



Courants économiques

L'envol du huard

Warren Jestin, Premier vice-président et économiste en chef

L'élan incomparable qu'a connu notre huard au cours des neuf derniers mois traduit à la fois l'extraordinaire volatilité des marchés de change et la vulnérabilité intrinsèque du dollar US aux soubresauts de l'humeur des investisseurs à l'échelle mondiale. Entre le seuil enregistré au début de février et le sommet qu'il a momentanément connu au début de novembre, le dollar canadien s'est apprécié de presque 30 %. La vapeur s'est renversée depuis, mais au début décembre notre huard était toujours en hausse de 17 % par rapport au seuil de février dernier. Durant la même période, l'euro a augmenté de 14 %, le yen s'est bonifié de plus de 10 % et le dollar australien a connu une hausse de 13 %.

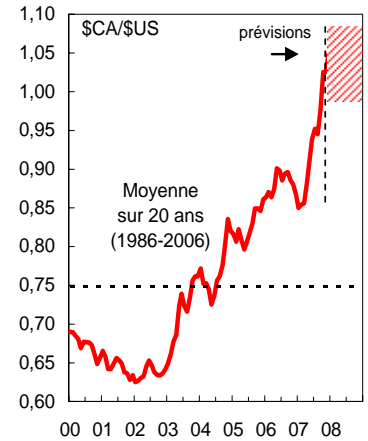
Les fluctuations du taux de change Canada-États-Unis au cours des quatre dernières semaines sont le signe que notre monnaie est allée trop loin, trop vite. Compte tenu de l'extrême volatilité des marchés de change, le dollar canadien pourrait demeurer temporairement sous la parité. Toutefois, si on fait abstraction de ces virevoltes hors de l'ordinaire, on constate que les facteurs économiques fondamentaux demeurent largement en faveur du huard et défavorables à l'égard du billet vert. Dans un tel contexte, nous prévoyons que le taux de change Canada-États-Unis s'établira en moyenne à près de 1,05 \$ au cours de l'année qui vient.

Aux États-Unis, les répercussions du resserrement du crédit découlant de la crise des prêts hypothécaires à risque continueront vraisemblablement de troubler les marchés financiers jusqu'au printemps prochain. Les retombées négatives sur l'activité économique aux États-Unis dureront beaucoup plus longtemps et se feront sentir jusqu'en 2009, l'important recul des ventes et de la construction résidentielles entraînant une retraite des dépenses de consommation. La faiblesse de l'activité économique grugera aussi les marges de profit et la croissance des investissements des entreprises. Une réduction importante des prix devrait freiner l'inflation américaine, permettant ainsi à la Réserve fédérale de retrancher de ses taux d'intérêt un autre trois quarts de point de pourcentage ou plus durant l'hiver. À mesure que l'orientation de la Fed s'éloignera de celle des autres banques centrales, la valeur du dollar US risque de se détériorer encore par rapport aux autres devises.

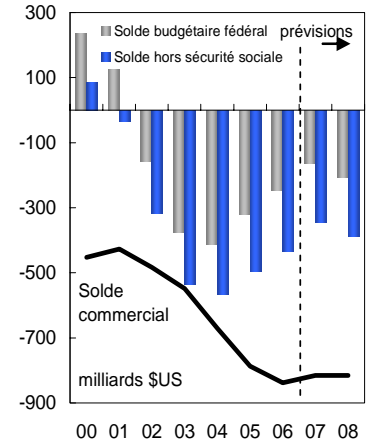
La faiblesse de la demande intérieure aux États-Unis met un frein à la croissance des importations à un moment où la dépréciation de la monnaie et la robustesse des ventes auprès de nations en émergence favorisent des gains à l'exportation de plus de 10 %. Toutefois, les importations dépassant d'environ 70 % les recettes provenant des exportations, il faudrait que celles-ci connaissent un rendement exceptionnel sur une période prolongée pour contrebalancer le déficit de quelque 800 milliards de \$US du commerce des marchandises. Environ 70 % du déficit global est attribuable aux importations d'énergie et au déficit bilatéral avec la Chine; une correction rapide exigerait donc un recul important des prix des produits de base et une maîtrise de la tendance des consommateurs américains à acheter des importations à moindre coût — deux événements improbables à court terme. Comme le déficit commercial doit être financé par des apports importants en capital, le dollar US demeurera vulnérable tant que les démarches d'élimination du déficit seront en retard par rapport aux mesures prises par les investisseurs étrangers inquiets qui font plafonner ou diversifient leurs positions fortement surpondérées en dollars américains.

La hausse remarquable du dollar canadien par rapport à la monnaie américaine découle en partie de l'intérêt renouvelé que suscite le Canada en tant qu'économie riche en ressources dans un monde où celles-ci commencent à se faire rares — un facteur de renforcement de la monnaie qui sera soutenu par la robustesse à long terme des marchés des produits de base. Bien qu'il soit probable que le cours du pétrole descende après la flambée récente et que les prix des métaux industriels fléchissent encore, les prix demeureront à leur plus haut niveau de toute l'histoire et attireront d'autres investissements à grande échelle. Notre double excédent commercial et budgétaire, une politique monétaire plus prudente et la tendance des investisseurs mondiaux à diversifier leurs portefeuilles dans différentes devises et catégories d'actif favorisent également le dollar canadien. Même si, comme nous nous y attendons, une nouvelle tendance de croissance ralentie et d'inflation faible

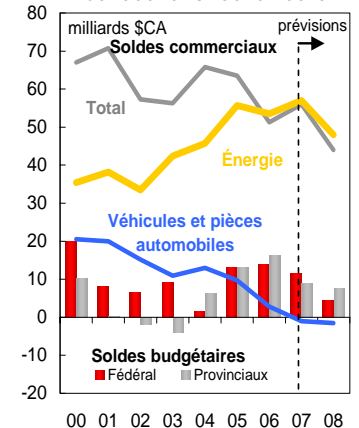
La parité au centre de la nouvelle fourchette du \$CA



Le double déficit aux É.-U. mine le billet vert



Le double excédent du Canada favorise le huard





incitera la Banque du Canada à réduire les taux d'intérêt intérieurs d'un autre quart de point de pourcentage ou plus dans les mois à venir, ces facteurs monétaires fondamentaux favorables devraient maintenir le huard dans les hautes sphères.

Bien que l'enchaînement de l'appréciation de la monnaie et du fléchissement de l'activité aux États-Unis ralentisse la croissance canadienne, nous prévoyons une production accrue de 2,2 % en 2008, appuyée par une résistance supérieure de la demande intérieure. L'expansion accélérée soutenue de la production en Chine et dans d'autres pays émergents stimulera les exportations d'énergie et de métaux industriels. L'accroissement de la production mondiale de biocarburants, combiné au resserrement des stocks mondiaux, favorise les rentrées issues de l'exportation agricole. Prises globalement, les ventes de ces produits de base pourraient compter pour 40 % de nos revenus d'exportation.

Dans l'ensemble, la force des exportations de ressources a largement compensé la faiblesse des ventes de produits fabriqués, ce qui a permis au Canada d'enregistrer un excédent sur marchandises de près de 55 milliards de \$CA cette année. En 2008, cet excédent pourrait être réduit à 45 millions de dollars en raison de la faiblesse de la demande américaine. À plus long terme, toutefois, les ventes à l'étranger seront soutenues par une production accrue des sables bitumineux et par de nouvelles capacités dans des secteurs comme l'exploitation minière visant à produire de la potasse et de l'uranium. Parmi les pays industrialisés, le Canada se démarque grâce à ses importants projets hydroélectriques en cours.

Le secteur manufacturier canadien continuera de faire face à des défis de taille pour s'adapter à l'appréciation du dollar et faire concurrence aux importations d'outremer à faible coût. Néanmoins, même au cœur de la région industrielle du centre du Canada, la faiblesse des exportations et les pertes d'emplois dans le secteur manufacturier ont été atténuées par une croissance solide des secteurs des services et de la construction. À l'échelle nationale, le nombre de nouveaux emplois créés dans le secteur de la construction au cours de la dernière année correspond à peu près au nombre d'emplois perdus dans le secteur manufacturier; la croissance globale de l'emploi au Canada est environ deux fois celle des États-Unis.

À certains égards importants, le bilan des ménages canadiens est en bien meilleure santé que celui de leurs contreparties américaines. Contrairement aux ménages des États-Unis, qui ont réduit les investissements dans le logement pour financer les dépenses de consommation, les familles canadiennes investissent davantage dans leur logement qu'il y a dix ans. L'augmentation des prêts à des ménages à risque élevé, qui a contribué à stimuler les mises en chantier aux États-Unis et a fini par provoquer la crise hypothécaire que l'on connaît et le resserrement des activités de construction résidentielle, n'a pas eu lieu au Canada. La construction résidentielle ne ralentira pas autant la croissance de notre côté de la frontière.

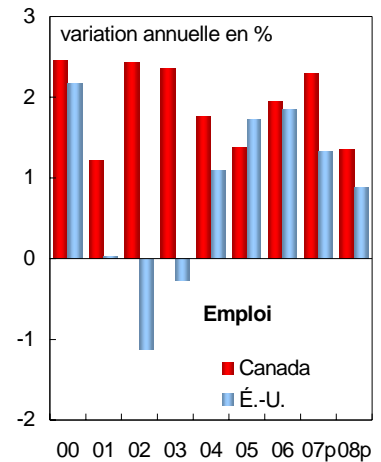
L'engagement des gouvernements canadiens à l'égard de l'équilibre des budgets et de la réduction de la dette constitue un avantage concurrentiel stratégique et un facteur clé qui protège notre économie des reculs que connaissent les États-Unis. En plus des excédents fédéral et provinciaux totalisant plus de 30 milliards de \$CA l'an dernier, les deux paliers de gouvernement ont mis en œuvre des initiatives de réduction des dépenses et d'allègement fiscal, ce qui stimule davantage l'économie. À elles seules, les réductions de l'impôt fédéral du printemps dernier et de l'automne représentent une somme de presque 8 milliards de \$CA pour l'exercice en cours.

Outre la réduction de l'impôt des particuliers à compter de janvier 2008, la taxe sur les produits et services sera diminuée d'un autre point de pourcentage. Par ailleurs, les mesures d'allègement de l'impôt des entreprises seront grandement améliorées au cours des cinq prochaines années, dans l'espoir d'arriver à imposer le fardeau fiscal le moins important des pays du G7 en ce qui a trait aux investissements des entreprises. Les projets d'investissements ambitieux d'Ottawa et des provinces pour améliorer les infrastructures des transports, de l'éducation et de la santé continueront aussi d'aiguillonner la création d'emplois et d'améliorer le caractère concurrentiel de notre pays. Aux États-Unis, le déficit budgétaire chronique de Washington réduit la marge de manœuvre disponible pour offrir une stimulation. À plus longue échéance, le besoin de financer les obligations des programmes américains de soins de santé et de sécurité sociale entraînera des compressions budgétaires et une structure fiscale vraisemblablement moins concurrentielle.

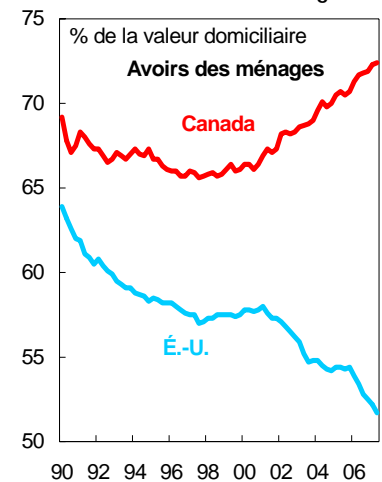
Compte tenu de tous ces facteurs, la dépréciation du dollar US semble loin d'arriver à son terme. Comme le processus ne se fera probablement pas sans heurt, la forte volatilité jamais vue qui règne sur les marchés monétaires mondiaux risque de persister jusqu'à la fin de la décennie. Du point de vue canadien, les perspectives à brève échéance pour le huard seront tributaires des fluctuations à court terme des marchés des produits de base, et de l'opportunité relative du fléchissement prévu des taux de la Fed américaine et de la Banque du Canada. À plus long terme, la combinaison des facteurs monétaires fondamentaux positifs au Canada et négatifs aux États-Unis laisse présager d'un huard qui demeurera généralement au-dessus de la parité avec le billet vert.

Courants économiques

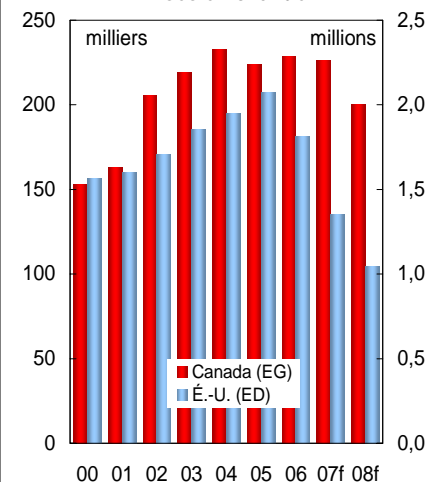
La hausse de l'emploi au Canada...



... et des finances des ménages ...



... favorise la résistance des mises en chantier



CANADA	1990-2003 (moyenne annuelle)	2004	2005	2006	2007p	2008p
PIB réel (variation en %)	2,6	3,1	3,1	2,8	2,6	2,2
Prix à la consommation (variation en %)	2,3	1,8	2,2	2,0	2,2	1,7
Indice de référence (variation en %)	2,0	1,6	1,6	1,9	2,2	1,6
Bénéfices avant impôts (variation en %)	6,5	17,1	11,9	5,0	5,0	-2,0
Emploi (variation en %)	1,4	1,8	1,4	1,9	2,3	1,4
Emplois créés (milliers)	191	275	223	315	380	230
Taux de chômage (%)	8,9	7,2	6,8	6,3	6,0	6,0
Solde du compte courant (milliards \$)	-3,8	29,0	27,9	23,6	17,0	4,0
en % du PIB	-0,8	2,3	2,0	1,6	1,1	0,3
Balance commerciale (milliards \$)	34,4	65,8	63,5	51,3	55,5	46,0
Solde budgétaire fédéral (milliards \$)	-10,9	1,5	13,2	13,8	11,6	4,4
Mises en chantier (milliers)	159	233	225	227	225	200
Production de véhicules automobiles (milliers)	1,367	1,534	1,583	1,614	1,650	1,610
Pétrole intermédiaire (West Texas) (\$US/baril)	22,20	41,40	56,60	66,22	72,25	88
Gaz naturel (NYMEX) (\$US/mmbtu)	2,69	6,19	9,00	6,99	7,15	7,15
Or (cours à Londres) (\$US/once)	338	409	445	604	690	850

ÉTATS-UNIS

PIB réel (variation en %)	2,8	3,6	3,1	2,9	2,2	1,9
Prix à la consommation (variation en %)	2,9	2,7	3,4	3,2	2,8	2,5
Indice de référence (variation en %)	2,9	1,8	2,2	2,5	2,3	1,8
Bénéfices avant impôts (variation en %)	6,2	24,0	11,5	13,2	3,0	-3,0
Emploi (variation en %)	1,3	1,1	1,7	1,9	1,3	0,9
Emplois créés (millions)	1,57	1,43	2,27	2,48	1,80	1,20
Taux de chômage (%)	5,6	5,5	5,1	4,6	4,6	4,9
Solde du compte courant (milliards \$)	-215	-640	-755	-811	-760	-730
en % du PIB	-2,6	-5,5	-6,1	-6,2	-5,5	-5,1
Balance commerciale (milliards \$)	-261	-670	-787	-838	-805	-795
Excédent financier fédéral net (milliards \$)	-108	-413	-319	-248	-163	-205
Mises en chantier (millions)	1,46	1,95	2,07	1,82	1,35	1,05
Production de véhicules automobiles (millions)	15,2	16,9	16,9	16,5	16,0	15,3

MEXIQUE

PIB réel (variation en %)	3,0	4,4	2,8	4,8	3,0	3,6
Prix à la consommation (variation en %)	16,4	5,2	3,3	4,1	4,0	4,2
Solde du compte courant (milliards \$)	-14,3	-7,3	-4,9	-1,8	-10,4	-14,2
en % du PIB	-3,4	-1,1	-0,6	-0,2	-1,2	-1,6

INTERNATIONALE

PIB réel (variation en %)						
Japon	1,3	2,7	1,9	2,2	1,8	1,6
Royaume-Uni	2,3	3,3	1,8	2,8	2,9	1,8
Zone Euro	1,8	1,8	1,5	2,9	2,5	2,0
Chine	9,2	10,1	10,4	11,1	11,5	10,5
Inde	5,8	7,5	9,0	9,4	8,8	8,2
Brésil	1,8	5,1	2,3	3,4	4,8	5,0
Prix à la consommation (variation en %)						
Japon	0,7	0,2	-0,1	0,3	0,1	0,3
Royaume-Uni	2,7	1,7	1,9	3,0	2,1	1,9
Zone Euro	2,4	2,1	2,2	1,9	2,8	1,6
Chine	5,8	2,4	1,6	2,8	5,0	3,5
Inde	7,8	6,0	4,4	5,9	4,0	4,5
Brésil	664,0	7,6	5,7	3,1	3,9	4,2



CANADA	07T1	07T2	07T3	07T4p	08T1p	08T2p	08T3p	08T4p
Taux d'escompte au Canada	4,25	4,25	4,50	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00
Taux de base	6,00	6,00	6,25	6,00	5,75	5,75	5,75	5,75
Bons du Trésor à 3 mois	4,17	4,42	3,93	3,60	3,55	3,65	3,75	3,90
Canada 2 ans	3,98	4,58	4,08	3,30	3,20	3,30	3,65	3,90
Canada 5 ans	4,02	4,56	4,21	3,60	3,50	3,75	3,95	4,20
Canada 10 ans	4,11	4,55	4,34	3,80	3,75	3,85	4,05	4,30
Canada 30 ans	4,20	4,49	4,44	4,05	3,95	4,05	4,20	4,45
<i>PIB réel (var. ann. trim./trim.)</i>	3,5	3,8	2,9	1,8	1,8	2,4	2,0	1,8
<i>PIB réel (var. ann. en %)</i>	1,9	2,5	2,9	3,0	2,6	2,2	2,0	2,0
<i>Prix à la consommation (var. ann. en %)</i>	1,8	2,2	2,1	2,7	2,1	1,7	1,6	1,5
<i>Indice de référence (var. ann. en %)</i>	2,3	2,4	2,2	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6
ÉTATS-UNIS								
Taux des fonds fédéraux	5,25	5,25	4,75	4,25	3,75	3,50	3,50	3,50
Taux de base	8,25	8,25	7,75	7,25	6,75	6,50	6,50	6,50
Bons du Trésor à 3 mois	4,99	4,87	3,88	2,90	2,80	3,05	3,25	3,50
Bons du Trésor à 2 ans	4,57	4,86	3,99	2,80	2,70	3,05	3,40	3,70
Bons du Trésor à 5 ans	4,54	4,92	4,25	3,20	3,10	3,45	3,80	4,10
Bons du Trésor à 10 ans	4,65	5,03	4,59	3,80	3,70	3,90	4,15	4,40
Bons du Trésor à 30 ans	4,85	5,13	4,84	4,30	4,15	4,25	4,45	4,65
<i>PIB réel (var. ann. trim./trim.)</i>	0,6	3,8	4,9	1,5	0,5	1,5	2,0	2,0
<i>PIB réel (var. ann. en %)</i>	1,5	1,9	2,8	2,7	2,7	2,1	1,4	1,5
<i>Prix à la consommation (var. ann. en %)</i>	2,4	2,7	2,4	3,6	3,3	2,4	2,3	1,9
<i>Indice de référence (var. ann. en %)</i>	2,6	2,3	2,2	2,1	1,9	1,8	1,7	1,7
ÉCARTS CANADA-É.U.								
Taux cible	-1,00	-1,00	-0,25	0,00	0,25	0,50	0,50	0,50
Bons du Trésor à 3 mois	-0,82	-0,45	0,05	0,70	0,75	0,60	0,50	0,40
2 ans	-0,59	-0,28	0,09	0,50	0,50	0,25	0,25	0,20
5 ans	-0,52	-0,36	-0,04	0,40	0,40	0,30	0,15	0,10
10 ans	-0,54	-0,48	-0,25	0,00	0,05	-0,05	-0,10	-0,10
30 ans	-0,65	-0,64	-0,40	-0,25	-0,20	-0,20	-0,25	-0,20
TAUX DE CHANGE								
Dollar canadien (USD/CAD)	1,15	1,06	0,99	0,98	0,94	0,96	0,98	0,95
Dollar canadien (CAD/USD)	0,87	0,94	1,01	1,02	1,06	1,04	1,02	1,05
Yen (USD/JPY)	118	123	115	108	106	104	103	103
Euro (EUR/USD)	1,34	1,35	1,43	1,49	1,54	1,52	1,50	1,48
Euro (EUR/GBP)	0,68	0,67	0,70	0,72	0,73	0,73	0,73	0,73
Livre sterling (GBP/USD)	1,97	2,01	2,05	2,07	2,10	2,08	2,06	2,04
Dollar australien (AUD/USD)	0,81	0,85	0,89	0,91	0,97	0,97	0,93	0,89
Peso mexicain (USD/MXN)	11,0	10,8	10,9	11,0	11,1	11,2	11,2	11,3
Yuan chinois (USD/CNY)	7,7	7,6	7,5	7,3	7,2	7,0	6,9	6,8



Performance régionale

	1990-2005	2006	2007p	2008p	1990-2005	2006	2007p	2008p
	<u>PIB réel</u> (variation annuelle en %)				<u>Solde budgétaire pour l'exercice se terminant le 31 mars</u> (après transferts comptes spéciaux, en millions de dollars)			
Canada	2,6	2,8	2,6	2,2	-11 256	13 218	13 752	11 600
Terre-Neuve-et-Labrador	2,5	3,3	6,0	2,0	-329	199	76	261
Île-du-Prince-Édouard	2,5	2,6	1,8	1,7	-30	1	1	-42
Nouvelle-Écosse	2,0	0,9	2,0	2,5	-228	239	182	115
Nouveau-Brunswick	2,1	3,0	2,4	2,6	-69	235	237	37
Québec	2,1	1,7	2,0	1,8	-2 206	37	607	653
Ontario	2,5	2,1	1,9	1,6	-4 580	298	2 269	0
Manitoba	1,9	3,2	3,0	2,8	so	394	430	175
Saskatchewan	2,5	-0,4	3,7	3,1	-81	400	293	264
Alberta	3,7	6,6	4,5	3,6	1 184	8 551	8 510	3 988
Colombie-Britannique	2,7	3,3	3,0	3,0	-515	3 090	4 056	2 125
	<u>Emploi</u> (variation annuelle en %)				<u>Taux de chômage</u> (variation annuelle en %)			
Canada	1,4	1,9	2,3	1,4	8,7	6,3	6,0	5,9
Terre-Neuve-et-Labrador	0,2	0,7	0,8	0,7	17,6	14,8	13,5	13,1
Île-du-Prince-Édouard	1,4	0,6	1,4	0,9	14,0	11,0	10,2	9,7
Nouvelle-Écosse	0,9	-0,3	1,4	1,0	11,0	7,9	7,9	7,5
Nouveau-Brunswick	1,0	1,4	1,8	0,9	11,4	8,8	7,8	8,0
Québec	1,1	1,3	2,3	1,3	10,4	8,0	7,1	6,9
Ontario	1,3	1,5	1,6	1,1	7,9	6,3	6,4	6,5
Manitoba	0,8	1,2	1,6	1,1	6,6	4,3	4,2	3,9
Saskatchewan	0,4	1,7	2,3	1,2	6,3	4,7	4,0	3,7
Alberta	2,2	4,8	4,9	2,3	6,5	3,4	3,5	3,4
Colombie-Britannique	2,2	3,1	3,0	1,8	8,4	4,8	4,3	4,1
	<u>Mises en chantier résidentielles</u> (taux annuels, milliers d'unités)				<u>Ventes de véhicules automobiles</u> (taux annuels, milliers d'unités)			
Canada	168	227	225	200	1 391	1 614	1 650	1 610
Provinces de l'Atlantique	11	12	11	10	100	110	114	111
Québec	36	48	52	45	356	396	396	381
Ontario	62	73	66	60	544	601	595	572
Manitoba	3	5	6	5	40	44	46	45
Saskatchewan	2	4	6	5	35	38	43	44
Alberta	25	49	48	43	156	236	258	260
Colombie-Britannique	29	36	36	32	160	189	198	197

Études économiques Scotia

Scotia Plaza, 40, rue King Ouest, 63^e étage
 Toronto (Ontario) Canada M5H 1H1
 Tél. : 416-866-6253 Téléc. : 416-866-2829
 Courriel : scotia_economics@scotiacapital.com