'économie intérieure comme dans les échanges extérieurs, sur l'élan de la croissance économique du Japon.
- Des politiques monétaires et budgétaires conciliantes viendront étayer l'économie.

PERSPECTIVES DE CROISSANCE ÉCONOMIQUE

L'économie japonaise est alourdie par les difficultés de l'économie intérieure et des échanges externes. Les perspectives à court terme de la demande intérieure restent fragiles, en raison de la hausse de la taxe à la consommation, passée de 8 % à 10 % en octobre 2019. Cette hausse a fait plonger les dépenses de consommation dans les derniers mois de 2019, après un pic avant l'imposition de la taxe (graphique 1). À cause de ce plongeon de la demande intérieure, le PIB réel devrait se contracter dans le dernier trimestre de 2019; le rythme de la reprise des dépenses de consommation déterminera l'allure de l'économie japonaise à l'orée de 2020. Pour compenser la léthargie liée à la demande intérieure, l'État japonais a dévoilé un nouveau train de mesures de relance budgétaire totalisant 13 200 milliards de JPY (121 milliards de \$ US, soit l'équivalent de 2,4 % du PIB). Ce train de mesures, approuvé par le cabinet au début de décembre, prévoit un budget supplémentaire pour l'exercice financier en cours (d'avril à mars), ainsi que des dépenses supplémentaires planifiées pour l'EF 2020. Les dépenses publiques permettront de soutenir la croissance au-delà des Jeux olympiques d'été 2020 à Tokyo, d'appuyer les entreprises qui affrontent les vents contraires liés au commerce et à la hausse de la taxe à la consommation et de mettre l'accent en particulier sur les infrastructures de protection contre les catastrophes naturelles.

Le commerce extérieur du Japon continue d'être malmené par la léthargie de la demande mondiale, par le repli du secteur de l'électronique, ainsi que par les intempéries qui ont eu pour effet d'interrompre la production. Effectivement, les exportations de ce pays ont été inférieures aux niveaux atteints un an auparavant, soit depuis la fin de 2018 (graphique 1). Même si la conjoncture est appelée à rester aussi difficile en 2020, nous nous attendons à une reprise graduelle dans les prochains trimestres, puisque le moral des ménages et des entreprises pourra compter sur le coup de pouce du nouveau pacte commercial conclu avec les États-Unis et des efforts de relance de l'économie intérieure. Nous nous attendons à ce que le PIB réel du Japon augmente de 0,9 % sur un an en 2020-2021, ce qui cadre avec l'estimation de la croissance en 2019.

PERSPECTIVES DE L'INFLATION ET DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

La Banque du Japon (BoJ) continuera probablement d'appliquer des conditions monétaires très conciliantes jusqu'en 2021, en restant fidèle à sa politique d'« assouplissement monétaire quantitatif et qualitatif avec la maîtrise de la courbe des rendements ». Les prévisions à court terme de la banque centrale laissent entendre que les taux d'intérêt à court et à long termes sont appelés à rester « à leurs niveaux actuels ou à des niveaux moindres », puisque l'administration monétaire continue de s'efforcer de ramener l'inflation annuelle vers la cible de 2 % de la banque centrale. Il n'empêche que nous constatons que la BoJ dispose, dans le cadre de sa politique, d'une marge de manœuvre assez limitée pour relever au besoin ses efforts de relance monétaire. L'inflation léthargique continuera d'ennuyer la BoJ dans un avenir prévisible, puisque des incertitudes intérieures et mondiales pèsent sur les perspectives de croissance économique et sur les pressions inflationnistes portées par la demande. L'IPC à l'exclusion des aliments frais — le baromètre privilégié de l'inflation pour la BoJ — se situe aujourd'hui à 0,5 % sur un an, ce qui est nettement inférieur à la cible de 2 % (graphique 2). Bien que ce baromètre de l'inflation soit appelé à se relever légèrement à court terme, lorsque la mise en œuvre de la

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	2018	2019e	2020p	2021p
PIB réel (évolution annuelle en %)	0,3	0,9	0,6	1,2
IPC (% sur un an, fp)	0,3	0,9	0,6	0,8
Taux directeur banque centrale (% , fp)	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Yen japonais (USDJPY, fp)	110	108	105	102

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1

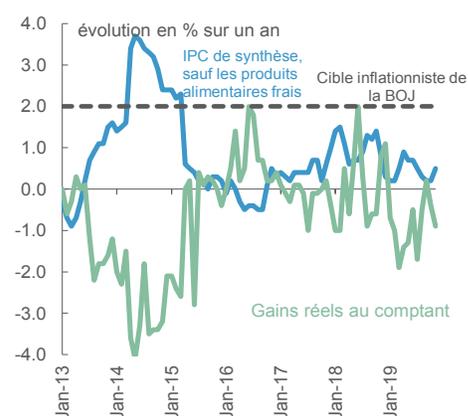
Japon : Exportations et ventes des grands magasins du pays



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 2

Dynamique de l'inflation et des salaires



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

Inde

- l'économie est affligée à la fois par la léthargie de la demande intérieure et par les difficultés du commerce extérieur, ce qui permet d'entrevoir seulement une reprise graduelle.
- Les décideurs mettent en œuvre des mesures de relance et des initiatives de réforme pour sous-tendre la reprise de l'économie.
- La hausse vertigineuse des prix des aliments complique les efforts de relance monétaire de la Reserve Bank of India.

PERSPECTIVES DE CROISSANCE ÉCONOMIQUE

À l'heure actuelle, la croissance économique de l'Inde est anémique, ce qui met en lumière l'obligation, pour les décideurs du pays, de continuer de mener des efforts de relance budgétaire et monétaire. Le PIB réel n'a gagné que 4,5 % sur un an au troisième trimestre de 2019 — ce qui représente le rythme le plus lent depuis le début de 2013 — en raison des dépenses de consommation timorées et de la timide croissance de l'investissement fixe (graphique 1). Nous estimons que les gains du PIB réel n'ont atteint en moyenne que 5,1 % sur un an en 2019. Toujours est-il que nous croyons que l'Inde est sur le point de connaître une reprise graduelle — grâce à des gains de production annuels qui atteindront probablement 6,2 % et 7,2 % respectivement en 2020 et 2021 —, ce qui laisse entendre que l'économie continuera de progresser à un rythme inférieur à sa croissance potentielle estimée de 7 %-7,5 % pendant encore plusieurs trimestres.

La croissance des dépenses des ménages jouera un rôle essentiel dans les perspectives économiques de l'Inde; or, son élan — dans les zones rurale et urbaine à la fois — reste discret. La dynamique léthargique de la demande, de concert avec les ennuis du secteur financier de ce pays, donne lieu à une tendance baissière soutenue dans la croissance du crédit (graphique 2). Les indicateurs de la confiance des entreprises donnent des signes provisoires de stabilisation, dynamisés par les efforts de relance monétaire et budgétaire de l'État, ainsi que par la réforme fiscale des entreprises de 2019, qui a eu pour effet de ramener de 30 % à 22 % les taux d'imposition des entreprises dans ce pays. Nous nous attendons à ce que l'amélioration graduelle de la conjoncture débouche sur une reprise mesurée de la croissance de l'investissement fixe et de l'activité industrielle à court terme. Pour l'heure toutefois, l'industrie de l'Inde reste plongée dans la torpeur : la production de véhicules et le PIB dans huit industries de base (l'électricité, la sidérurgie, les produits de raffinerie, le pétrole brut, le charbon, le ciment, le gaz naturel et les engrais) se contractent à l'heure actuelle (graphique 3). La léthargie de la demande intérieure est doublée des difficultés du commerce extérieur, qui s'expliquent par l'anémie de la conjoncture de la demande mondiale.

La relance monétaire et budgétaire favorisera la reprise naissante de l'Inde. Nous nous attendons à ce que la politique budgétaire reste favorable à la croissance dans l'avenir prévisible : le budget de l'Union pour l'EF 2020-2021 (d'avril à mars) sera dévoilé au début de février et comprendra probablement des mesures destinées à soutenir les dépenses chancelantes des ménages. Il n'empêche que nous constatons que la marge de manœuvre de ce pays dans l'adoption de mesures de relance budgétaire significatives est limitée en raison des finances publiques déjà faméliquées et de la pression baissière qui s'exerce sur les recettes fiscales. En fait, nous croyons qu'il est très improbable que l'Inde puisse atteindre la cible de 3,3 % du PIB dans le déficit budgétaire du gouvernement central pour l'exercice financier 2019-2020 (d'avril à mars). En outre, nous constatons que le déficit budgétaire est toujours nettement plus important au niveau du gouvernement général, puisqu'il gravite autour de 7,5 % du PIB dans l'EF 2019-2020.

Dans les derniers mois, le gouvernement de l'Inde a fait plusieurs déclarations de principe et a mis en œuvre des changements structurels pour relever le rendement de l'économie, notamment la réforme fiscale des entreprises dont nous venons de parler, la recapitalisation et

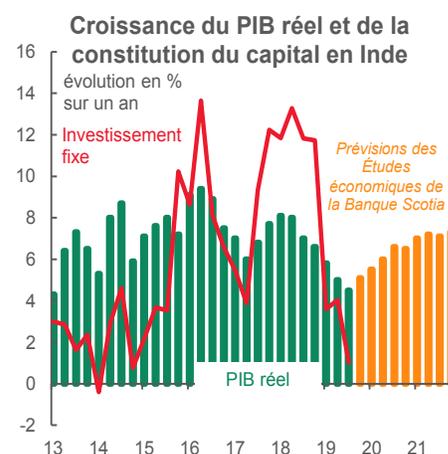
RENSEIGNEMENTS

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

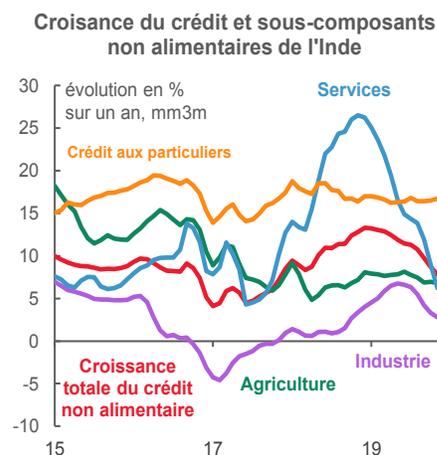
Inde	2018	2019e	2020p	2021p
PIB réel (évolution annuelle en %)	7,4	5,1	6,2	7,2
IPC (% sur un an, fp)	2,1	6,1	4,3	4,9
Taux directeur banque centrale (% , fp)	6,50	5,15	4,90	5,50
Roupie indienne (USDINR, fp)	69,8	71,4	70,0	69,0

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



Graphique 2



la consolidation des banques du secteur public, la libéralisation, la relance de plusieurs industries — dont l'automobile, l'immobilier et l'activité manufacturière — et le retrait d'un supplément d'impôt sur l'investissement des portefeuilles étrangers. Toujours est-il qu'il faut mener d'autres réformes structurelles, surtout dans les lois complexes du travail, qui expliquent toujours la taille relativement modeste des entreprises manufacturières du pays, ce qui les empêche de profiter pleinement des économies d'échelle. Effectivement, l'essor de l'industrie manufacturière et la création d'emplois sont indispensables pour les perspectives économiques; selon la Banque mondiale, il faut créer chaque année en Inde environ huit millions d'emplois nouveaux simplement pour absorber les nouveaux venus dans la population active. Toujours est-il que nous nous attendons à des progrès plutôt modestes dans le domaine des réformes. Même si le gouvernement mené par le parti Bharatiya Janata Party du premier ministre Narendra Modi est majoritaire dans la chambre basse (Lok Sabha), sa situation minoritaire en chambre haute (Rajya Sabha) ralentit l'exécution des politiques et la mise en œuvre des réformes.

PERSPECTIVES DE L'INFLATION ET DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

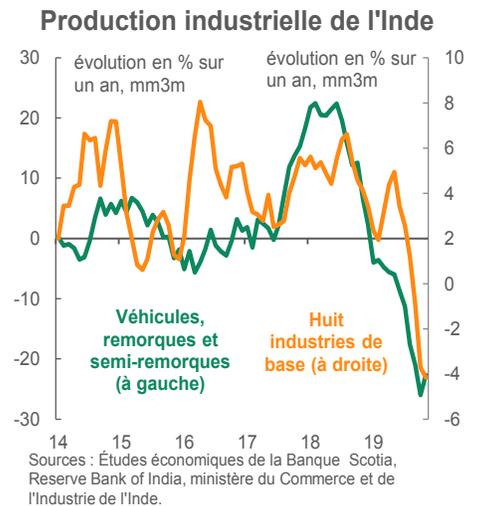
La Reserve Bank of India (RBI) relance l'économie en faisant appel à des mesures monétaires. Entre février et octobre 2019, le taux de refinancement repère a été abaissé de 135 points de base au total dans cinq réunions de politique monétaire consécutives (graphique 4). Contre toute attente, la RBI a laissé le taux directeur inchangé à 5,15 % dans la foulée de sa réunion du 5 décembre 2019; or, la banque centrale a continué de tenir un discours monétaire « conciliant ». L'autorité monétaire a fait savoir qu'elle disposait, dans le cadre de sa politique, d'une marge de manœuvre pour réduire encore les taux d'intérêt. Effectivement, compte tenu de la léthargie de la croissance économique et des pressions inflationnistes de l'Inde, nous croyons que le cycle de l'assouplissement monétaire de la RBI n'est pas encore terminé; nous prévoyons, avant le milieu de 2020, une autre baisse de 25 points de base du taux directeur.

Les décideurs de la RBI ont précisé que l'objectif premier de la banque centrale est le ciblage de l'inflation; c'est pourquoi ils souhaitent plus de précisions sur l'évolution de l'inflation avant de continuer de relancer l'économie. Ils ont aussi fait savoir que les baisses de taux précédentes continueraient de donner lieu à une réduction des taux de crédit. L'économie de l'Inde est toujours aux prises avec la léthargie de la transmission de la politique monétaire, ce qui s'explique en partie par les difficultés du secteur financier de ce pays. Dans la foulée de la réunion de politique monétaire de décembre 2019, la RBI a fait savoir que la baisse de 135 points de base en 2019 avait réduit les taux de crédit moyens pondérés des nouveaux prêts en roupies de 44 points de base à peine, en précisant qu'elle s'attendait à ce que la transmission des baisses s'améliore à court terme.

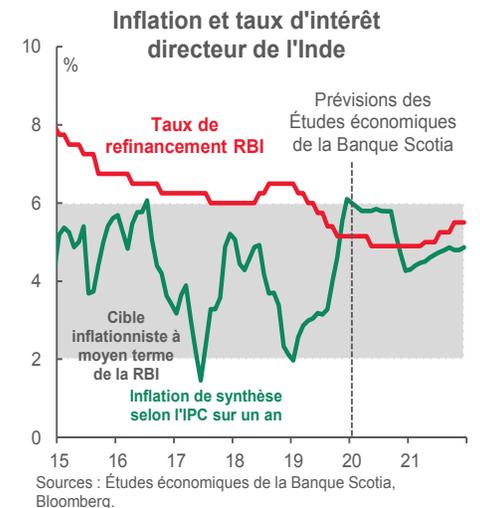
Récemment, la dynamique de l'inflation de l'Inde est devenue plus complexe : l'inflation de synthèse s'est brusquement accélérée. L'inflation frôlera probablement la limite supérieure de la cible annuelle de 4 % \pm 2 % de la RBI dans les prochains mois. Ce relèvement s'explique surtout par le bond des prix des aliments (graphique 5), qui s'explique par la saison erratique de la mousson. Dans le même temps, l'inflation fondamentale reste endiguée aux alentours de 3,5 % sur un an en raison de la léthargie des pressions sur les prix portées par la demande.

Nous nous attendons à ce que les pressions actuelles qui s'exercent sur les prix de synthèse soient transitoires. Il n'empêche que différents facteurs concomitants influenceront sur les perspectives inflationnistes de l'Inde : 1) la trajectoire budgétaire du gouvernement; 2) les prix des légumes et des autres produits alimentaires; 3) la hausse des attentes inflationnistes des ménages; 4) la volatilité des marchés financiers intérieurs; 5) la léthargie de la demande intérieure et son impact sur l'inflation fondamentale; et 6) les cours mondiaux du pétrole. En surveillant attentivement l'évolution de ces facteurs, nous prévoyons que le taux d'inflation de l'Inde regagnera la barre des 4 % sur un an en 2021.

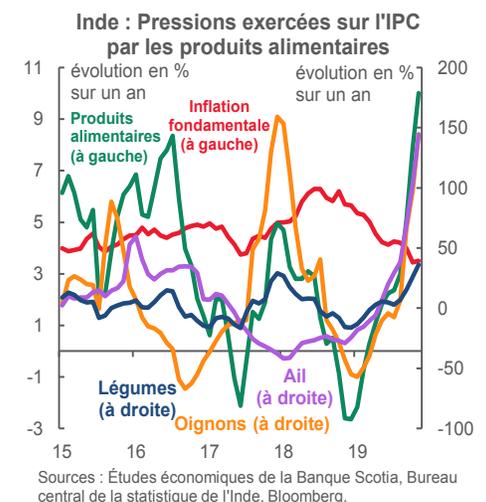
Graphique 3



Graphique 4



Graphique 5



Corée du Sud

- L'économie exportatrice de la Corée du Sud continue d'affronter des vents contraires; or, les politiques de relance laissent entrevoir une modeste reprise.
- Les pressions discrètes que la demande fait peser sur les prix tiennent l'inflation en laisse, ce qui favorise une conjoncture monétaire conciliante.

PERSPECTIVES DE CROISSANCE ÉCONOMIQUE

Les difficultés du commerce extérieur continuent de peser sur l'économie sud-coréenne. Les exportations de ce pays sont inférieures aux niveaux de l'année précédente depuis la fin de 2018 (graphique 1), en raison de la léthargie de la demande mondiale et des effets d'entraînement, sur la chaîne logistique, du conflit commercial sino-américain. En outre, le secteur de l'électronique mondial continue de se replier, à cause de l'anémie de la demande chinoise et de la conjoncture de suroffre dans le secteur des semi-conducteurs, qui est en train de s'adapter au prolongement du cycle de remplacement des téléphones intelligents.

Les difficultés du commerce extérieur se répercutent sur la demande intérieure, comme en témoigne le ralentissement des dépenses des ménages et de l'investissement fixe. Toutefois, les indicateurs de confiance des ménages et des entreprises ont atteint leur plus creux, ce qui permet d'entrevoir une reprise graduelle dans les prochains mois. Le budget de l'État sud-coréen pour 2020, adopté par l'Assemblée nationale en décembre, reste expansionniste. En fait, les dépenses publiques sont appelées à augmenter de 9,1 % sur un an en 2020, essentiellement dans des secteurs comme la relance de la recherche-développement, de l'industrie et des exportations, ainsi que dans les domaines de la santé, du bien-être et de l'emploi. Le gouvernement vise à anticiper les dépenses au début de 2020 — en dépensant 70 % du budget dans le premier semestre de l'année — afin d'en maximiser l'effet de relance sur l'économie. Les politiques budgétaires favorables à la croissance étofferont les efforts d'assouplissement monétaire de la Banque de Corée (BoK), ce qui favorisera la reprise économique du pays.

Nous estimons que le PIB réel de la Corée du Sud a crû d'un peu moins de 2 % en 2019. Une modeste reprise pointe à l'horizon des prochains trimestres, puisque les gains de PIB devraient s'établir à une moyenne de 2,33 % sur un an en 2020-2021.

PERSPECTIVES DE L'INFLATION ET DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

La conjoncture monétaire de la Corée du Sud restera conciliante pendant encore longtemps. La BoK a abaissé de 50 points de base, à 1,25 % entre juillet et octobre 2019, son taux directeur (graphique 2). Elle laissera probablement inchangé son taux directeur à court terme, puisqu'elle évaluera l'impact des récentes baisses de taux et qu'elle sera attentive à l'évolution des incertitudes qui pèsent sur le commerce mondial. Toujours est-il que le gouverneur de la BoK, Lee Ju-yeol, a fait savoir que la banque centrale dispose d'une marge de manœuvre pour intervenir encore au besoin. Effectivement, l'évolution des relations commerciales entre les États-Unis et la Chine jouera un rôle prépondérant dans les prochaines décisions de politique monétaire, puisque l'économie sud-coréenne continue d'être malmenée par les répercussions des difficultés liées au commerce.

Sur fond de léthargie économique, les pressions inflationnistes restent anémiques en Corée du Sud, puisque l'inflation de synthèse s'établissait à moins de 1 % sur un an à la fin de 2019. L'inflation fondamentale est elle aussi discrète (graphique 2). Nous ne nous attendons pas à ce que l'inflation de synthèse annuelle atteigne la cible de 2 % sur un an de la BoK avant 2021, ce qui lui permettra de continuer de tenir un discours monétaire conciliant.

RENSEIGNEMENTS

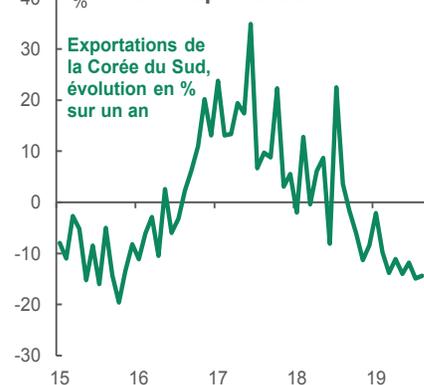
Tuuli McCully, premier directeur et chef, Études économiques – Asie-Pacifique
 65.6305.8313 (Singapour)
 Études économiques de la Banque Scotia
tuuli.mccully@scotiabank.com

Corée du Sud	2018	2019e	2020p	2021p
PIB réel (évolution annuelle en %)	2,7	1,8	2,1	2,5
IPC (% sur un an, fp)	1,3	0,7	1,6	2,1
Taux directeur banque centrale (% fp)	1,75	1,25	1,25	1,50
Won sud-coréen (USD/KRW, fp)	1 116	1 156	1 120	1 080

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1

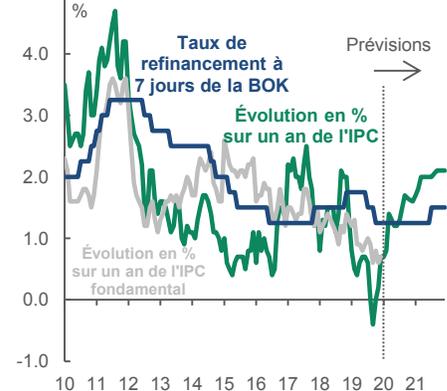
Corée du Sud : Croissance totale des exportations



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 2

Corée du Sud : Inflation et taux d'intérêt directeur



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Australie

- La croissance économique de l'Australie devrait prendre du mieux en 2020; or, son élan est appelé à rester inférieur au potentiel de l'économie.
- La dynamique des marchés du travail et du logement amènera probablement le consommateur australien à adopter des orientations opposées.
- L'inflation inférieure à la cible permet d'adopter une politique monétaire conciliante; le pays dispose toujours d'une marge de manœuvre de relance budgétaire au besoin.

PERSPECTIVES DE CROISSANCE ÉCONOMIQUE

L'économie australienne a adopté une trajectoire de croissance économique ralentie en raison des préoccupations qui pèsent sur la croissance mondiale et de la léthargie de la demande intérieure. Nous estimons que le PIB réel de l'Australie a monté d'à peine 1,8 % sur un an en 2019, ce qui est nettement inférieur au taux de croissance potentiel estimé de 2,75 % du pays. Toujours est-il que la politique monétaire conciliante, les baisses d'impôts, les dépenses consacrées aux infrastructures publiques et la reprise du marché du logement devraient permettre à l'économie de reprendre de la vitesse — même si ce n'est que graduellement — dans les prochains trimestres, puisque les gains de PIB s'établiront probablement à une moyenne de 2,3 % sur un an en 2020-2021.

Malgré la léthargie de la dynamique de la demande mondiale, le commerce extérieur de l'Australie contribue à la croissance, grâce à la léthargie du dollar australien, à l'amélioration de la balance commerciale et à la forte demande de produits de base en Chine (graphique 1). Dans le même temps, l'Australie est moins intégrée dans les chaînes logistiques manufacturières de l'Asie-Pacifique que la plupart des économies régionales comparables, ce qui isole le pays contre certains effets d'entraînement produits par le conflit commercial sino-américain.

Du point de vue de la demande intérieure, deux facteurs essentiels se répercutent sur les perspectives des dépenses des ménages australiens — qui représentent presque 60 % du PIB du pays : le marché du travail et le marché de l'immobilier résidentiel, qui lancent des signaux contrastés pour ce qui est des perspectives de dépenses projetées, puisque l'un se ralentit et que l'autre prend de la vitesse. Dans le même temps, le choc des incendies de brousse doit toujours se répercuter sur la confiance des ménages et sur l'ensemble de l'économie.

Le marché du travail australien a commencé à donner des signes d'affaïssement; or, la conjoncture de l'emploi est toujours aussi solide selon les normes statistiques. Dans les six mois qui ont précédé novembre 2019, l'économie s'est enrichie chaque mois de 17 000 nouveaux emplois en moyenne, en baisse par rapport à la moyenne de 25 500 emplois comptabilisés dans les six mois précédents. En outre, la part de l'emploi à temps plein dans les nouveaux postes créés a diminué, alors que le taux de chômage a légèrement remonté; or, on constate en partie une hausse de la participation à la population active (graphique 2). Nous nous attendons à un nouvel affaïssement du marché du travail dans les prochains trimestres, ce qui continuera de plafonner la croissance des salaires et des dépenses de consommation.

Dans le même temps, la confiance des ménages sera étayée par le rebond soutenu du marché de l'immobilier résidentiel australien (graphique 3), grâce à la baisse des taux d'intérêt, à l'assouplissement des conditions du crédit au logement et aux récentes réductions de l'impôt sur le revenu. Dans les grandes villes, les prix des logements inscrivent des gains mensuels depuis juillet 2019, même si d'importantes différences

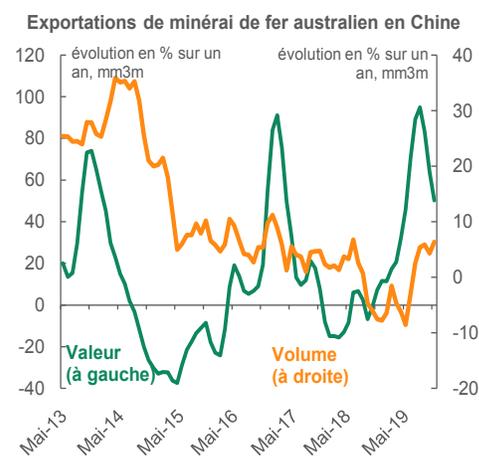
RENSEIGNEMENTS

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

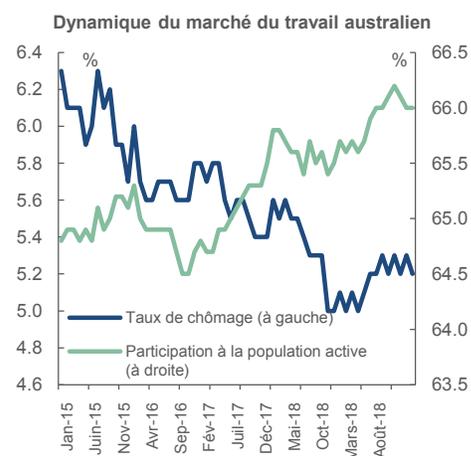
Australie	2018	2019e	2020p	2021p
PIB réel (évolution annuelle en %)	2,7	1,8	2,1	2,5
IPC (% sur un an, fp)	1,8	1,6	1,9	2,1
Taux directeur banque centrale (% , fp)	1,50	0,75	0,50	0,50
Dollar australien (AUDUSD, fp)	0,70	0,68	0,72	0,74

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



Graphique 2



régionales perdurent. Nous continuons d'être prudents dans nos prévisions sur la durabilité de la reprise des prix en raison de l'endettement élevé des ménages, de la croissance timorée des revenus, de la léthargie des gains de l'emploi et des difficultés liées à l'abordabilité des prix. Toutefois, dans le même temps, l'offre limitée projetée viendra étayer dans une certaine mesure le marché, puisqu'une reprise significative des mises en chantier de logements se fait attendre (graphique 4).

La politique budgétaire australienne reste circonspecte. Le gouvernement de la Coalition libérale-nationale de centre droit mené par le premier ministre Scott Morrison s'engage toujours à dégager un excédent budgétaire dans l'exercice financier en cours (de juillet à juin). Nous constatons que ce pays dispose d'une marge de manœuvre budgétaire suffisante pour continuer de relancer l'économie au besoin afin d'étoffer les efforts de relance monétaire de la Réserve Bank of Australia (RBA). Bien que les plans d'investissement des entreprises du secteur privé restent atoniques en raison de l'incertitude qui perdure à propos des perspectives économiques, les dépenses du secteur public — essentiellement consacrées aux infrastructures de transport — étayeront l'activité dans la construction au cours des prochains trimestres.

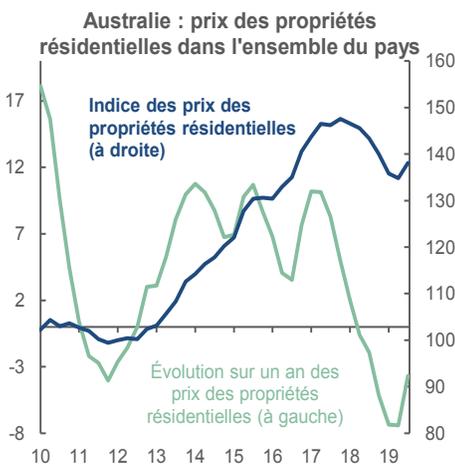
PERSPECTIVES DE L'INFLATION ET DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

En Australie, l'inflation de synthèse reste inférieure à la cible inflationniste annuelle de 2 %-3 % de la RBA, puisque les prix ont augmenté de 1,7 % sur un an au troisième trimestre de 2019 (graphique 5). Les pressions exercées par la demande sur les prix resteront probablement essentiellement absentes pour l'avenir prévisible; nous nous attendons à ce que l'inflation de synthèse ne s'accélère que graduellement, pour atteindre, au début de 2021, l'extrémité inférieure de la fourchette de la cible de la RBA.

Compte tenu de l'inflation léthargique, la RBA s'engage toujours à relancer l'économie grâce à une politique monétaire conciliante. La banque centrale a réduit de 75 points de base, depuis juin 2019, le taux au comptant directeur (graphique 5). Dans la foulée de la plus récente réunion de politique monétaire, au début de décembre 2019, la RBA a laissé son taux directeur inchangé à 0,75 % afin de se donner le temps d'évaluer l'impact des récentes baisses de taux. Toujours est-il que le gouverneur de la RBA, Philip Lowe, a précisé que la banque centrale est prête à assouplir encore sa politique monétaire au besoin pour que l'économie atteigne le plein-emploi et pour ramener l'inflation sur la cible. Le gouverneur Lowe a aussi fait savoir que la banque centrale envisagerait des mesures d'assouplissement quantitatif — en rachetant des obligations d'État sur le marché secondaire — si le taux au comptant devait atteindre 0,25 %. Il a toutefois précisé que les conditions ne sont pas encore réunies pour mettre en œuvre ces mesures monétaires et que les perspectives à court terme n'indiquent pas qu'il faut y recourir non plus.

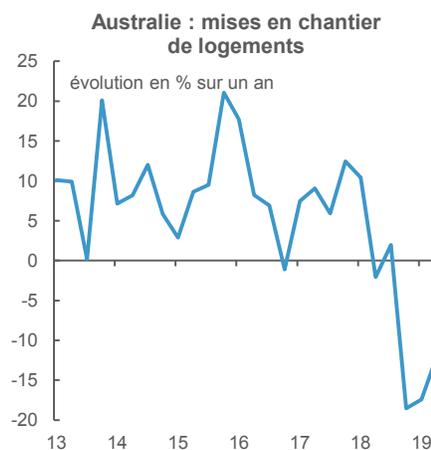
La conjoncture internationale — en particulier les discussions commerciales entre les États-Unis et la Chine — tiendra une place dans l'évolution de la politique monétaire australienne, puisqu'elle se répercutera sur la confiance des ménages et des entreprises et sur les décisions de dépenses. En outre, les feux de brousse et la conjoncture du marché du travail intérieur entreront en ligne de compte dans le déroulement de la politique de la RBA. Si les risques baissiers ont récemment en quelque sorte diminué mondialement, nous continuons de nous attendre à ce que le marché du travail australien ne parvienne pas à se ressaisir à court terme. C'est pourquoi nous croyons que la RBA réduira une nouvelle fois son taux directeur dans ce cycle d'assouplissement, pour porter le taux au comptant à 0,50 % au premier semestre de 2020.

Graphique 3



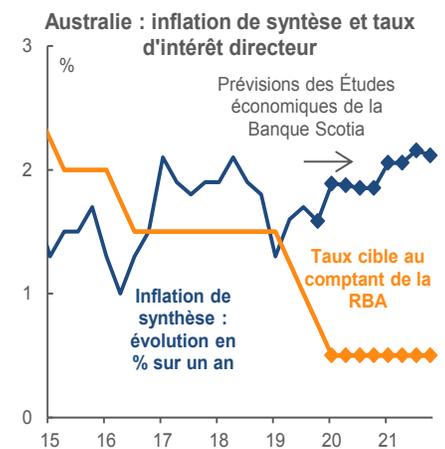
Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Australian Bureau of Statistics, Bloomberg.

Graphique 4



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

Graphique 5



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Produits de base

- La conjoncture macroéconomique devrait continuer de dominer l'évolution des cours des produits de base en 2020, d'ici à ce que les risques se modèrent en 2021 et à ce que les produits de base puissent reprendre les parcours de prix portés par les fondamentaux propres à ces produits.
- Le léger apaisement des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine grâce au pacte de la phase 1 qui vient tout juste d'être signé et la dégradation continue des relations entre les États-Unis et l'Iran ont relancé les perspectives des cours du pétrole et du cuivre, tout en assombrissant légèrement les perspectives de l'or en 2020.

2020 LAISSE ENTREVOIR DES RISQUES FAMILIERS POUR LE MARCHÉ DES PRODUITS DE BASE, MÊME SI LE PIRE A PU ÊTRE ÉVITÉ

La caractéristique définitoire de l'évolution des cours des produits de base en 2019 a été l'humeur des marchés vis-à-vis de la relation commerciale capricieuse entre Washington et Beijing — ce qui a malmené les contrats beaucoup plus que toutes les nouvelles fondamentales sur les produits de base. Cette évolution s'est déroulée même si l'année écoulée a été témoin d'événements de risque sans précédent pour l'offre, dont les manifestations massives au Chili, poids lourd du cuivre, le tragique effondrement du barrage de morts-terrains au Brésil, qui a paralysé de nombreux gisements de minerai de fer dans ce pays, l'escalade incessante de l'Iran dans la région, qui a finalement donné lieu à la plus forte interruption dans les annales des livraisons pétrolières saoudiennes, et à une époque très récente, le choc le plus retentissant dans les relations entre les États-Unis et l'Iran depuis la crise des otages de 1979, dans l'assassinat ciblé du plus puissant dirigeant militaire iranien. Or, ce sont les actualités hésitantes liées aux avancées et aux reculs de l'évolution des relations commerciales entre les États-Unis et la Chine qui a produit l'effet le plus retentissant sur les cours, en portant les produits de base à la hausse et à la baisse dans leur ensemble, sauf dans certains cas.

Nous nous attendons à ce que 2020 soit elle aussi dominée par la politique commerciale, avant que les risques s'apaisent graduellement dans la foulée des présidentielles américaines, peu importe qui sera le locataire du bureau ovale. Notre point de vue reste plus ou moins inchangé par rapport à nos dernières prévisions trimestrielles, même si l'annulation des sanctions tarifaires supplémentaires qui devaient produire leurs effets le 15 décembre et l'annonce d'un éventuel pacte commercial de la phase 1 à signer le 15 janvier (selon le compte Twitter du président, ce que nous allons donc prendre avec une grande cuillerée de sel) télégraphient le premier progrès véritable dans le dossier commercial depuis que la guerre commerciale a éclaté véritablement au milieu de 2018. Même si nous sommes toujours d'un optimisme sceptique, en croyant que les négociations commerciales continueront de progresser dans les prochains mois, nous ne sommes toujours pas convaincus de l'apaisement pur et simple des risques commerciaux, et nous préférons élaguer notre probabilité présumée du pire pour ce qui est du dénouement commercial — à savoir un nouveau plongeon dans l'animosité commerciale entre les deux grandes puissances économiques du monde et le relèvement de barrières non tarifaires encore moins prévisibles. Nos prévisions sur les cours des produits de base restent essentiellement inchangées par rapport au dernier trimestre (graphique 1), à l'exception de très modestes relèvements pour le cuivre et d'un troncage mineur du parcours des prix de l'or, soit les deux produits de base les plus sensibles aux risques, ainsi qu'un relèvement des perspectives des cours du brut pour tenir compte de l'accroissement du risque de l'offre dans la foulée de l'assassinat, par les États-Unis, du général le plus influent de l'Iran.

L'ÉNERGIE : SECOUSSE SUR LE MARCHÉ PÉTROLIER À L'HORIZON, PUIS REPRISE DE L'OR NOIR

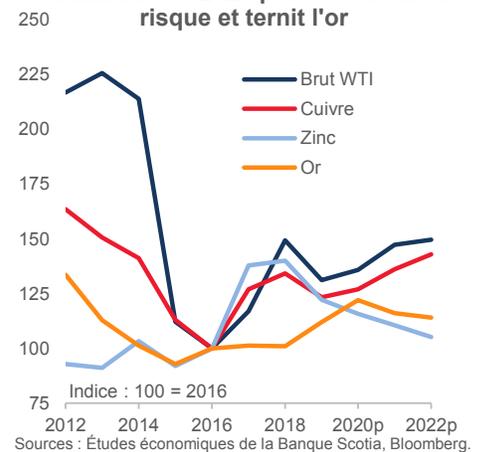
En décembre, les cours du pétrole se sont envolés grâce à l'évolution favorable des relations commerciales entre les États-Unis et la Chine, malgré les excédents largement prévus au premier semestre de 2020 (graphique 2). Les cours du brut devraient baisser légèrement

RENSEIGNEMENTS

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

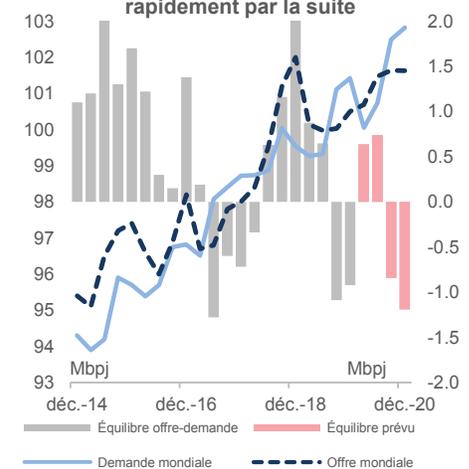
Graphique 1

Le troncage du risque extrême du commerce en 2020 porte les actifs à risque et ternit l'or



Graphique 2

Les contingents de l'OPEP font baisser l'excédent du marché pétrolier au S1 de 2020; les stocks se durcissent rapidement par la suite



lorsque la conjoncture reprendra son cours normal, que les courbes à terme basculeront dans un léger contango et que les stocks mondiaux commenceront à monter, en laissant entrevoir l'éclosion d'excédents qui devraient perdurer jusqu'au deuxième semestre de l'année. Or, ces excédents s'expliquent par une évolution différente de l'offre que celle qui avait assombri l'horizon des contrats du pétrole brut depuis la fin de 2014 : il s'agit non pas d'un regain du pétrole de schiste américain ni d'une offensive de l'OPEP pour conquérir des parts de marché, mais plutôt d'une coïncidence chronologique qui a amené trois administrations étrangères qui ont de longs délais de production à relever la production de nouveaux projets dans leur ensemble dans les gisements présalifères du Brésil, dans un méga projet norvégien dans la mer du Nord et dans la production des tout premiers barils du mini-État du Guyana, qui doit désormais, après n'avoir jamais rien produit, devenir le premier pays pour la production par habitant sur la planète.

La conjoncture se mettra à se durcir rapidement au deuxième semestre de 2020 et au début de 2021 lorsque le marché pétrolier aura connu ces relances ponctuelles de l'offre mondiale. À la fin de 2020, la croissance de l'offre du pétrole de schiste américain devrait s'inscrire à moins de 1 Mbpj sur un an, en baisse par rapport à plus de 2 Mbpj en 2018, puisque l'activité de forage continuera de stagner et que la productivité s'établira à un plateau : la croissance de la production américaine devrait se stabiliser au début des années 2020 aux alentours de 300-500 kbpj par an (graphique 3), ce qui apportera à l'OPEP+ la marge de manœuvre qui lui permettra de commencer enfin à remettre sur le marché les barils retenus et ce qui constituera un nouveau tampon de la demande suffisant pour permettre également aux autres pays non membres de l'OPEP hors des États-Unis (soit le Canada, dont le contingentement est levé, et les gisements brésiliens en mer, entre autres) de faire progresser organiquement leur production. La croissance de la demande devrait commencer à se réaccélérer en 2021 lorsque l'incertitude commerciale se résorbera et que l'économie mondiale reprendra le temps perdu dans les décisions d'investissement décalées en 2019-2020 : la croissance de la demande, qui a été de 1 Mbpj à peine l'an dernier, a été nettement inférieure au taux de croissance tendanciel du marché.

Les cours du brut ont eu droit à un autre coup de pouce classique des risques géopolitiques dans la foulée de la nouvelle selon laquelle les frappes aériennes américaines sur l'aéroport de Bagdad avaient tué le puissant général Ghassem Soleimani, chef de la brigade élite al-Qods des Gardiens de la révolution islamique et qui était en fait le personnage le plus puissant du gouvernement iranien après le guide suprême. On ne sait toujours pas comment l'Iran décidera de riposter à l'assassinat de l'un des dirigeants les plus haut placés dans sa hiérarchie; or, à périmètre constant, cet événement augmente considérablement le risque d'une nouvelle escalade entre Washington et l'Iran et pourrait s'étendre aux infrastructures pétrolières de la région. Compte tenu de ce risque accru de baisse de l'offre, les cours du brut WTI devraient désormais s'établir à une moyenne de 59 \$ le baril en 2020 et fléchir au \$1 de 2020 de concert avec la suroffre, avant de remonter par la suite à une moyenne de 64 \$ le baril en 2021 lorsque la conjoncture reviendra à l'équilibre.

Le différentiel supporté par les barils de brut lourd canadien (WCS) devrait augmenter pour passer à 19 \$ le baril de moins que le WTI en 2020 et à 24 \$ le baril en 2021, puisque le gouvernement de l'Alberta continue d'assouplir sa politique de contingentement, que la capacité de transport par oléoduc reste insuffisante, même après la mise en service présumée de la Ligne 3, à la fin de 2020, et que le seuil de rentabilité nécessaire dans le transport du pétrole par chemin de fer perdure, pour équilibrer le marché pétrolier de l'Ouest canadien.

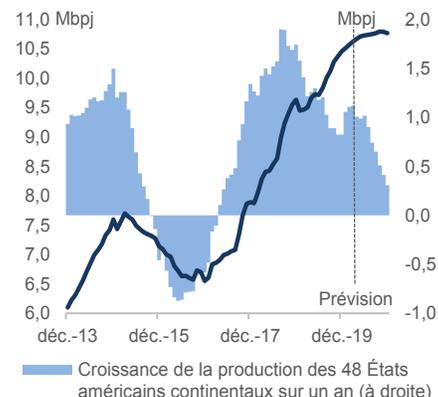
LES MÉTAUX INDUSTRIELS : CONJONCTURE STABLE POUR LE MAINTIEN DES PRIX JUSQU'À CE QUE LES FONDAMENTAUX REPRENNENT LEURS DROITS EN 2021

Le discours de la politique commerciale, qui a tiré les cours des produits de base l'an dernier, a été très évident dans le complexe des métaux de base, et nous nous attendons à une autre année de rendement relativement tendu des métaux en 2020, alors que les intrants du complexe de l'acier comme le minerai de fer et le charbon de cokéfaction devraient mieux suivre la politique intérieure chinoise. Les indices PMI mondiaux semblent avoir atteint leur plus creux dans les derniers mois de 2019 et sont appelés à rebondir — même si l'incertitude commerciale est appelée à rester forte au début de 2020 et que l'activité industrielle devrait, pendant les présidentielles américaines, afficher un meilleur rendement que l'an dernier, qui avait été famélique.

Si la conjoncture a pu orienter ainsi les cours du cuivre, c'est en partie parce que les stocks physiques de cuivre ne sont pas particulièrement extrêmes (graphique 4). L'an dernier, la croissance de la demande a été relativement stable mais léthargique, et nous nous attendons à ce qu'il continue d'en être ainsi dans les prochains trimestres : la conjoncture sera partagée entre la léthargie de la demande manufacturière en Chine, en raison entre autres du retrait de l'ensemble des conditions atmosphériques dans la foulée de la mise en œuvre des nouvelles normes d'économie de l'énergie, et le relèvement probable de l'investissement consenti dans le réseau et lié au raffermissement des efforts de relance de Beijing. Malgré des stocks physiques relativement étalés, les stocks de cuivre cotés en Bourse ont baissé de 60 % depuis le début de 2018 et de 37 % depuis la fin du T3 de 2019. Le positionnement spéculatif dans les contrats à

Graphique 3

La croissance de la production de brut américain baisse rapidement



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, EIA.

Graphique 4

Les échanges sur le marché du cuivre se déroulent de part d'autre du point d'équilibre jusqu'au milieu de 2020



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Wood Mackenzie.

terme du Comex et de la LME reste nettement inférieur aux niveaux du début de 2018, avant que le conflit commercial sino-américain prenne vraiment de la vitesse; les tensions n'ont cessé de s'apaiser dans les derniers mois, ce qui permet d'espérer que l'on se rapproche de la validation d'un accord entre Washington et Beijing grâce à la signature, prévue pour le milieu de 2020, du pacte de la phase I. De concert avec le tronçage du risque extrême évoqué ci-dessus, nous avons légèrement relevé, pour 2020, nos prévisions des cours du cuivre à 2,80 \$ la livre (contre 2,75 \$ la livre pour le dernier trimestre de 2019); nos prévisions s'établissent à 3,00 \$ la livre en 2021.

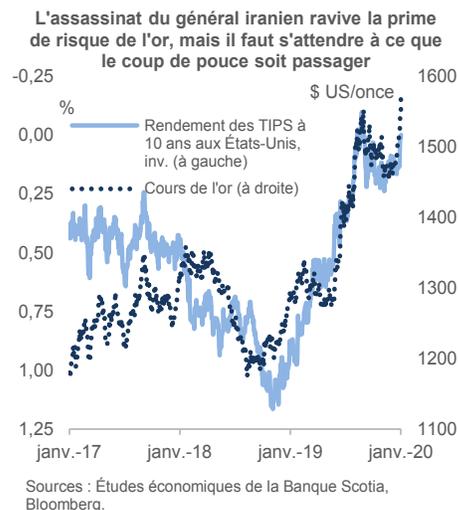
Le zinc illustre éloquentement la puissance des effets de la conjoncture commerciale sur les cours des métaux : les contrats ont perdu le tiers de leur valeur depuis le milieu de 2018, alors que tous les chiffres ont continué de laisser entendre que les marchés physiques étaient extrêmement tendus (graphique 5). Malgré le regain de l'offre minière grâce aux sommets qu'ont atteint l'an dernier les cours depuis une dizaine d'années, l'excédent de concentrés n'a pas réussi jusqu'à maintenant à se matérialiser dans les stocks de métaux raffinés en raison du durcissement et des goulets d'étranglement dans le secteur des fonderies; en Chine, la réglementation environnementale vient encore contraindre le secteur des fonderies du pays, qui relèverait normalement l'utilisation du zinc dans ses usines pour capter la différence favorable entre les marchés concentrés lâches et les marchés des métaux tendus. Cette tension des marchés des métaux est parfaitement évidente dans la rétrogradation exagérée qu'ont connue les contrats de zinc dans les dernières années : même si cette rétrogradation s'apaise, il semble qu'il faudra encore attendre quelques mois avant que le marché connaisse un équilibre significatif à court terme. Les stocks de zinc restent périlleusement faibles, et il faudra du temps pour qu'ils se reconstituent lorsque le marché connaîtra une période excédentaire. Même si nous continuons de nous attendre à ce que cet excédent de concentrés se rende jusqu'au marché des métaux finis cette année, la tension du secteur des fonderies devrait maintenir les cours plus ou moins aux alentours des niveaux actuels (soit 1,08 \$ la livre en 2020 et 1,05 \$ la livre en 2021) jusqu'à ce que les excédents du métal permettent de reconstituer les niveaux de stocks anémiques.

LES MÉTAUX PRÉCIEUX : LES PRÉVISIONS SUR L'OR SONT TRONQUÉES DE CONCERT AVEC LE RISQUE EXTRÊME RÉDUIT; LA MORT DU GÉNÉRAL IRANIEN DONNE UN COUP DE POUCE TEMPORAIRE

Les cours du lingot ont eu droit à un nouveau coup de pouce du point de vue des risques dans la foulée de l'assassinat ciblé du haut dignitaire militaire iranien, le général Ghassem Soleimani (cf. l'analyse ci-dessus sous la rubrique L'énergie), en frôlant un sommet de 1 600 \$ l'once depuis sept ans (graphique 6). Bien que nous nous attendions à ce que ces récents pics soient de courte durée, puisque la prospective d'un affrontement militaire direct entre Washington et Téhéran est appelée à diminuer dans les prochaines semaines, nous continuons de croire que 2020 sera une année fructueuse pour les cours de l'or, malgré des inquiétudes tenaces dans le conflit entre les États-Unis et l'Iran, les présidentielles américaines particulièrement litigieuses, l'effervescence actuelle des cours boursiers en raison de la multiplication des risques de baisse et les éternelles hésitations des banques centrales qui attendent une plus grande certitude politique avant de recommencer à durcir leur discours comme elles l'avaient fait auparavant.

Les cours de l'or devraient s'établir en moyenne à un pic annuel à court terme de 1 525 \$ l'once en 2020, avant de s'affaisser à 1 450 \$ l'once en 2021 et de continuer de régresser au début des années 2020 en raison de l'apaisement de l'incertitude politique et du redressement, en fin de compte, de la politique monétaire mondiale.

Graphique 5

Graphique 6

Tableau 1

Produits de base	2010-2018			moyenne annuelle		
	Minimum	Moyenne	Maximum	2019	2020p	2021p
Pétrole WTI (\$ US/baril)	26	74	114	57	59	64
Pétrole Brent (\$ US/baril)	28	82	127	64	63	67
WCS - Escompte WTI (\$ US/baril)	-50	-18	-7	-14	-20	-24
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	1,64	3,39	6,15	2,53	2,39	2,63
Cuivre (\$ US/lb)	1,96	3,10	4,60	2,72	2,80	3,00
Zinc (\$ US/lb)	0,66	1,02	1,64	1,16	1,10	1,05
Nickel (\$ US/lb)	3,50	7,00	13,17	6,32	6,50	7,00
Aluminium (\$ US/livre)	0,65	0,89	1,26	0,81	0,90	0,90
Minerai de fer (\$ US/tonne)	39	101	194	94	78	70
Charbon métallurgique (\$ US/tonne)	81	179	330	184	145	150
Or (\$ US/once)	1049	1342	1895	1 393	1 525	1 450
Argent (\$ US/once)	13,58	21,64	48,70	16,21	18,75	17,75

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Marché des changes

- Le dollar américain appelé à fléchir si les risques s'estompent à l'échelle mondiale.

Les risques qui ont pesé sur les marchés en 2019 pourraient se dissiper en ce début d'année 2020; en effet, les États-Unis et la Chine se sont entendus sur les modalités d'une trêve commerciale, quoique l'avenir du Brexit demeure incertain. Au moins, les banques centrales semblent de moins en moins inquiétées par les risques de baisse touchant l'économie mondiale et par conséquent moins tentées de mettre en œuvre de nouvelles mesures accommodantes pour appuyer la croissance. Le **dollar américain (\$ US)** a profité considérablement de la demande en valeurs refuges au cours de la dernière année, notamment en raison du contexte d'incertitude commerciale. D'après les estimations d'une analyse des Études économiques de la Banque Scotia, le dollar américain se négociait à une valeur supérieure à 11 % de sa valeur fondamentale au quatrième trimestre de l'année dernière sous l'effet du climat d'incertitude ambiant, celui-ci poussant les investisseurs à chercher des valeurs refuges libellées en \$ US. Nous nous attendons à ce que ce phénomène s'amenuise au cours de la prochaine année, tant et aussi longtemps que les tensions récentes au Moyen-Orient ne dégénèrent pas en conflit grave.

En chiffres pondérés en fonction des échanges, le \$ US demeure relativement vigoureux, se maintenant près de son plus haut depuis 2017. Toutefois, le dollar américain a fait du sur place au cours de la dernière année et nous nous attendons à ce qu'il suive une tendance baissière à moyen terme. Les progrès réalisés sur le plan commercial devraient appuyer les perspectives de croissance mondiale et affaiblir la demande en actifs libellés en \$ US. La correction de milieu de cycle de la Fed a réduit l'avantage concurrentiel du dollar américain et expose potentiellement ce dernier à une surveillance internationale accrue des déséquilibres structurels aux États-Unis. La croissance aux États-Unis, qui s'essouffle après avoir progressé de 3 % au début de l'année 2019, devrait continuer à diminuer en 2020. L'écart de valeur le plus marqué entre le \$ US et les autres grandes monnaies, enregistré à la fin de l'année 2019, représente à notre avis un sommet d'une certaine importance.

Au cours des prochains mois, les investisseurs devront aussi commencer à se pencher sur l'incidence potentielle des élections présidentielles américaines de 2020 sur les cours des monnaies. Au premier abord, les positions favorables à la croissance du président Trump semblent avantager le \$ US, cependant des préoccupations d'ordre commercial et concurrentiel atténuent cet avantage. Entre-temps, certains candidats démocrates ont présenté des plateformes politiques axées principalement sur le \$ US (Elizabeth Warren) ou qui s'accompagnent d'un risque de baisse plus élevé pour le \$ US (Bernie Sanders) à long terme. Si les marchés des changes ont été extrêmement stables en 2019; nous nous attendons à une instabilité accrue au cours de la prochaine année.

Le Canada et le Mexique profitent des progrès réalisés vers la ratification de l'accord AEUMC, quoique la valorisation du **dollar canadien (\$ CA)** et celle du peso mexicain (MXN) tiennent déjà compte de cet accord en grande partie; le relâchement généralisé des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine devrait aussi avantager le \$ CA à mesure que l'année avance. Au Canada, la croissance a ralenti brusquement au quatrième trimestre, les données disponibles à la fin de l'année pointant vers une croissance économique bien en deçà des prévisions de la Banque du Canada (BdC) pour le trimestre (1,3 %). Après que le gouverneur de la BdC, Stephen Poloz, eut fait part de sa confiance envers les perspectives économiques au début du mois de décembre, les investisseurs considèrent les baisses de taux d'intérêt avec circonspection et évaluent désormais à peine à 50 % les chances d'un abaissement du taux directeur à la fin de l'année 2020. En raison de la rigidité des rendements au Canada, les écarts à court terme entre les taux d'intérêt aux États-Unis et au Canada demeurent favorables au \$ CA, du moins pour le moment.

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

Juan Manuel Herrera, stratège cambiste,
 416.866.6781
 Stratégie des marchés des changes
juanmanuel.herrera@scotiabank.com

Graphique 1



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg, Stratégie des TRFDPB de la Banque Scotia.

Graphique 2



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg, Stratégie des TRFDPB de la Banque Scotia.

Au cours de la prochaine année, nous nous attendons à une croissance mondiale plus équilibrée. Même avec la mise en œuvre de nouvelles mesures d'assouplissement monétaires modestes par la BdC, nous sommes d'avis que le \$ CA peut s'apprécier par rapport au \$ US, vu la probabilité que l'écart de croissance entre les États-Unis et le Canada s'amenuise, et se réaligier sur les données fondamentales après un glissement de la demande vers le \$ US reflétant l'insécurité des investisseurs. Nous prévoyons des niveaux de croissance similaires aux États-Unis (1,6 %) et au Canada (1,5 %) en 2020 et anticipons une croissance légèrement supérieure au Canada qu'aux États-Unis en 2021. Les investisseurs sont optimistes quant au \$ CA depuis le milieu de l'année 2019, comme en témoignent les données de positionnement de la CFTC, et nous partageons cet optimisme, quoique la patience soit de mise. Nous maintenons notre prévision selon laquelle le ratio de change \$ US/\$ CA s'établira à 1,25 à la fin de 2020. Le dollar australien (AUD) et le dollar néo-zélandais (NZD) pourraient légèrement mieux faire que le \$ CA en 2020, sous l'effet du relâchement des tensions commerciales et d'une accélération de la croissance à l'échelle mondiale.

En Europe, les résultats aux élections générales du Royaume-Uni ont donné une majorité écrasante au parti conservateur du premier ministre, Boris Johnson, dont le mandat politique clair devrait être favorable à la livre sterling (GBP). Le cours de celle-ci a monté en flèche avant les élections et a poursuivi sa progression à l'annonce de la victoire sans équivoque de Boris Johnson, en anticipation de progrès dans le dossier du Brexit. Si la situation à l'égard du Brexit est désormais plus claire (le Royaume-Uni quittera l'Union européenne le 31 janvier, selon la législation en cours d'adoption), le gouvernement insiste sur le fait qu'il n'y aura aucun prolongement de la période de transition (après le départ officiel du Royaume-Uni) après décembre 2020, ce qui lui laisse peu de temps pour conclure une entente commerciale viable avec Bruxelles. Le risque d'un départ sans accord demeure réel. À notre avis, le résultat des élections pourrait entraîner un rajustement de la livre sterling, ce qui se traduirait par des pertes ramenant la livre sterling aux alentours de 1,27/1,28 \$ US, mais nous continuerons de prévoir qu'elle se stabilisera à 1,36 \$ US d'ici la fin de 2020.

Les avancées réalisées dans le dossier du Brexit devraient aussi se révéler assez avantageuses pour l'euro (EUR), quoique les investisseurs pourraient la boudier tant et aussi longtemps que les politiques monétaires de la Banque centrale européenne demeurent conciliantes et que la croissance reste terne en Europe. Heureusement pour l'euro, la période de ralentissement du secteur de la fabrication de la zone euro semble terminée et les décideurs estiment que le pire est passé. Toutefois, nous n'anticipons aucun changement à la politique monétaire de la Banque centrale européenne (BCE) au moins en 2020 et il est improbable que l'examen stratégique réclamé par la nouvelle présidente de la BCE, Christine Lagarde, ne change cette réalité. Selon nous, les attraits principaux de l'euro sont sa faible valorisation (nous estimons que sa juste valeur est actuellement aux alentours de 1,13 \$ US) et l'occasion qu'elle donne aux investisseurs de diversifier leurs actifs en se détournant du dollar américain, surévalué et peut-être «surdétenu».

Le **yen japonais (JPY)** a résisté à la montée soutenue du \$ US au cours de la dernière année (tandis que la valeur du franc suisse (CHF) est demeurée sensiblement la même que celle du \$ US), reflétant la demande sporadique pour des valeurs sûres dans un environnement ébranlé par des soubresauts commerciaux et soumis à des risques géopolitiques et de marché. Les surplus considérables et stables du compte courant du Japon (au-delà de 3 % du PIB) permettent d'endiguer la fuite de capitaux et font du yen une valeur refuge. Au cours de la prochaine année, nous anticipons des gains modestes du yen par rapport à un dollar américain plus faible et prévoyons une contre-performance du JPY à mesure que s'apaiseront les tensions commerciales.

L'accord commercial préliminaire entre la Chine et les États-Unis ainsi que les positions conciliantes des banques centrales des pays du G-10 favoriseront un regain d'intérêt pour les monnaies des pays asiatiques au premier trimestre de 2020. Le yuan chinois (CNY et CNH) devrait se fixer autour de 6,80 à mesure que les tensions commerciales se dissiperont. Les monnaies des pays exportateurs, comme le won sud-coréen (KRW) et le dollar taïwanais (TWD), devraient aussi profiter de la conjoncture. Le baht thaïlandais (THB) devrait aussi s'apprécier, mais dans une moindre mesure et plus lentement, sa forte valorisation en 2019 ayant nui au secteur du tourisme et aux exportations de la Thaïlande.

Les investisseurs internationaux, en raison de leur appétit pour le risque, s'intéressent aux actifs à haut rendement libellés en roupie indienne (INR), en rupiah indonésienne (IDR), en ringgit malaisien (MYR) et en peso philippin (PHP). Une déréglementation additionnelle en Indonésie pourrait attirer des investissements étrangers supplémentaires. Le ringgit malaisien pourrait quant à lui profiter du fait que la Malaisie conserve la cote d'accessibilité de 2 requise pour être admissible à l'indice mondial des obligations d'État FTSE.

En dépit de l'agitation civile persistante, le dollar de Hong Kong (HKD) devrait demeurer stable grâce aux apports de portefeuille et à la reprise des marchés de PAPE. Par ailleurs, l'Autorité monétaire de Singapour (AMS) devrait s'en tenir en avril à sa fourchette directrice existante pour le taux de change effectif nominal de son dollar (\$SNEER), mais le dollar de Singapour (SGD) devrait continuer de s'apprécier en même temps que l'euro.

Les monnaies des pays d'Amérique latine ont affiché une tenue satisfaisante en décembre 2019 en raison de l'apaisement de l'agitation civile dans la région, principalement au Chili et en Colombie, qui a fait baisser le peso chilien et le peso colombien (respectivement CLP et COP) à des creux historiques par rapport au dollar américain, tout en profitant de conditions moins risquées après l'annonce d'un accord commercial préliminaire entre la Chine et les États-Unis et la levée de certaines incertitudes entourant le Brexit. L'intervention de banques centrales dans les marchés des capitaux du Brésil et du Chili a aussi contrebalancé la pression baissière exercée sur les monnaies des pays d'Amérique latine. La croissance dans la région devrait s'accroître en 2020, quoique légèrement en deçà de sa croissance moyenne historique, le rythme incertain de la reprise économique mondiale freinant les investissements et les échanges commerciaux et limitant du même coup la montée des prix des biens de consommation de base tandis que l'agitation sociale au Chili retarde la réforme économique du pays.

Malgré l'amélioration prévue de la conjoncture monétaire du Mexique, le taux directeur de Banxico demeurera le plus élevé parmi les taux des principales banques centrales et, bien que les taux réels soutiennent le peso mexicain (MXN), les conditions financières du pays demeureront relativement rigides; la croissance du PIB réel mexicain ne devrait être que de 1 % en 2020. Ailleurs dans la région, les banques centrales du Pérou et du Brésil ne devraient pas intervenir au cours de l'année tandis que la banque centrale du Chili devrait abaisser une fois de plus son taux directeur au début de l'année 2020 avant de cesser d'intervenir. En Colombie, la BanRep devrait adopter une orientation monétaire neutre et procéder à une hausse de ses taux au premier semestre de 2020. La Fed marquant une pause, la stabilité attendue des taux devrait accroître l'incidence des risques politiques nationaux et internationaux sur les fluctuations des taux de change.

Nous prévoyons que les opérations de change régionales demeureront relativement stables en 2020 et que le peso mexicain fasse moins bien que les autres monnaies des pays d'Amérique latine, perdant 20 pesos par rapport au dollar américain et s'orientant légèrement à la baisse sous l'effet de nouvelles initiatives d'assouplissement monétaire de Banxico et d'une croissance anémique de la production. Par contre, nous prévoyons que le peso chilien gagnera 700 pesos par rapport au dollar américain grâce à l'intervention de la banque centrale chilienne et à la diminution des risques politiques.

ANNEXE 1

International	2010-18	2018	2019e	2020p	2021p	2010-18	2018	2019e	2020p	2021p
	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)	3,8	3,8	2,9	3,1	3,4					
Canada	2,2	2,0	1,6	1,5	2,0	1,7	2,0	2,1	1,8	2,3
États-Unis	2,3	2,9	2,3	1,7	1,8	1,7	2,2	2,0	2,2	2,4
Mexique	3,0	2,1	0,0	1,0	1,8	4,1	4,8	2,8	3,8	3,7
Royaume-Uni	1,9	1,3	1,1	1,2	1,6	2,2	2,1	1,8	2,0	2,1
Zone euro	1,4	1,9	1,0	1,1	1,3	1,3	1,5	1,2	1,3	1,5
Allemagne	2,1	1,5	0,5	0,8	1,2	1,3	1,6	1,3	1,4	1,6
France	1,4	1,7	1,3	1,3	1,4	1,1	1,6	1,3	1,4	1,5
Chine	7,8	6,6	6,1	6,0	5,8	2,5	1,8	4,5	2,1	2,5
Inde	7,3	7,4	5,1	6,2	7,2	7,3	2,1	6,1	4,3	4,9
Japon	1,4	0,3	0,9	0,6	1,2	0,6	0,3	0,9	0,6	0,8
Corée du sud	3,4	2,7	1,8	2,1	2,5	1,8	1,3	0,7	1,6	2,1
Australie	2,7	2,7	1,8	2,1	2,5	2,1	1,8	1,6	1,9	2,1
Thaïlande	3,8	4,1	2,4	2,2	2,7	1,5	0,4	0,9	1,3	1,6
Brésil	1,4	1,3	1,1	2,1	2,1	6,0	3,8	3,3	4,2	4,1
Colombie	3,8	2,6	3,2	3,6	3,6	3,9	3,2	3,8	3,3	3,1
Pérou	4,8	4,0	2,3	3,0	3,5	3,0	2,2	1,9	2,0	2,3
Chili	3,5	4,0	1,0	1,4	3,0	3,1	2,6	3,0	2,9	3,0
Produits de base	(moyenne annuelle)									
Pétrole WTI (\$ US/baril)	74	65	57	59	64					
Pétrole Brent (\$ US/baril)	82	72	64	63	67					
WCS - Escompte WTI (\$ US/baril)	-18	-26	-14	-20	-24					
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	3,39	3,07	2,53	2,39	2,63					
Cuivre (\$ US/lb)	3,10	2,96	2,72	2,80	3,00					
Zinc (\$ US/lb)	1,02	1,33	1,16	1,10	1,05					
Nickel (\$ US/lb)	7,00	5,95	6,32	6,50	7,00					
Aluminium (\$ US/livre)	0,89	0,96	0,81	0,90	0,90					
Minerai de fer (\$ US/tonne)	101	70	94	78	70					
Charbon métallurgique (\$ US/tonne)	179	207	184	145	150					
Or (\$ US/ononce)	1 342	1 268	1 393	1 525	1 450					
Argent (\$ US/ononce)	21,64	15,71	16,21	18,75	17,75					

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

ANNEXE 2

Amérique du Nord	2010–18	2018	2019e	2020p	2021p	2010–18	2018	2019e	2020p	2021p
	Canada (var. annuelle en %, sauf indication contraire)□					États-Unis (var. annuelle en %, sauf indication contraire)				
PIB réel	2,2	2,0	1,6	1,5	2,0	2,3	2,9	2,3	1,7	1,8
Dépenses de consommation	2,6	2,1	1,6	1,6	1,9	2,4	3,0	2,6	2,3	2,0
Investissement dans le secteur résidentiel	2,7	-1,5	-0,7	3,6	2,4	4,8	-1,5	-1,8	1,3	1,8
Investissements des entreprises*	2,4	1,8	0,2	3,7	3,5	5,2	6,4	2,3	1,0	2,5
Gouvernement	1,2	3,4	1,8	1,6	1,8	-0,3	1,7	2,3	1,8	1,6
Exportations	3,6	3,1	1,9	1,4	2,5	4,1	3,0	0,0	1,3	2,2
Importations	3,9	2,6	0,6	2,0	2,7	4,9	4,4	1,7	2,6	2,9
PIB nominal	3,9	3,9	3,2	3,3	4,2	4,0	5,4	4,1	3,4	3,8
Indice implicite du PIB	1,7	1,8	1,5	1,8	2,1	1,7	2,4	1,8	1,7	2,0
Indice des prix à la consommation	1,7	2,3	2,0	2,0	2,0	1,8	2,4	1,8	2,3	2,4
Taux d'inflation fondamentale**	1,9	1,9	2,0	2,0	1,9	1,6	1,9	1,6	1,9	2,0
Bénéfices des sociétés avant impôts	5,8	2,5	-0,2	0,9	2,0	4,6	3,4	-0,5	2,3	1,8
Emploi	1,2	1,3	2,1	0,9	1,0	1,4	1,7	1,6	1,0	1,0
Taux de chômage (en %)	7,0	5,8	5,7	5,8	5,8	6,5	3,9	3,7	3,8	3,8
Solde des paiements courants (en G\$ CA, US)	-58,4	-55,5	-44,5	-47,3	-43,9	-421	-491	-510	-525	-555
Balance commerciale (en G\$ CA, US)	-13,0	-22,1	-18,9	-26,9	-27,5	-754	-887	-881	-924	-976
Solde budgétaire fédéral (EF, en G\$ CA, US)	-19,4	-19,0	-14,0	-26,6	-28,1	-813	-779	-960	-1 008	-1 034
pourcentage du PIB	-1,0	-0,9	-0,6	-1,1	-1,1	-4,6	-3,8	-4,5	-4,6	-4,5
Mises en chantier (en milliers)	200	213	209	205	203	0,96	1,25	1,25	1,26	1,26
Ventes de véhicules motorisés (en milliers)	1 809	1 983	1 922	1 915	1 915	15,5	17,2	16,9	16,9	17,0
Production industrielle	2,7	3,1	-0,8	1,0	1,8	2,2	4,0	0,7	0,8	1,9
	Mexique (variation annuelle, en %)									
PIB réel	3,0	2,1	0,0	1,0	1,8					
Indice des prix à la consommation (fin d'année)	4,1	4,8	2,8	3,8	3,7					
Solde des paiements courants (en G\$ US)	-21,0	-22,2	-0,2	-14,4	-16,7					
Balance commerciale (en G\$ US)	-6,8	-13,6	2,3	-21,1	-29,9					

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Statistique Canada, SCHL, BEA, BLS, Bloomberg. *Pour le Canada, il s'agit notamment des dépenses en immobilisations des entreprises et des institutions à but non lucratif. **États-Unis : Déflateur des DCM fondamentale; Canada : Moyenne de trois indicateurs fondamentaux publiés par la Bdc.

Prévisions trimestrielles	2019	2020				2021			
	T4e	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Canada									
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	0,2	1,6	1,7	1,6	1,9	2,1	2,2	2,3	2,2
PIB réel (variation annuelle en %)	1,5	1,7	1,2	1,3	1,7	1,8	1,9	2,1	2,2
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	2,1	2,3	2,0	2,0	1,8	1,7	1,8	2,0	2,3
Moyenne des nouveaux indices de référence (évolution sur un an, en %)	2,1	2,1	2,0	2,0	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0
États-Unis									
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	1,9	1,3	1,6	1,6	1,8	1,8	1,9	2,0	2,1
PIB réel (variation annuelle en %)	2,3	1,8	1,7	1,6	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	2,0	2,2	2,3	2,3	2,2	2,3	2,3	2,4	2,4
Déflateur des DCM totales (évolution en % sur un an)	1,5	1,6	1,8	1,8	1,7	1,9	2,0	2,2	2,3
Déflateur des DCM de base (évolution en % sur un an)	1,7	1,8	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0

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

ANNEXE 3

Taux des banques centrales	2019		2020				2021			
	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	
Amérique	(en %, à la fin de la période)									
Banque du Canada	1,75	1,50	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	
Réserve fédérale américaine (limite supérieure)	1,75	1,75	1,75	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	
Banque du Mexique	7,25	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	
Banque centrale du Brésil	4,50	4,50	5,00	5,50	6,00	6,50	6,75	7,00	7,00	
Banque de la République de Colombie	4,25	4,25	4,50	4,50	4,50	4,75	4,75	4,75	4,75	
Banque centrale de réserve du Pérou	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,50	2,50	
Banque centrale du Chili	1,75	1,75	1,50	1,00	1,00	1,00	1,25	1,75	2,00	
Europe										
Taux OPR de la Banque centrale européenne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Taux de dépôt de la Banque centrale européenne	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	
Banque d'Angleterre	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	
Asie/Océanie										
Banque centrale d'Australie	0,75	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	
Banque de Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	
Banque populaire de Chine	4,15	4,05	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	
Banque de réserve de l'Inde	5,15	5,15	4,90	4,90	4,90	4,90	5,00	5,25	5,50	
Banque de Corée	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,50	1,50	
Banque de Thaïlande	1,25	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,25	1,25	
Devises et taux d'intérêt										
Amérique	(à la fin de la période)									
Dollar canadien (USD/CAD)	1,30	1,28	1,27	1,26	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	
Dollar canadien (CAD/USD)	0,77	0,78	0,79	0,79	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	
Peso mexicain (USD/MXN)	18,85	19,51	20,15	20,25	20,52	20,74	20,80	20,92	21,21	
Real brésilien (USD/BRL)	4,09	4,26	4,32	4,26	4,18	4,21	4,24	4,27	4,30	
Peso colombien (USD/COP)	3 287	3 295	3 237	3 258	3 250	3 233	3 215	3 198	3 180	
Sol - Pérou (USD/PEN)	3,31	3,35	3,33	3,35	3,35	3,34	3,38	3,34	3,35	
Peso chilien (USD/CLP)	753	770	750	720	700	700	690	685	680	
Europe										
Euro (EUR/USD)	1,12	1,12	1,14	1,15	1,16	1,17	1,18	1,19	1,20	
Livre sterling (GBP/USD)	1,33	1,33	1,34	1,36	1,36	1,38	1,39	1,41	1,42	
Asie/Océanie										
Yen - Japon (USD/JPY)	108	107	107	105	105	103	103	102	102	
Dollar australien (AUD/USD)	0,68	0,69	0,70	0,71	0,72	0,72	0,73	0,73	0,74	
Yuan - Chine (USD/CNY)	6,96	6,80	6,80	6,70	6,70	6,60	6,60	6,50	6,50	
Roupie - Inde (USD/INR)	71,4	70,5	70,5	70,0	70,0	69,5	69,5	69,0	69,0	
Won - Corée du sud (USD/KRW)	1 156	1 140	1 140	1 120	1 120	1 100	1 100	1 080	1 080	
Baht - Thaïlande (USD/THB)	30,0	30,0	30,0	29,9	29,9	29,8	29,8	29,7	29,7	
Canada (rendements, %)										
Bon du Trésor à 3 mois	1,66	1,55	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,30	
Obligation du Canada à 2 ans	1,69	1,50	1,35	1,30	1,35	1,40	1,45	1,45	1,50	
Obligation du Canada à 5 ans	1,68	1,45	1,35	1,35	1,40	1,45	1,50	1,55	1,60	
Obligation du Canada à 10 ans	1,70	1,55	1,45	1,50	1,50	1,55	1,60	1,70	1,75	
Obligation du Canada à 30 ans	1,76	1,65	1,60	1,65	1,75	1,80	1,85	1,95	2,00	
États-Unis (rendements, %)										
Bon du Trésor à 3 mois	1,51	1,55	1,55	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	
Obligation du Trésor à 2 ans	1,57	1,60	1,55	1,50	1,55	1,60	1,65	1,65	1,65	
Obligation du Trésor à 5 ans	1,69	1,65	1,60	1,60	1,65	1,70	1,75	1,80	1,80	
Obligation du Trésor à 10 ans	1,92	1,80	1,75	1,75	1,80	1,85	1,90	1,95	2,00	
Obligation du Trésor à 30 ans	2,39	2,25	2,15	2,20	2,25	2,30	2,35	2,40	2,45	

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

ANNEXE 4

Les provinces	(variation annuelle en %, sauf indication contraire)										
	CA	NL	PE	NS	NB	QC	ON	MB	SK	AB	BC
PIB réel											
2010–18	2,2	0,5	2,0	0,9	0,6	1,7	2,2	2,2	2,5	2,8	2,8
2018	2,0	-3,5	2,6	1,5	0,8	2,5	2,2	1,3	1,3	1,6	2,6
2019e	1,6	2,1	2,7	1,7	0,6	2,5	1,7	1,3	1,0	0,5	2,1
2020p	1,5	1,1	2,0	1,3	0,7	1,8	1,5	1,1	1,2	1,6	2,1
2021p	2,0	0,5	2,0	1,3	0,7	1,7	1,8	1,4	1,6	2,5	2,4
PIB nominal											
2010–18	3,9	3,2	3,9	2,7	2,8	3,7	4,1	4,0	3,3	3,8	4,5
2018	3,9	1,7	4,2	3,3	3,2	4,8	3,7	2,2	1,4	3,8	4,5
2019e	3,2	3,6	4,6	3,4	2,2	4,1	3,3	3,0	2,6	2,0	4,2
2020p	3,3	3,0	3,9	3,2	2,3	3,5	3,2	3,0	2,9	3,3	4,4
2021p	4,2	3,0	4,0	3,1	2,1	3,6	4,0	3,2	4,1	5,2	5,1
Emploi											
2010–18	1,2	0,5	1,2	0,2	-0,2	1,1	1,3	0,8	0,9	1,5	1,4
2018	1,3	0,5	3,0	1,5	0,3	0,9	1,6	0,6	0,4	1,9	1,1
2019e	2,1	0,6	2,7	2,2	0,8	1,8	2,9	0,9	1,8	0,5	2,6
2020p	0,9	-0,1	0,8	0,3	0,2	0,9	1,2	0,6	0,7	1,0	1,3
2021p	1,0	0,0	0,6	0,1	0,2	0,8	1,0	0,6	0,6	1,2	1,3
Taux de chômage (%)											
2010–18	7,0	13,3	10,8	8,8	9,3	7,4	7,3	5,5	5,2	6,1	6,4
2018	5,8	13,8	9,4	7,6	8,0	5,5	5,6	6,0	6,1	6,6	4,7
2019e	5,7	11,9	8,8	7,2	8,0	5,1	5,6	5,3	5,4	6,9	4,7
2020p	5,8	12,0	8,8	7,2	8,0	5,2	5,7	5,4	5,4	7,0	4,9
2021p	5,8	11,8	9,0	7,3	7,9	5,3	5,7	5,5	5,4	6,9	5,0
Mises en chantier de logements (en milliers d'unités)											
2010–18	200	2,4	0,8	4,1	2,7	44	70	6,5	6,4	31	33
2018	213	1,1	1,1	4,8	2,3	47	79	7,4	3,6	26	41
2019e	209	0,9	1,3	4,7	2,9	48	69	7,0	2,4	27	45
2020p	205	1,2	1,1	4,3	2,4	46	75	6,0	3,3	30	37
2021p	203	1,1	1,0	4,2	2,4	44	77	5,9	3,7	31	33
Ventes de véhicules automobiles (en milliers d'unités)											
2010–18	1 847	33	7	52	42	439	725	56	54	241	197
2018	1 983	28	8	51	38	449	853	67	47	226	217
2019e	1 922	31	9	51	40	442	820	57	48	218	207
2020p	1 915	28	8	50	40	430	815	52	49	227	213
2021p	1 915	25	8	50	40	430	815	50	50	232	218
Soldes budgétaires, exercice terminé le 31 mars (en M\$ CA)											
2019	-14 000	-552	57	120	73	4 803	-7 435	-163	-268	-6 711	1 535
2020p*	-26 600	-944	1	37	88	1 400	-9 023	-350	37	-8 704	148
2021p	-28 100	-796	7	52	33	100	-6 800	-234	49	-5 883	291

* Le solde budgétaire de T.-N.-L. en 2020 ne tient pas compte d'une hausse ponctuelle des revenus découlant de l'incidence de l'Accord atlantique. Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Statistique Canada, SCHL et Document budgétaires. Chiffres du solde du budget du Québec après les transferts du Fonds des générations.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Stratégie des marchés des changes

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

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