

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

Le service des Études économiques de la Banque Scotia a reporté, à janvier et mars respectivement, les dates prévues des prochaines hausses de taux de la Banque du Canada et de la Réserve fédérale. Les courbes des rendements de ces deux pays devraient, selon les prévisions, continuer de s'aplanir en raison d'un nouveau durcissement de leurs politiques en amont et des limites dans le dégagement de leurs positions sur les marchés obligataires (graphiques 1 et 2 et tableau 1).

LA BANQUE DU CANADA : FAIRE CONFIANCE, MAIS VÉRIFIER

Nous prévoyons cette année trois hausses du taux de crédit à un jour de la Banque du Canada, suivies de trois autres hausses en 2019; le taux directeur neutre terminal de 2,5 % sera alors nettement inférieur à notre estimation selon l'approche traditionnelle de la « règle de Taylor ». Cette prévision du taux directeur laisse entendre que le rendement à deux ans des obligations du Canada passera à un peu plus de 2,5 % au cours de cette période.

Notre prévision pour un durcissement soutenu de la politique monétaire de la BdC s'explique par des considérations cycliques qui placent le Canada à un stade avancé de la dynamique mondiale des politiques monétaires. M. Poloz, gouverneur de la BdC, a déclaré qu'il allait laisser l'économie surchauffer; or, a) on peut prétendre que l'économie est actuellement en surchauffe, et b) nous pensons que cette remarque s'inscrit dans un profil de « circonspection », au lieu de constituer un obstacle contre des hausses de taux à court terme. Ceci dit, nous sommes conscients des risques qui pèsent sur l'ALÉNA et sur les relations commerciales mondiales et admettons l'argument que ces risques pourraient planer sur l'économie canadienne pendant des mois, des trimestres, voire des années et qu'il y a une limite à la durée au cours de laquelle on peut mettre en veilleuse la politique monétaire alors que l'économie affronte une accélération des tensions qui pèsent sur les salaires et les prix sur fond de contraintes de capacité. Nous osons croire que la perspective d'un scénario de base à vérifier en fonction des données qui seront publiées est une approche circonspecte et équilibrée dans la gestion des risques de la politique monétaire. On peut penser que le retard accusé sur la multiplication des pressions qui pèsent sur les salaires et les prix constituent pour le Canada un risque bien plus grand que celui de l'incertitude qui règne sur l'ALÉNA.

Effectivement, la très forte croissance de l'embauche, le bond récent des importations de biens d'équipement et la résilience des entreprises, nuancés par le durcissement du discours ([veuillez cliquer ici](#)) s'inscrivent à contrecourant de toute impression voulant que l'économie canadienne paie déjà la rançon de l'incertitude qui pèse sur l'ALÉNA ou que cette incertitude soit compensée par les forces de l'économie intérieure. Quand la renégociation de l'ALÉNA s'est mise à dérapier en octobre 2017, l'opinion des entreprises n'a fait que se raffermir (graphique 3). Il va de soi que ce risque pourrait se multiplier presque sans préavis et faciliter plus que prévu l'exécution de la politique monétaire; or, jusqu'à nouvel ordre, nous attribuons une prime aux justifications suivantes, qui portent notre prévision sur les taux directeurs.

- La production tourne à plein régime et les risques du Canada basculent dans le territoire de la demande globale excédentaire si on s'en remet à la moyenne des deux principaux indicateurs de la BdC (graphique 4).
- L'utilisation de la capacité industrielle tourne à un sommet de 85 %, du jamais vu depuis 10 ans, et a huit points d'avance sur les États-Unis. De nombreuses industries se situent à un zénith cyclique. Ces chiffres renforcent la justification apportée par les écarts de production et donnent aux entreprises le choix d'accroître leur capacité ou de relever discrètement leurs prix — ou de faire probablement les deux à la fois.
- L'IPC fondamental suit une tendance à la hausse et passe de 1,3 % sur un an au point creux en mai à 1,7 % aujourd'hui selon la moyenne des trois indicateurs de la BdC (graphique 5). L'inflation a une meilleure traction au Canada qu'aux États-Unis.

RENSEIGNEMENTS

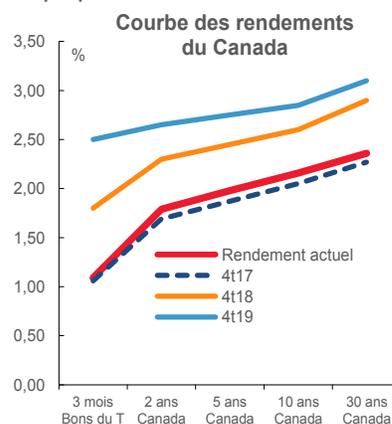
Derek Holt, VP et chef des Études économiques sur les marchés des capitaux

416.863.7707

Études économiques de la Banque Scotia

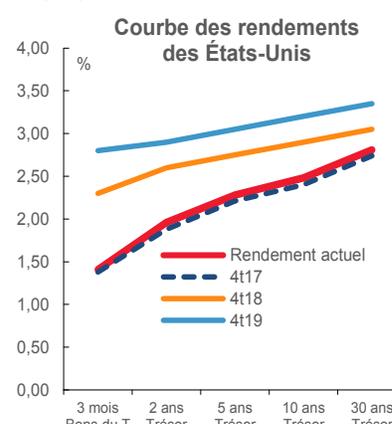
derek.holt@scotiabank.com

Graphique 1



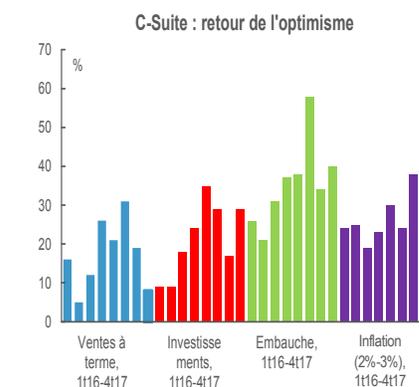
Source : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 2



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

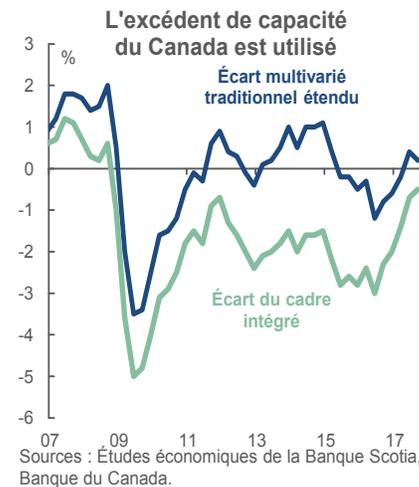
Graphique 3



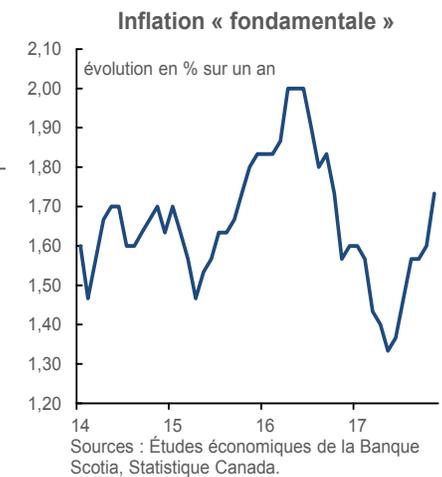
Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Banque du Canada.

- Le modèle de M. René Lalonde, de la Banque Scotia, pour prévoir l'inflation fondamentale projette un retour au point médian de 2 % de la fourchette cible de l'inflation de 1 %-3 % au début de 2019, tout en intégrant nos prévisions sur la politique monétaire. Dans ce contexte, il est concevable que les interventions menées dans le cadre de la politique monétaire et dont l'influence est décalée de 12 à 18 mois accusent déjà un retard sur la courbe, sans toutefois que ce retard soit énorme. Il y a aussi, sur l'inflation, des incidences idiosyncrasiques propres au Canada et porteuses, notamment les baisses de prix de l'électricité et les prix des voitures.

Graphique 4



Graphique 5

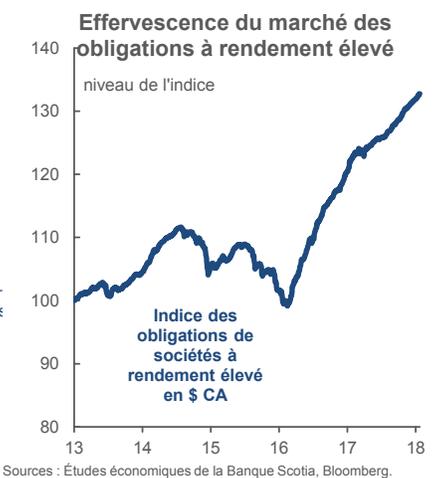


- Les tensions sur les salaires se multiplient. L'indicateur privilégié de la BdC pour les employés permanents a augmenté pour passer d'un creux de 0,5 % sur un an en avril à 2,9 % aujourd'hui et devrait bientôt s'inscrire dans la fourchette des 3,5 %-4 % (graphique 6).

Graphique 6



Graphique 7



- Les gains prodigieux de l'emploi, la brusque hausse des heures de travail et l'augmentation des salaires expliquent la vigueur de la croissance du revenu personnel disponible; c'est pourquoi nous nous attendons à un taux de croissance annualisé trimestriel de l'ordre de 4 % en 2018.
- Le bref répit de la croissance au T3 l'an dernier a causé certaines inquiétudes, puisqu'on s'est demandé si les consommateurs se repliaient après trois trimestres de gains annualisés de 8 % dans l'évolution du volume des ventes au détail. Les premières données sur le T4 indiquent un retour à un taux de croissance de l'ordre de 4 % du volume des ventes au détail, puisque la progression des revenus prend le relais des allocations canadiennes pour les enfants afin de porter la consommation. Si environ 60 % de l'activité économique représentés par les dépenses de consommation se maintiennent, cette résistance compense considérablement d'autres risques.

- Les prix des produits de base continuent de se redresser, même si ce redressement est inégal, ce qui fait rejaillir des bienfaits sur le revenu national et produit des incidences favorables pour les bénéficiaires des entreprises, les recettes fiscales et les revenus des ménages. Exprimés en dollars américains, ce qui guide de nombreuses entreprises du secteur des ressources au Canada, les cours des bruts WTI et Brent ont augmenté de 20 % à 25 % depuis un an. Le brut extrait des gisements de la côte est se vend au cours du Brent et le rabais du WTI sur le Western Canada Select devrait se comprimer lorsque le projet Keystone deviendra entièrement opérationnel vers la fin de la décennie. L'or monte de 11 % sur un an et les métaux de base, qu'il s'agisse de l'aluminium, du nickel, du zinc ou du cuivre, progressent d'environ 25 %. Les prix des produits de base agricoles ne s'apprécient pas autant pour les céréales; or, les prix du bétail en Amérique du Nord sont nettement plus fermes.
- La hausse de la monnaie jusqu'à maintenant s'explique essentiellement par la vigueur des fondamentaux et le relèvement des prix des produits de base. En somme, la valorisation de la monnaie dans la fourchette de 1,25 USD/CAD n'oblige guère à imposer à l'économie de nouvelles mesures de durcissement à une époque où les conditions financières doivent, pour leur part, être davantage durcies. Dans l'ensemble, l'objectif du durcissement de la politique monétaire et de ses effets sur les taux et le dollar consiste à ralentir la croissance pour qu'elle tienne un rythme plus viable dans le contexte des produits de base et des pressions à la hausse sur la capacité.
- Les considérations relatives à la stabilité financière indiquent qu'on dispose d'une marge pour durcir la politique monétaire. Les prix des logements sont plus résilients que certains le craignaient et la croissance du crédit reste solide. Les écarts entre les rendements des obligations hypothécaires et ceux des obligations du gouvernement du Canada sont rapprochés, comme le sont les écarts sur les obligations des provinces, alors que le marché des obligations à rendement élevé s'est fortement repris depuis le choc des produits de base, en se rétablissant pour atteindre des niveaux exubérants (graphique 7).

Différents risques planent sur les perspectives pour la Banque du Canada; or, nous jugeons que ces risques obligent aussi bien à faire preuve de circonspection pour ce qui est des signaux lancés dans le cadre de la politique monétaire (par exemple, l'impact des directives B20 pour les tests de résistance hypothécaire du BSIF) qu'à tenir de patients débats (par exemple, dans le cadre de la renégociation de l'ALÉNA), ou encore à se pencher sur des risques qui ne se sont pas encore matérialisés malgré des craintes perpétuelles (comme un important choc négatif importé sur le marché obligataire). Dans l'ensemble, les risques pour les perspectives viendront éclairer les prochaines étapes; nous sommes toutefois à l'aise dans notre évaluation actuelle, qui préconise un durcissement constant de la politique monétaire.

LA RÉSERVE FÉDÉRALE : UNE GRANDE MARGE DE MANŒUVRE POUR RELEVER LES TAUX

Nous prévoyons trois hausses des taux de la Réserve fédérale cette année et deux autres l'an prochain; on atteindra alors un taux neutre terminal de 2,75 %, ce qui concorde avec notre conviction que le taux directeur neutre réel restera inférieur à 1 %.

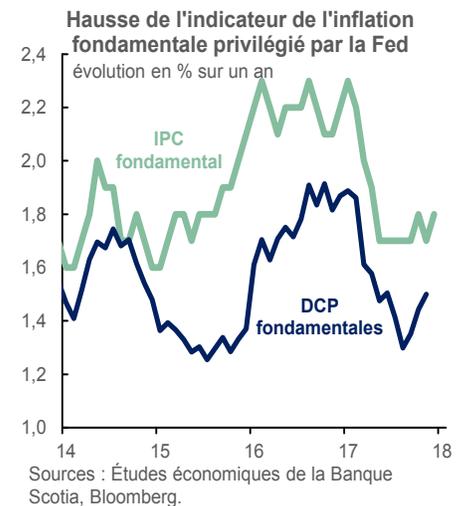
La surprise à la baisse de l'inflation en 2017 est déjà en train de s'inverser et de se défaire des incidences du dollar américain et des effets idiosyncrasiques. On constate depuis peu que l'indicateur privilégié de la Fed pour l'inflation fondamentale des dépenses de consommation des particuliers se relève de son point creux (graphique 8). Ces signes ne sont pas présents dans l'IPC fondamental; or, si la Fed préfère l'inflation fondamentale des dépenses de consommation des particuliers, c'est pour de bons motifs. Premièrement, cet indice s'adapte dynamiquement aux changements de comportement des consommateurs, lorsque les habitudes de dépenses évoluent, par rapport aux facteurs de pondération fixes utilisés dans l'IPC. En outre, les dépenses de consommation des particuliers captent plus exhaustivement des composants importants. Les frais des soins médicaux en sont un exemple. Ce composant prend de plus en plus d'importance, puisque les dépenses consacrées aux soins médicaux s'inscrivent désormais à un sommet sans précédent de 17 % des dépenses de consommation, alors que les prix des soins médicaux se raffermissent légèrement.

La réduction de l'excédent de capacité laisse entrevoir de nouvelles tensions inflationnistes graduelles. Selon les indicateurs, l'écart de production aux États-Unis est généralement comblé (graphique 9). L'inflation se comporte obstinément et selon des décalages variables dans un sens comme dans l'autre à des points décisifs; or, l'élimination de la marge ouvre la porte à un argument en faveur d'un raffermissement des tensions sur les prix.

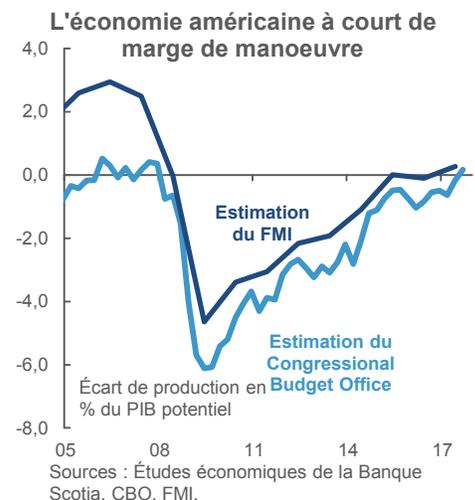
Un autre argument porte sur le rôle du dollar. Ce discours de l'ex-vice-président de la Fed, Stanley Fischer, il y a environ deux ans est toujours riche d'enseignements sur la manière dont la Réserve fédérale analyse généralement l'influence du dollar. M. Fischer affirmait que selon ses modèles, la Fed estime que pour chaque appréciation de 10 % du dollar en fonction des échanges commerciaux, l'inflation fondamentale des dépenses de consommation des particuliers est réduite de 0,5 % dans les deux trimestres qui suivent le mouvement du dollar et que l'effet sur quatre trimestres vient réduire d'environ 0,3 % l'inflation fondamentale des dépenses de consommation des particuliers. À partir du printemps 2016 jusqu'à la fin de la même année, dans la foulée des résultats de la présidentielle américaine, l'indice de synthèse du dollar a progressé de presque 10 %, et par conséquent, ce facteur aurait pu facilement expliquer l'essentiel de la décélération de l'inflation fondamentale des dépenses de consommation des particuliers, passée de 1,9 % sur un an à la fin de 2016 à 1,3 % sur un an en août 2017. Or, depuis la fin de 2016, l'indice de synthèse du dollar s'est dévalorisé de plus de 8 % (graphique 10). Si l'inflation fondamentale des dépenses de consommation des particuliers réagit symétriquement à la léthargie du dollar américain, l'inflation fondamentale des dépenses de consommation des particuliers pourrait bientôt monter en se rapprochant de la cible des 2 % de la Fed.

Mais la Fed devrait-elle s'abstenir de relever les taux ou le faire avec beaucoup d'empressement en raison des considérations propres à la fin d'un cycle? Sur cette question, nous conseillons d'être attentif à l'utilisation sélective des données justificatives. Avant d'aller plus loin, il convient de prendre acte de l'hypothèse arrogante qui sous-tend les convictions de certains prévisionnistes qui préviennent d'un risque de récession, mais qui s'attendent à ce que la Fed relève quand même les taux, ce qui voudrait dire que les prévisionnistes sont infiniment plus astucieux que la Fed! Quant aux données justificatives sur le cycle, certaines variables révèlent des tensions de fin de cycle comme la confiance des consommateurs, le taux de chômage et les valorisations du marché boursier. Toutefois, l'histoire nous apprend que des facteurs comme les taux de chômage faibles peuvent durer longtemps sans préfigurer de risques imminents de récession.

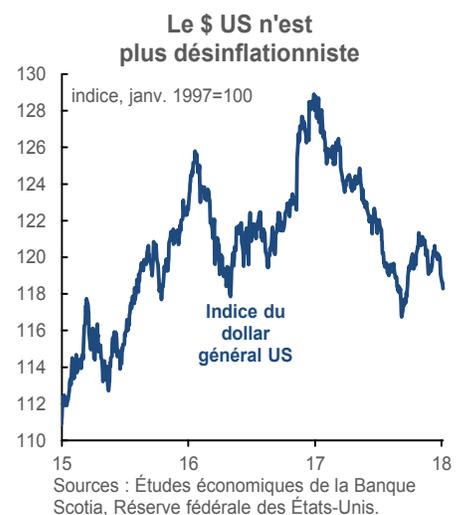
Graphique 8



Graphique 9



Graphique 10



En outre, les indicateurs des marchés financiers sont nuancés. La pente de la courbe des rendements (graphique 11) a été comparativement plane aux États-Unis pendant une grande partie des années 1990, sans préfigurer de récession imminente au cours de la décennie et l'a même été parfois dans les années 1980, alors qu'il a fallu attendre quelques années avant que le signal s'enchaîne avec la crise financière mondiale. Le modèle de probabilité de récession de la Fed de New York, qui se fonde sur la pente de la courbe ([veuillez cliquer ici](#)), indique qu'il y a à peine 11 % de probabilités de récession. Quoi qu'il en soit, lorsque la pente de la courbe devient un signe de récession imminente, les données le confirment généralement grâce à des relevés statistiques plus variés qu'à l'heure actuelle.

Cependant, d'autres indicateurs laissent entrevoir des incidences de milieu, voire de début de cycle. Par exemple, le fardeau du remboursement de la dette des ménages ne donne aucun signe de tension classique de fin de cycle et s'inscrit au plus creux pour les quatre dernières décennies (graphique 12). C'est généralement lorsque les consommateurs sont à bout de souffle que les récessions se produisent. L'absence d'effet de levier des ménages et ses effets sur les remboursements tendus de la dette sont en partie fonction de la politique réglementaire et des contrecoups de la crise; or, on dispose toujours d'une certaine marge pour aller plus loin et les frais de crédit à la hausse permettent de le faire discrètement.

Il faut aussi rappeler que la capacité de production est utilisée, sans toutefois basculer dans un excédent important de la demande globale, comme elle l'a souvent fait dans les derniers stades des cycles précédents. Les pressions plutôt timides sur les salaires réels et les prix viennent aussi militer contre le risque imminent d'une récession. S'il faut durcir la politique monétaire pour se prémunir contre la surchauffe des risques, il faut dire que ces risques sont modestes à ce stade.

Il faut aussi tenir compte des bilans des sociétés. [Ce document](#) de la Réserve fédérale reprend le message télégraphié « en pointillé » de la Fed sur les prochaines hausses de taux pour en faire des projections sur la couverture des intérêts des sociétés et conclut que ces hausses auraient un effet minime sur une position initiale de force qui fait abstraction des tensions multicycliques antérieures. Le ratio de la dette sur les fonds propres des entreprises est assez faible, ce qui peut toutefois être trompeur et tenir compte des effets de la valorisation; c'est d'ailleurs l'une des raisons de privilégier la couverture des intérêts, qui permet aussi de faire des prévisions selon les difficultés financières. À ce propos, il faut rappeler que le ratio de la dette sur les fonds propres des entreprises américaines était comparativement faible un peu avant la crise et que l'on croyait que les banques étaient suffisamment capitalisées. La couverture des intérêts est un indicateur plus fiable du risque de contrainte et de choc. Par comparaison, la couverture des intérêts était déjà en décroissance deux ou trois ans avant la crise financière mondiale, quand la croissance des bénéfices a commencé à prendre le chemin du Sud; or, on ne relève aucun de ces signes à cette étape, en particulier après le lissage du choc à court terme transitoire mûrement analysé et attribuable aux réformes fiscales avant que les entreprises en profitent éventuellement quand viendra le temps de publier leurs bénéfices.

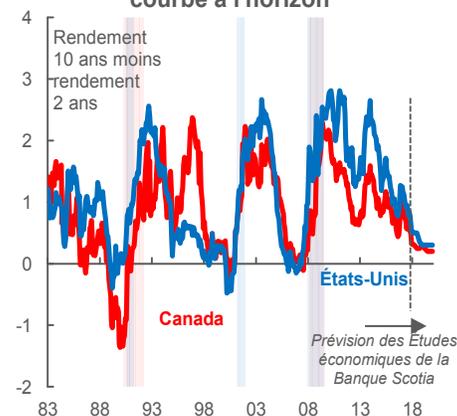
On s'attend à ce que la politique non traditionnelle de gestion du bilan de la Fed reste sur le pilote automatique cette année. Ce plan, largement télégraphié depuis juillet, vise à autoriser le délestage bilanciel de 50 milliards de dollars US par mois d'ici octobre, sous réserve des titres disponibles pour le réinvestissement à chaque mois (graphique 13).

DES COURBES APLANIES, MAIS NON INVERSÉES

Les courbes des rendements à 2 ans/10 ans devraient continuer de s'aplanir au Canada et aux États-Unis, sans toutefois s'inverser sur notre horizon prévisionnel de 2018-2019 (graphiques 1 et 2 et tableau 1). Nous ne prévoyons pas de récession et nous ne considérons pas que l'inversion des courbes, sur le marché réprimé par la politique actuelle, constitue un signal de récession palpable de toute manière.

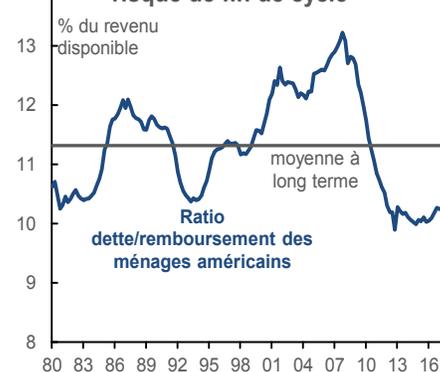
¹ Croissance des revenus implicite (C) = $((R * C/B) - (RA * C/B)) / ((C/B) + (RA * C/B))$ où R est le rendement requis, C/B le ratio cours-bénéfice et RA le rendement de l'action.

Graphique 11
Nouvel aplanissement de la courbe à l'horizon



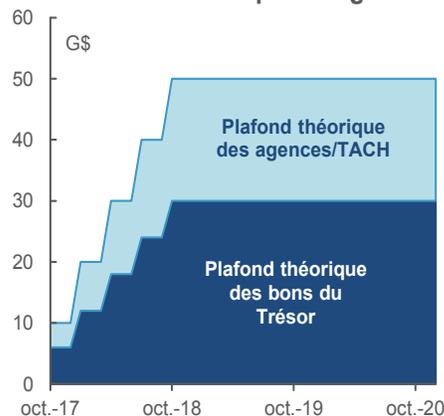
Sources : Études économiques de la Banque Scotia, NBER, Economic Cycle Research Institute, Bloomberg, BdC.

Graphique 12
Les dépenses des ménages américains n'annoncent pas de risque de fin de cycle



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg, Réserve fédérale des États-Unis.

Graphique 13
Les plafonds de réinvestissement de la Fed ne sont pas obligatoires

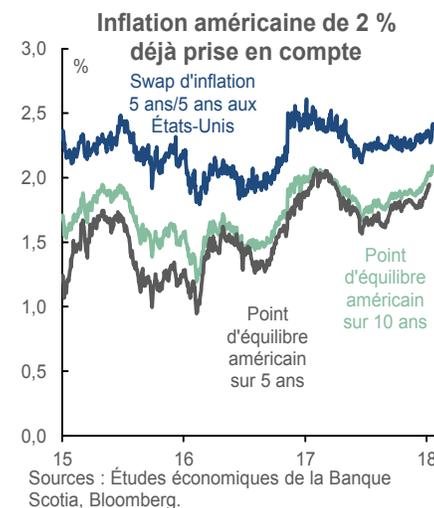


Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Federal Reserve Board des États-Unis.

Malgré les efforts que nous consacrons à la modélisation pour guider les paramètres prévisionnels, la multitude et la complexité des facteurs d'influence sur le marché obligataire déborde le périmètre de ces efforts et représente évidemment une difficulté, même pour les investisseurs les plus aguerris. Notre contribution au débat consiste à mettre en lumière les grandes considérations qui pèsent sur les prévisions du marché obligataire, comme nous allons le voir ci-après. Disons, en guise de mise en garde, qu'en raison de la forte incertitude qui mine leur influence nette sur les prévisions du marché obligataire, les clients devraient s'en remettre à de larges fourchettes dans l'analyse des scénarios, au lieu de s'en tenir à des estimations ponctuelles dans le temps. En somme, nous croyons que nos prévisions générales sous forme de courbes penchent en faveur d'assez grandes ambitions dans les deux pays à plus court terme.

- Inflation** : Les indicateurs fondés sur le marché cadrent généralement avec un taux d'inflation stable à plus long terme, de l'ordre de 2 % (graphique 14). Une plus grande partie de la hausse prévue de l'inflation des dépenses de consommation des particuliers aux États-Unis et de l'inflation selon l'IPC au Canada devrait influencer les taux directeurs à court terme, plutôt que les rendements obligataires nominaux à plus long terme. Le marché des opérations sur l'inflation laisse entrevoir une progression des données attendues sur l'inflation, tout en étant vulnérable aux risques de hausse et de baisse; or, si les rendements implicites réels sont déprimés, c'est pour d'autres raisons.
- Intolérance au risque** : Il est sage de continuer de faire preuve de circonspection contre les valorisations historiquement élevées des marchés boursiers (graphique 15), sans toutefois le faire en fanfare. Même si les marchés boursiers ne subissent pas de correction, le rééquilibrage des portefeuilles pourrait continuer de porter les titres de dette souveraine et rester tolérant aux valeurs refuges dans les portefeuilles diversifiés. La dérivation d'un taux de croissance implicite des bénéfices d'après des méthodes de valorisation boursière comme le modèle modifié de Gordon¹ ou les calculs des cours par rapport à la valeur comptable est compliquée par le fait qu'on ne peut pas observer la totalité des ingrédients nécessaires; effectivement, il faut estimer des intrants clés comme le rendement exigé, ce qui comporte de l'incertitude en ce qui concerne la prime actuelle du risque boursier. Il est donc difficile de déterminer avec une parfaite conviction que les titres boursiers sont survalorisés, et même dans ce cas, la mesure dans laquelle ils le sont. Par exemple, si le rendement exigé est anormalement faible, l'obstacle contre la croissance satisfaisante des bénéfices pourrait être proportionnellement faible.
- Incidences des taux directeurs sur les transactions de portage mondiales** : Selon les prévisions, les banques centrales des économies anglo-américaines devraient continuer de durcir leur politique monétaire, en particulier aux États-Unis et au Canada. Les perspectives sont comparativement optimistes pour les taux directeurs des autres grandes banques centrales (graphique 16). On s'attend généralement à ce que la BCE et la BoJ s'en tiennent à des taux directeurs nuls ou négatifs. Le Japon ne devrait guère accomplir de progrès dans la réalisation de sa cible inflationniste de 2 %, le gouverneur Kuroda sera reconduit dans ses fonctions pour un autre mandat, et la politique risque de s'assouplir en prévision de la hausse de la taxe de vente l'an prochain, ce qui éclaire notre point de vue. En outre, si la vigueur de l'euro continue de restreindre les données sur l'inflation « superfondamentale » aux alentours de 1 % sur un an, nous n'éliminons pas la possibilité que des mesures de relance prolongées soient appliquées sous une forme modifiée pour tenir compte des limites dans les rachats d'obligations de la BCE, et nous croyons que le président de la BCE, M. Draghi, dispose d'une multitude d'outils en cas de besoin, ce qui éclaire également notre point de vue. Corollairement, cette hypothèse d'un faible risque des taux directeurs hors des économies anglo-américaines limite le potentiel d'une hausse des primes à terme des obligations du gouvernement du Japon et des obligations des États européens. Toujours corollairement, cette hypothèse pourrait limiter la mesure dans laquelle d'autres marchés d'obligations souveraines pourraient dégager leurs positions, notamment sur les bons du Trésor, sans donner lieu à un arbitrage grâce à des transactions de portage à couverture de change.
- Dénouement de l'assouplissement quantitatif** : Les comptes rendus annonçant la fin des rachats d'obligations des grandes banques centrales et la compression de leurs bilans sont très prématurés. Seul le bilan de la Fed devrait être comprimé sur notre horizon prévisionnel, et il s'agit d'un élément d'information que connaissent déjà les marchés, grâce aux plans de réinvestissement largement diffusés de la Fed (graphique 17). La réduction des rachats de la BoJ est souvent interprétée à tort comme le signal de la décision de durcir les taux directeurs

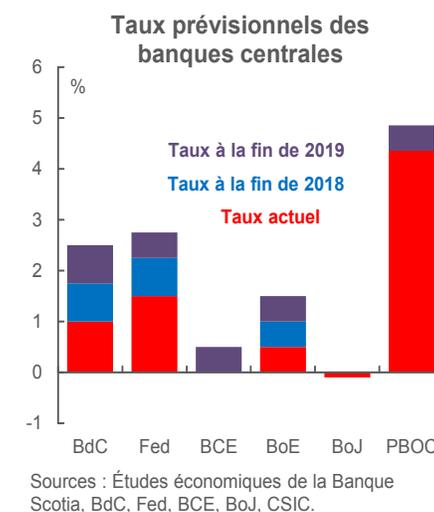
Graphique 14



Graphique 15



Graphique 16



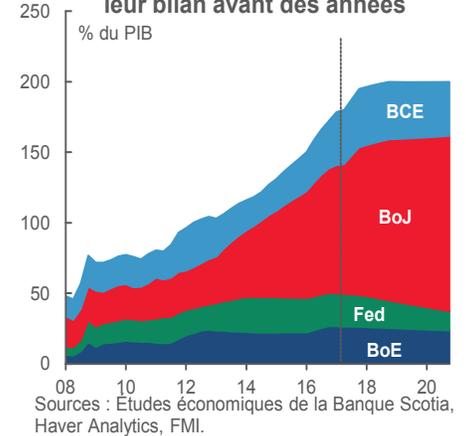
sans maîtriser la substitution dans la réalisation d'une cible des rendements nominaux « de l'ordre de 0 % » des obligations du gouvernement du Japon à 10 ans, ce qui constitue une menace crédible qui pèse sur les transactions de vente à découvert. Nous ne nous attendons pas du tout à ce que cette cible change et nous prévoyons que si jamais elle est modifiée, elle ne le sera que légèrement. La BCE a réduit ses rachats à 30 G€ par mois cette année au moins jusqu'en septembre 2018. Les limites imposées dans d'autres rachats d'obligations par la clé du capital et différentes limites qui empêchent de la modifier veulent probablement dire que les rachats progressifs prendront fin plus tard cette année ou peu de temps par la suite. On peut donc s'attendre vraisemblablement à une période prolongée de réinvestissement des titres du bilan puisque la BCE s'en tient probablement au plan d'action de la Fed, qui consiste à réduire le réinvestissement, puis à l'éliminer uniquement lorsque le retour à la normale des taux directeurs est bien enclenché grâce à une série de hausses de taux. Nous ne nous attendons pas à ce que ce changement dans le réinvestissement intervienne avant la fin de la décennie au plus tôt.

5. **Déséquilibre mondial entre l'épargne et l'investissement** : Les déséquilibres qui ont provoqué une surabondance de l'épargne mondiale ont été évoqués comme facteurs qui expliquent les faibles rendements obligataires dans la période qui a précédé et qui a suivi la crise ([veuillez cliquer ici](#)). Dans l'évolution qui a conduit à la crise, les excédents du compte courant des marchés émergents ont eu pour effet d'exporter le capital thésaurisé dans des pays comme les États-Unis et ont joué un rôle majeur, à l'époque, dans les excédents des marchés financiers américains, notamment quand la Chine a racheté des titres hypothécaires qui se sont finalement révélés de piètre qualité. Dans la mesure où le lien entre le marché des bons du Trésor américains et le reste du monde est en cause aujourd'hui, ces déséquilibres ont cessé de s'améliorer tout de suite après la crise et se sont depuis aggravés. Pour financer un déficit du compte courant américain qui est à son plus creux de l'après-crise (graphique 18), les États-Unis continuent de dépendre des apports du reste du monde dans son compte de capital. Toutefois, à l'heure actuelle, une plus grande partie de cet apport provient des importants surplus du compte de capital des autres puissances économiques, notamment la zone euro, et en particulier l'Allemagne, ainsi que le Japon. Cet effet devrait renforcer l'appétence des spéculateurs pour les instruments financiers américains, dont les bons du Trésor. Il y a toutefois un risque énorme, puisque si les États-Unis deviennent plus protectionnistes vis-à-vis de la Chine malgré la baisse des excédents du compte courant de ce pays, qui sont passés de 10 % de son activité économique il y a 10 ans à 1 % aujourd'hui, corollairement, toute détérioration de la position des transactions de la Chine entraîne une baisse des rentrées nettes de devises, de sorte qu'elle peut moins investir à l'étranger, notamment dans les bons du Trésor américains. Il y a toutefois une limite à cette logique, puisque toute vente par la Chine ferait baisser la valeur de ses propres avoirs en bons du Trésor, soit 1 250 G\$ US, qui ont augmenté d'environ 140 G\$ US dans l'année écoulée. Le Canada accuse aussi des déficits relativement énormes dans son compte courant par rapport aux excédents d'avant la crise. Il faut aussi noter que dans l'ensemble, le réalignement, au cours de la dernière décennie, de l'épargne mondiale a mobilisé plus de 11 000 G\$ US de réserves de change mondiales, ce qui représente plus de cinq fois les avoirs en bons du Trésor SOMA de la Fed et une augmentation d'environ 70 % par rapport à la fin de 2008. Cette thésaurisation de l'épargne donne un énorme pouvoir commercial aux pays dans lesquels cette épargne est concentrée, notamment la Chine et le Japon, ainsi que la dizaine autres pays dont les réserves sont supérieures à 200 G\$ US et d'autres pays qui ont des réserves moindres.

6. **Taux directeurs neutres** : Nos estimations des taux de croissance potentielle à long terme pour les grandes puissances économiques qui ont généralement les plus importants marchés d'émission de titres de dette n'ont pas changé beaucoup par rapport aux récents comptes rendus prévisionnels. Par exemple, à nos yeux, les réformes fiscales adoptées aux États-Unis ne permettent guère de rehausser la croissance à long terme. Par extension en quelque sorte, nos estimations des taux directeurs neutres n'ont pas beaucoup changé elles non plus. À notre avis, les taux directeurs neutres des États-Unis et du Canada s'inscriront dans la fourchette de +/- 2,5 %. Nos estimations des taux directeurs neutres et les hypothèses sur les primes à terme viennent ancrer la prise en compte, dans la courbe, des éventuelles interventions de la Fed sur les taux directeurs.

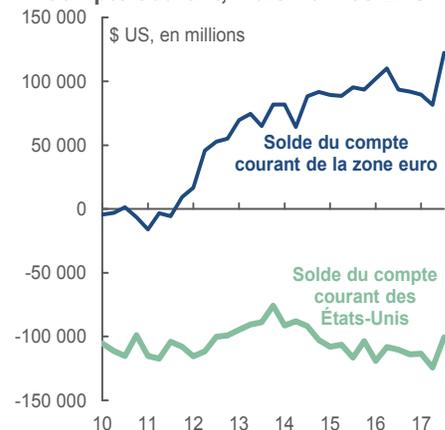
Graphique 17

AQ combiné : les banques centrales ne réduiront pas sensiblement leur bilan avant des années



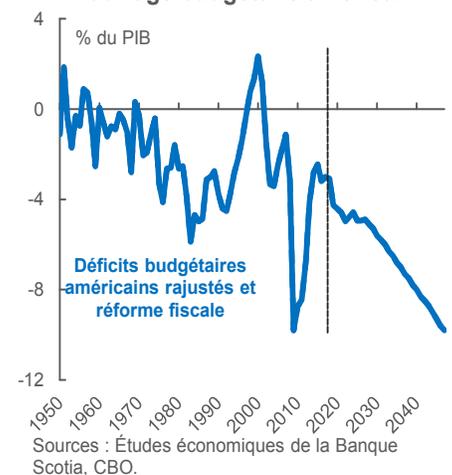
Graphique 18

L'Europe corrige les déficits du compte courant, mais non les É.-U.



Graphique 19

Naufrage budgétaire américain



7. **Politique budgétaire** : Les États-Unis étaient déjà sur la voie d'un déficit budgétaire élevé, et qui ne cesse de progresser, avant même d'adopter des réformes fiscales limitées. Les passifs non financés au titre de la sécurité sociale et les dépenses consacrées aux soins de santé expliquaient l'essentiel des inquiétudes. En ajoutant encore 1 500 G\$ US aux déficits cumulatifs dans la prochaine décennie, on vient détériorer encore plus les déficits prévus, comme l'indique le graphique 19. L'impact des déficits sur les rendements obligataires est controversé et incertain. Par exemple, les déficits énormes de l'après-crise n'ont guère eu d'effet sur les rendements obligataires à cause d'autres facteurs comme l'appétence pour les valeurs refuges et les politiques des banques centrales. La plupart des économistes souscrivent toujours à la thèse d'un effet positif à long terme des déficits sur les rendements obligataires; or, les estimations vont dans tous les sens. Deux études qui datent d'avant la crise et qui portent sur les effets produits avant que d'autres incidences se manifestent ([veuillez cliquer ici](#) et [ici](#)) ont laissé entendre que chaque hausse d'un point de pourcentage du ratio du déficit sur le PIB pouvait à la longue hausser de 20 à 60 points de base les rendements obligataires à plus long terme. Si les projections du déficit restent généralement inchangées lorsque l'incidence à long terme d'autres considérations comme les politiques des banques centrales se résorbe, l'avenir pourrait mettre en lumière une perspective très négative des marchés obligataires en raison de l'envergure de la détérioration prévue des déficits américains.
8. **Prime à terme** : Des études ([veuillez cliquer ici](#)) laissent entendre que les rendements des bons du Trésor américains à 10 ans accusent une baisse d'environ 1 % par rapport à ce qu'ils seraient normalement en l'absence d'un gonflement du bilan de la Fed et en maîtrisant d'autres incidences. Nous ne nous attendons pas à ce que cette prime à terme soit subitement rétablie lorsque la Réserve fédérale éliminera ses réinvestissements et commencera à contracter son bilan plus tard l'an prochain, en nous en remettant à la plupart des autres points exposés dans la présente section pour éclairer ce parti pris.
9. **Maturité du cycle** : En avril, la croissance économique aura connu sa deuxième séquence en durée dans les annales. D'ici le début de l'an prochain, si la croissance reste soutenue, le cycle actuel serait le plus long de l'histoire américaine. L'incertitude quant au spectre de la récession maintiendra probablement l'appétence pour les valeurs refuges comme les titres de dette souveraine des économies évoluées. Nous croyons que ce risque n'en est pas moins souvent exagéré. Les grandes variables ne laissent pas toutes entendre que des risques pèsent sur les fins de cycle. Par exemple, le remboursement de la dette des ménages américains en pourcentage des revenus est à son plus creux depuis 30 ans et demi, et à nos yeux, la croissance des salaires nominaux semble avoir atteint le milieu du cycle, dans le meilleur des cas. Dans ce contexte, grâce aux effets de richesse et aux réformes fiscales limitées mais régressives, le consommateur américain pourrait encore disposer d'une grande marge de manœuvre pour continuer de porter la croissance des dépenses.
10. **Régimes de retraite et compagnies d'assurance-vie** : En plus des banques centrales, les régimes de retraite ont été d'importants acheteurs de titres durant le deuxième semestre de 2017, en partie pour rééquilibrer leurs portefeuilles, sur fond de gains boursiers. Les régimes de retraite publics et privés détiennent plus de 2 250 G\$ US en bons du Trésor, et à notre avis, si les bons du Trésor américain à 10 ans montent pour atteindre la barre des 3 %, les gestionnaires ambitieux verrouilleraient les rendements pour répondre aux besoins des retraités.

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

	2017		2018				2019			
	(fin de trimestre, en %)									
Canada	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	
Taux cible à un jour de la BdC	1,00	1,25	1,50	1,50	1,75	2,00	2,25	2,25	2,50	
Taux de base	3,20	3,45	3,70	3,70	3,95	4,20	4,45	4,45	4,70	
Bons du Trésor à trois mois	1,06	1,30	1,55	1,55	1,80	2,05	2,30	2,30	2,50	
Obligations du Canada à deux ans	1,69	1,90	2,05	2,20	2,30	2,40	2,50	2,55	2,65	
Obligations du Canada à cinq ans	1,87	2,05	2,15	2,30	2,45	2,55	2,60	2,65	2,75	
Obligations du Canada à dix ans	2,05	2,20	2,30	2,45	2,60	2,65	2,70	2,75	2,85	
Obligations du Canada à 30 ans	2,27	2,35	2,50	2,75	2,90	3,00	3,10	3,15	3,10	
États-Unis	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	
Taux cible des fonds fédéraux	1,50	1,75	1,75	2,00	2,25	2,25	2,50	2,50	2,75	
Taux de base	4,50	4,75	4,75	5,00	5,25	5,25	5,50	5,50	5,75	
Bons du Trésor à trois mois	1,38	1,80	1,80	2,05	2,30	2,30	2,55	2,60	2,80	
Bons du Trésor à deux ans	1,88	2,20	2,30	2,50	2,60	2,70	2,75	2,85	2,90	
Bons du Trésor à cinq ans	2,21	2,50	2,60	2,70	2,75	2,85	2,90	3,00	3,05	
Bons du Trésor à dix ans	2,40	2,70	2,80	2,85	2,90	3,00	3,05	3,15	3,20	
Bons du Trésor à 30 ans	2,74	2,85	2,95	3,00	3,05	3,15	3,20	3,30	3,35	

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

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

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

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

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

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

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

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

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

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