

Canada et États-Unis : perspectives économiques à long terme 2018-2023

- À long terme, le PIB réel canadien devrait croître de 1,8 % par an, en raison d'une productivité relativement léthargique et de la timide croissance de l'apport de la population active, ce qui est légèrement inférieur à l'hypothèse de la Banque du Canada (1,9 %). Aux États-Unis, on suppose que la croissance du PIB réel sera de 1,9 % à long terme.
- Pendant la période comprise entre 2018 et 2023, l'économie des États-Unis et celle du Canada devraient évoluer parallèlement, en entrant en territoire de demande excédentaire avant de revenir à l'équilibre à la fin de l'horizon prévisionnel (graphique 1).
- Après un regain temporaire en 2018-2020, essentiellement en raison de l'impact des mesures de relance budgétaire aux États-Unis, la croissance dans les deux pays devrait se ralentir considérablement en 2021-2022, notamment en raison de la hausse des taux d'intérêt, qui rend l'économie américaine plus vulnérable aux chocs, notamment la montée du protectionnisme mondial.
- Au Canada et aux États-Unis, l'inflation devrait monter au-delà des cibles de 2,0 %, avant de se stabiliser à 2,0 % en 2022-2023.
- Vu la hausse de la demande excédentaire et la multiplication des pressions inflationnistes, la Fed et la Banque du Canada devraient relever graduellement leur taux directeur à un jour vers les 3,0 %, seuil qui sera atteint au T1 de 2020 pour les États-Unis et au T4 de 2020 pour le Canada.

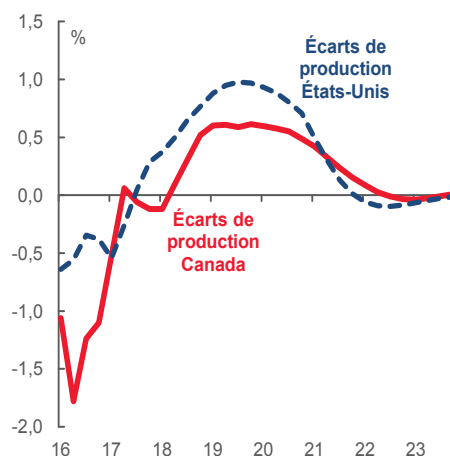
Ces perspectives sont éclairées par le Modèle macroéconomique mondial de la Banque Scotia (MMMBS), que nous décrivons succinctement dans l'encadré 1 de la page 5.

RENSEIGNEMENTS

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

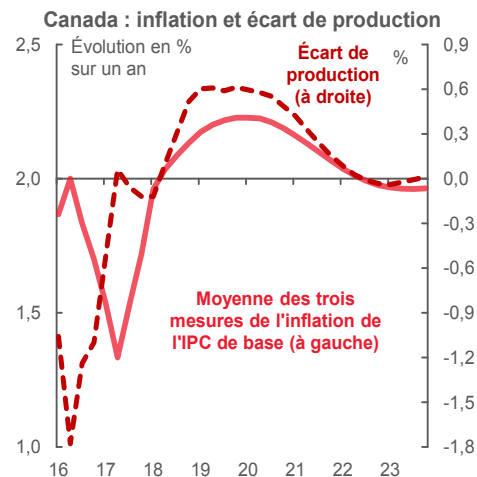
Nikita Perevalov
416.866.4205
Études économiques de la Banque Scotia
nikita.perevalov@scotiabank.com

Graphique 1 : Synchronisation des cycles économiques des États-Unis et du Canada
Canada et États-Unis : écarts de production



Source : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 2 : Puisque l'écart de production se comble, l'inflation au Canada revient sur la cible



Source : Études économiques de la Banque Scotia.

HYPOTHÈSES SUR LA CROISSANCE POTENTIELLE DU PIB*

États-Unis:

- Nous supposons qu'à long terme, la croissance du PIB potentiel est de 1,9 %, ce qui cadre avec les plus récents « messages en pointillé » des membres du FOMC.
- Pour la période de 2018 à 2020, nous supposons également que la réforme fiscale viendra ajouter au PIB potentiel 0,1 point de pourcentage par rapport à la prévision à long terme, ce qui portera à 2,0 % la croissance du PIB potentiel dans cette période.

Canada:

- Nous supposons que le PIB potentiel progressera à raison de 1,7 % en 2018-2020 et de 1,8 % par la suite, à cause de la productivité relativement léthargique et de la timide croissance de l'apport de la population active.
- Ce profil de croissance est légèrement plus anémique que celui du RPM de la Banque du Canada en avril 2018, essentiellement en raison de notre point de vue moins optimiste sur la productivité des travailleurs.

*Le PIB potentiel représente le point d'équilibre du PIB correspondant à un taux d'inflation durable qui atteint la cible de 2,0 %. Ce PIB potentiel est porté par les intrants tendanciels de la population active (sur les heures de travail dans l'ensemble de l'économie), ainsi que par la productivité des travailleurs, qui est fonction du capital par unité de main-d'œuvre tendancielle et de productivité factorielle totale tendancielle.

PRÉVISIONS À COURT TERME EN 2018-2019 : CROISSANCE SUPÉRIEURE AU POTENTIEL

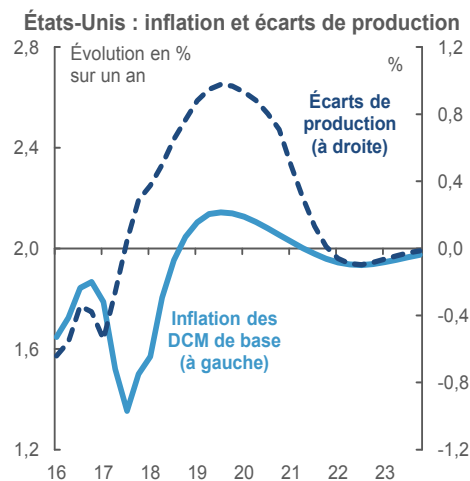
À court terme, nous nous attendons à ce que l'économie canadienne et celle des États-Unis progressent à vive allure, en surpassant la croissance du PIB potentiel, ce qui donnera lieu à une demande excédentaire et viendra multiplier les pressions inflationnistes (tableau 1).

Aux États-Unis, la croissance à court terme devrait s'accroître grâce à la réforme fiscale et aux mesures de relance des dépenses, qui viennent ensemble ajouter 0,5 point de pourcentage à la croissance du PIB réel américain en 2018 et en 2019.

Au Canada, outre l'accroissement des exportations attribuable aux mesures de relance budgétaire américaines, la croissance devrait être étayée par la hausse des cours du pétrole, par un taux de change relativement léthargique et par la politique budgétaire à l'échelle fédérale et à l'échelon provincial.

- En raison essentiellement de la vigueur de la demande, le cours du WTI devrait s'établir à une moyenne de 65 \$ le baril en 2018 et de 68 \$ le baril en 2019, en hausse par rapport à 51 \$ le baril en 2017.
- De pair avec la solide croissance de l'économie américaine, le niveau des exportations non énergétiques est porté par le dollar canadien, qui devrait être inférieur à son point d'équilibre. La paire USD/CAD devrait atteindre 1,25 à la fin de 2018 et de 2019 par rapport à un point d'équilibre compris entre 1,21 et 1,22.

Graphique 3 : La demande excédentaire américaine s'accroît alors que la croissance l'emporte sur le potentiel et que l'inflation est légèrement au-dessus de la cible



Source : Études économiques de la Banque Scotia.

Tableau 1

Prévisions à long terme pour les États-Unis et le Canada								
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
États-Unis								
Croissance du PIB, moyenne annuelle, %	1,5	2,3	2,6	2,4	1,9	1,4	1,5	1,9
Inflation fondamentale des DCM, moyenne annuelle, %	1,8	1,5	1,9	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0
Taux cible des fonds fédéraux : limite supérieure, %, à la fin de la période	0,75	1,50	2,25	2,75	3,00	2,75	2,75	2,75
Rendement nominal des obligations d'État à dix ans, %, à la fin de la période	2,44	2,40	3,00	3,25	3,43	3,57	3,68	3,70
Taux de chômage, moyenne annuelle, %	4,9	4,4	4,0	3,9	3,8	4,0	4,2	4,3
Canada								
Croissance du PIB, moyenne annuelle, %	1,4	3,0	2,2	2,1	1,7	1,5	1,5	1,8
Moyenne des trois indicateurs de l'inflation fondamentale de l'IPC, moyenne annuelle, %	1,8	1,5	2,0	2,2	2,2	2,1	2,0	2,0
Taux à un jour de la BdC, %, à la fin de la période	0,50	1,00	1,75	2,50	3,00	3,00	2,75	2,75
Rendement nominal des obligations d'État à dix ans, %, à la fin de la période	1,72	2,05	2,50	2,75	3,22	3,44	3,60	3,67
Taux de chômage, moyenne annuelle, %	7,0	6,3	5,8	5,7	5,7	5,8	5,9	5,9
USD/CAD, à la fin de la période	1,34	1,26	1,25	1,25	1,23	1,21	1,21	1,21
Cours du WTI, moyenne annuelle, \$ US	43	51	65	68	67	67	67	67

Remarque : Le lecteur trouvera de plus amples renseignements sur les perspectives de 2018-2019 dans le [Tableau des Prévisions de la Banque Scotia en date du 12 avril 2018](#).

Puisque le Canada et les États-Unis ont commencé l'année 2018 avec un écart de production essentiellement refermé, la forte croissance qui se produira en 2018-2019 devrait placer les deux pays dans une situation dans laquelle la demande sera excédentaire et les pressions inflationnistes se multiplieront.

- Au Canada, puisque l'écart de production culmine à +0,6 % en 2019 et que les coûts de main-d'œuvre et les cours du pétrole augmentent, la moyenne des trois mesures de l'inflation fondamentale de la Banque du Canada devrait, selon les projections, atteindre 2,2 % en 2019 (graphique 2).
- Aux États-Unis, l'écart de production devrait s'établir à +1,0 % en 2019. De concert avec la hausse des coûts unitaires de la main-d'œuvre et des cours du pétrole, l'inflation des dépenses de consommation des ménages (DCM) devrait augmenter et dépasser la cible inflationniste, pour atteindre 2,1 % à la fin de 2019 (graphique 3).

Dans ce contexte, puisque le PIB des deux économies dépasse leur niveau d'équilibre respectif et que par conséquent, l'inflation est légèrement supérieure aux cibles, les banques centrales rehaussent leurs taux directeurs pour atteindre le point d'équilibre à long terme de 2,75 % (graphique 4).

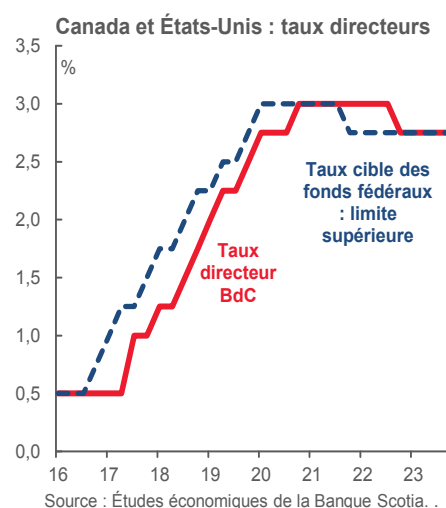
Il faut noter que chaque épisode de demande excédentaire finit par être suivi d'une période de croissance du PIB inférieure à la croissance de la production potentielle, puisque la demande globale se rétablit au niveau de l'offre globale dans l'économie (soit la production potentielle). C'est l'évolution qui se produit à moins que l'offre augmente et absorbe la demande excédentaire. Autrement dit, en période de demande excédentaire, ce qui monte doit finir par baisser. Nous nous attendons à ce que ce ralentissement se produise dans la période de 2020 à 2022. Dans ce contexte, la nature procyclique des mesures de relance budgétaire des États-Unis et des provinces canadiennes en 2018-2019 exacerbe le ralentissement ultime de l'économie américaine et de l'économie canadienne en 2021-2022, même si cet effet est beaucoup plus prononcé aux États-Unis qu'il l'est au Canada.

PRÉVISIONS À MOYEN TERME POUR 2020-2022 : LA CROISSANCE EST GRADUELLEMENT RAMENÉE EN DEÇÀ DU POTENTIEL

Au-delà de 2019, la croissance au Canada et aux États-Unis devrait se ralentir considérablement, puisque le coup de pouce apporté par les mesures de relance budgétaire disparaît et finit par s'inverser, et les taux d'intérêt augmentent marginalement au-delà de leurs niveaux neutres puisque les banques centrales tâchent de ramener durablement l'inflation sur la cible.

- Aux États-Unis, à la fin de 2020, les dépenses destinées à relancer l'économie devraient baisser en fonction des limites de dépenses de la loi actuelle (cf. CBO, 2018, « The Budget and Economic Outlook: 2018 to 2028 »), ce qui vient amputer la croissance du PIB réel. Dans le même temps, on s'attend à ce que la Fed relève le taux sur les fonds fédéraux à 3,0 % au T1 de 2020, ce qui est supérieur au taux neutre estimé à 2,75 %, et ce qui vient modérer les pressions inflationnistes. La hausse du taux sur les fonds fédéraux, de concert avec le dénouement graduel du bilan de la Fed, induit une augmentation graduelle du taux des obligations du gouvernement à 10 ans des États-Unis.
- En raison de ces facteurs, la croissance de l'économie américaine devrait fléchir et s'établir à 1,9 % en 2020 avant d'atteindre une moyenne d'à peine 1,5 % en 2021-2022, ce qui viendra refermer l'écart de production en 2022.
- En 2020, on s'attend à ce que le taux canadien à un jour rattrape le taux sur les fonds fédéraux. À la fin de 2020, le taux directeur canadien, à 3,0 %, est égal à celui de la Fed, et à la fin de 2021, le taux directeur canadien dépasse de 25 points de base le taux américain (graphique 4).
- L'élimination graduelle du différentiel des taux d'intérêt avec les États-Unis, suivie d'un léger infléchissement de ce différentiel, induit une appréciation graduelle du dollar canadien vers son point d'équilibre à long terme de 1,21 (0,826 \$ US). Ce point d'équilibre à long terme cadre avec le cours d'équilibre du pétrole et un rajustement mondial du dollar américain.
- Au Canada, le dénouement des mesures de relance budgétaire aux États-Unis, la hausse des taux à court et à long termes et l'appréciation du dollar canadien devraient ralentir considérablement la croissance à 1,7 % en 2020 et à une moyenne de 1,5 % en 2021-2022. En raison de ce ralentissement, l'écart de production devrait se refermer en 2022.

Graphique 4 : Les taux directeurs se normalisent graduellement aux États-Unis et au Canada



À LONG TERME (AU-DELÀ DE 2022) : LA CROISSANCE À SON POTENTIEL

Au-delà de 2022, l'économie américaine comme l'économie canadienne devraient atteindre leur point d'équilibre à long terme.

Autrement dit, aux États-Unis, l'inflation s'inscrit durablement sur la cible de 2 %; le taux à un jour est au neutre à 2,75 % et le PIB progresse selon son potentiel, que nous estimons à 1,9 %, ce qui cadre essentiellement avec les derniers « messages en pointillé » des membres du FOMC.

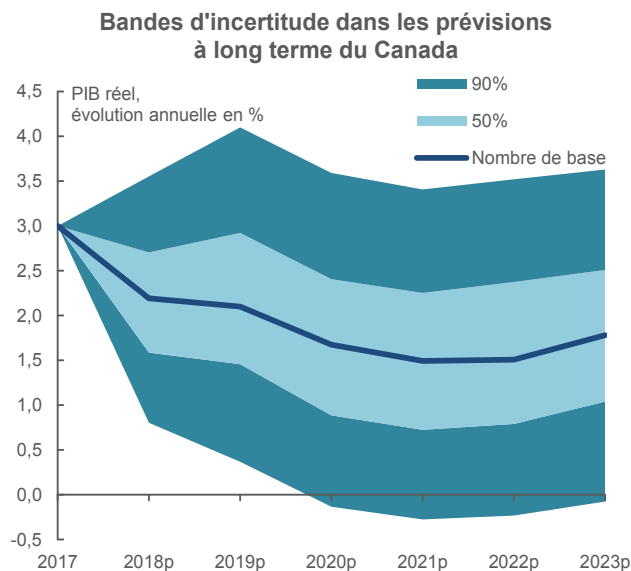
Au Canada, le point d'équilibre de l'inflation et son taux neutre sont identiques à ceux des États-Unis, alors que le PIB potentiel devrait progresser un peu plus lentement, à 1,8 %.

L'INCERTITUDE PLANE SUR NOTRE SCÉNARIO DE BASE

L'incertitude qui plane sur nos prévisions reste significative, comme on peut le constater d'après les bandes de confiance de nos prévisions pour le Canada (graphique 5).

- La fourchette relativement vaste de 90 % pour les résultats, qui passent de 0,8 % à 3,6 % en 2018, n'est pas rare (cf. les Perspectives de l'économie mondiale du FMI, avril 2018). Elle met également en lumière une caractéristique importante de nos prévisions : au-delà de 2020, il y a une plus grande probabilité de croissance léthargique ou négative, compte tenu du ralentissement attendu de la croissance du PIB dans la norme de base pendant cette période. Par conséquent, bien qu'il y ait toujours une probabilité importante de croissance proche de 3 %, il y a aussi un risque accru de récession au-delà de 2020.

Graphique 5 : Le ralentissement de la croissance au Canada en 2021 rend l'économie vulnérable



Source : Études économiques de la Banque Scotia.

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

Les *Prévisions mondiales* des Études économiques de la Banque Scotia, publiées le 12 avril 2018, ainsi que les perspectives à long terme exposées dans cette note s'inspirent du MMMBS; il s'agit d'un modèle d'équilibre général estimatif mis au point récemment pour l'économie du Canada, des États-Unis et d'autres pays (y compris l'Europe et les marchés émergents); le MMMBS est comparable aux modèles semi-structurels de la Banque du Canada, mais moins détaillés, par exemple le MUSE (Gosselin et Lalonde, 2005) et le LENS (Gervais et Gosselin, 2014). Le MMMBS permet au service des Études économiques de la Banque Scotia d'élaborer des perspectives internes cohérentes pour l'économie canadienne et l'économie américaine simultanément, en tenant compte des principaux facteurs macroéconomiques suivants :

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

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

- un comportement prospectif est au cœur de l'environnement du modèle : les agents économiques tâchent d'établir optimalement le niveau de leurs variables décisionnelles, par exemple le PIB réel, les taux directeurs et d'autres facteurs;
- le PIB réel est la somme de la demande intérieure des ménages, des dépenses publiques et de la balance commerciale internationale nette;
- la demande intérieure est portée par les taux d'intérêt à court et à long terme, les cours du pétrole, le revenu disponible, le patrimoine financier et la valeur nette des logements, ainsi que le taux de change;
- bien que les importations soient essentiellement portées par la demande intérieure des ménages et par le taux de change, les exportations sont fonction de la demande étrangère, du patrimoine financier aux États-Unis et du taux de change;
- l'équation de la courbe de Phillips augmentée établit un lien entre, d'une part, la mollesse de l'économie (l'écart de production), le taux de change, le coût unitaire de la main-d'œuvre et les cours du pétrole et, d'autre part, l'inflation fondamentale;
- une règle prospective de la politique monétaire détermine la réaction du taux à un jour de la BdC à l'évolution de l'écart de production et à une prévision inflationniste de trois trimestres d'avance, dans ce dernier cas par rapport à la cible de la BdC;
- le rendement des obligations d'État à 10 ans dépend du parcours prévu du taux à un jour de la BdC et de la prime à terme. Cette prime est fortement déterminée par l'évolution de la prime à terme du rendement des obligations de l'État américain à 10 ans, lui-même fonction du bilan de la Réserve fédérale américaine et du portefeuille des bons du Trésor américain des autorités chinoises;
- le taux de change bilatéral Canada-États-Unis est fonction des cours du pétrole, du différentiel de croissance du PIB de ces deux pays, du différentiel des taux d'intérêt à 10 ans et d'un facteur américain qui capte le rajustement multilatéral du dollar américain;
- le cours réel du pétrole, le revenu disponible réel, le taux de chômage, le patrimoine financier et la valeur nette des logements, ainsi que d'autres éléments, sont au nombre des autres variables comprises dans ce modèle. L'offre et la demande mondiales endogènes de pétrole déterminent l'évolution des cours du pétrole dont fait état ce modèle.

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

Gosselin, Marc-André et René Lalonde, 2005, « MUSE: The Bank of Canada's new projection model of the U.S. economy », Rapport technique no 96 de la Banque du Canada.

Gervais, Olivier, et Marc-André Gosselin, 2014, « Analyzing and Forecasting the Canadian Economy through the LENS Model », Rapport technique no 102 de la Banque du Canada.

Études économiques de la Banque Scotia, [Tableau des Prévisions de la Banque Scotia, 12 avril 2018](#).

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.