

La croissance à son zénith

- La croissance synchronisée de l'économie mondiale se poursuit, ce qui a pour effet de renforcer la croissance qui s'étend aux différents territoires et secteurs.
- La vigueur de la conjoncture mondiale constitue une solide toile de fond pour la croissance du Canada, même si l'ALÉNA et d'autres risques pèsent sur les perspectives. En 2018, la croissance du Canada se ralentira probablement à 2,3 %, ce qui reste nettement supérieur au potentiel et augmente les tensions inflationnistes, en plus d'obliger la Banque du Canada à continuer de durcir ses taux directeurs. On prévoit en 2018 trois hausses de taux, dont la prochaine est attendue le 17 janvier.
- La Réserve fédérale américaine relèvera également ses taux de 75 points de base. Grâce à des cours pétroliers assez stables, le dollar canadien devrait osciller aux alentours de la fourchette des 80 cents pour la plus grande partie de l'année.
- Les risques sont lourds; or, la vigueur de l'activité mondiale est un puissant tonique contre les incertitudes commerciales.

L'économie mondiale continue de faire bonne impression. Les dépenses des ménages et l'activité des entreprises s'accroissent ou restent vigoureuses dans la plupart des puissances économiques que nous suivons. Les indicateurs de la confiance et de l'activité atteignent des sommets cycliques dans de nombreux pays (graphique 1). Grâce à des politiques monétaires extrêmement conciliantes dans la plus grande partie des économies évoluées, cette conjoncture explique la puissante boucle de rétroaction parmi les puissances économiques. Sur cette toile de fond de croissance synchronisée, l'évolution des salaires et celle de l'inflation continuent de diverger. Au Canada, aux États-Unis et au Royaume-Uni, la dynamique des salaires et de l'inflation oblige à continuer de dénouer les mesures de relance monétaires, alors qu'en Europe et au Japon, l'inflation reste obstinément faible et ne semble pas vouloir s'accroître. Ces parcours divergents de l'inflation laissent entendre que les politiques se durciront dans les pays où monte l'inflation; or, la mesure dans laquelle cette évolution des taux à court terme se répercute sur la courbe des rendements risque d'être plafonnée par les programmes d'assouplissement quantitatif qui se poursuivent en Europe et au Japon. Toute cette évolution se déroule dans un contexte de multiplication des inquiétudes géopolitiques (la crainte d'une escalade en Corée du Nord), de faits commerciaux et politiques nouveaux aux États-Unis, d'inquiétudes à propos des valorisations des marchés boursiers et des préoccupations plus généralisées que font planer la durée et la durabilité de la reprise en cours.

Au Canada, nous prévoyons un taux de croissance de 2,3 % en 2018, ce qui représente un ralentissement important par rapport au rythme proche de 3 % atteint en 2017. Ce ralentissement n'en représente pas moins une reprise très solide et généralisée de l'activité, puisque notre estimation du taux de croissance de la production potentielle continue de s'inscrire à 1,6 %. L'économie continuera de s'avancer plus avant dans le territoire de la demande excédentaire en 2018, ce qui aura pour effet d'accroître les tensions inflationnistes et de relever les taux d'intérêt. Les contraintes de capacité deviendront encore plus prépondérantes. Cette évolution n'est nulle part ailleurs aussi évidente que sur le marché du travail : les emplois se créent à un rythme prodigieux, les salaires augmentent à une cadence fulgurante, le taux de chômage n'a jamais été aussi faible depuis 1974 et le taux de participation à la population active des travailleurs qui entrent sur le marché du travail frôle des sommets sans précédent. L'inflation, après avoir déçu à la baisse pendant des années, remonte et progresse aujourd'hui un peu plus rapidement que ce que laissent

RENSEIGNEMENTS

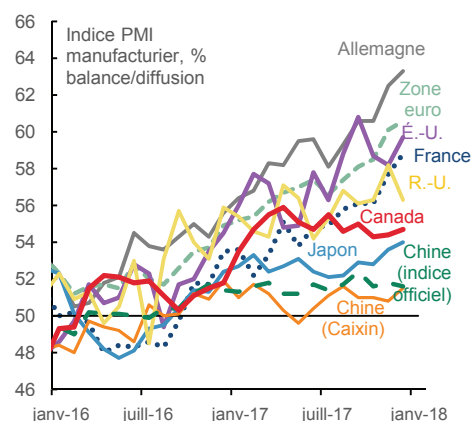
Jean-François Perrault, PVP et économiste en chef
 416.866.4214
 Études économiques de la Banque Scotia
jean-francois.perrault@scotiabank.com

SOMMAIRE

Tour d'horizon	1–3
Canada	4–10
Les provinces	11–13
États-Unis	14–18
La politique monétaire et les marchés financiers aux États-Unis et au Canada	19–25
Mexique	26–27
Royaume-Uni	28–29
Zone euro	30–31
Amérique latine	32–39
Asie	40–46
Produits de base	47–50
Marché des changes	51–52
Tableaux des prévisions sommaires	A1–A3

Graphique 1

Activité manufacturière mondiale



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

entendre nos modèles. La vigueur de l'activité économique continue de faire rejaillir des bienfaits sur les finances du gouvernement fédéral, et nous nous attendons désormais à un amenuisement des déficits de 16,8 G\$ CA au cours de cet exercice financier et de 15 G\$ CA l'an prochain.

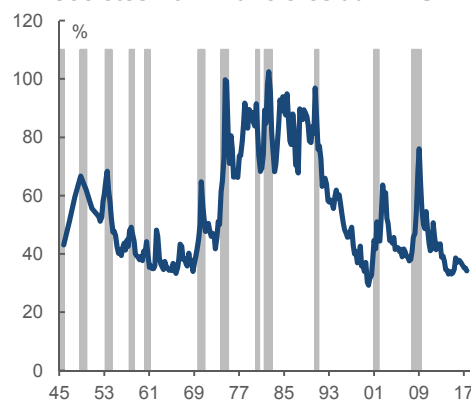
Un certain nombre de risques assombrissent cet horizon. La suite des négociations visant à actualiser l'ALÉNA trône au premier rang des plus grands motifs d'inquiétude. Nous supposons que les négociations se poursuivront bien au-delà de l'échéance du 31 mars, et il se pourrait que le président Trump amorce un désistement du pacte comme stratagème dans la négociation. Cette renégociation connaîtra des hauts et des bas, et l'incertitude liée à son dénouement est destinée à peser sur les perspectives. Même s'il n'y a pas encore de signe évident parmi les données publiées, nous abaissons légèrement notre prévision pour en tenir compte. Les nouvelles directives B-20 risquent de ralentir le marché canadien du logement; il s'agit d'un risque signalé par la Banque du Canada. Nous avons élargé légèrement nos projections pour en tenir compte, même si les facteurs fondamentaux qui portent le marché du logement restent vigoureux. La hausse du salaire minimum en Ontario et d'autres changements apportés à la politique sur la main-d'œuvre représentent une autre source potentielle d'incertitude; or, nous n'avons pas encore tenu compte des effets macroéconomiques de cette évolution dans nos prévisions. La documentation empirique laisse entendre que les répercussions économiques devraient être limitées, même si le rythme de la hausse du salaire minimum en Ontario, de concert avec d'autres mesures connexes, ressort comme combinaison encore plus importante de changements de politique dont ont généralement tenu compte les études menées jusqu'à maintenant.

Un certain nombre de risques favorables pourrait masquer ces préoccupations. Puisque les revenus des travailleurs augmentent rapidement, grâce à la vigueur du marché de l'emploi et des gains de salaires, et que les prix des biens restent élevés, il est tout à fait possible que la consommation continue d'augmenter beaucoup plus rapidement que nous le prévoyons actuellement. Il en va de même de l'investissement résidentiel. Nous nous attendons à un ralentissement des mises en chantier de logements et des marchés immobiliers à Toronto; or, les fondamentaux restent solides et les marchés du logement pourraient se révéler plus résilients qu'attendu actuellement. Il est utile de signaler qu'à pareille date l'an dernier, nous avons retenu la même dynamique comme hypothèse pour la consommation et le logement, qui devaient se ralentir en 2017 en raison d'un avis voulant que la vigueur récente soit intenable. Notre hypothèse s'est révélée fautive, puisque la consommation et le logement ont été beaucoup plus vigoureux que prévu en 2017. Nous pourrions être de nouveau étonnés en 2018.

Si on ne tient compte que de la conjoncture économique, le plaidoyer pour un relèvement des taux d'intérêt au Canada est incontournable. D'autres facteurs assombrissent l'horizon. Le gouverneur de la Banque du Canada reste inquiet de l'endettement des ménages et du lien entre l'endettement et la hausse des taux d'intérêt. Il s'inquiète du ralentissement potentiel du marché du logement que pourraient déclencher les nouvelles directives B-20 mises en œuvre le 1^{er} janvier. Et bien que dans ses interventions publiques, il ait moins insisté sur la question dans ses récentes déclarations, les préoccupations liées à l'ALÉNA sont supposément toujours très lourdes. En raison notamment de ces risques, la Banque du Canada (BdC) a fait savoir qu'elle s'en remettra aux données qui seront publiées. Tout l'art pour la BdC sera de pondérer ces risques par rapport aux données qui seront publiées — et qui devraient à nos yeux, militer pour un relèvement des taux d'intérêt sur l'ensemble de l'année. La prise en compte de certains de ces risques dans notre approche modélisée nous permet de prévoir cette année un durcissement graduel des taux de 75 points de base, qui seront répartis sur l'ensemble de 2018. La première hausse, attendue le 17 janvier, sera suivie de nouvelles hausses en mai et en octobre. Grâce à un différentiel des taux d'intérêt relativement inchangé par rapport aux États-Unis et à des cours pétroliers qui devraient se maintenir essentiellement aux niveaux actuels, nous prévoyons que le dollar canadien gravitera autour de 80 cents pour la plus grande partie de l'année.

Aux États-Unis, la croissance devrait l'emporter légèrement sur celle du Canada. Le marché du travail américain, comme celui du Canada, reste assez vigoureux, ce qui devrait, de concert avec le riche patrimoine des ménages, porter la consommation jusqu'à la fin de l'année. Les dépenses en immobilisations devraient rester assez solides lorsque le rebond industriel se généralisera, et les pressions qui pèsent sur la capacité obligeront à accroître la capacité de production. Cette perspective est confirmée par le pistage des données, qui montre que les commandes de biens d'équipement aux États-Unis atteignent des sommets jamais vus en cinq ans. Certains observateurs s'interrogent donc sur l'importance de la marge de manœuvre qui subsiste aux États-Unis compte tenu de la durée de la reprise en cours. Les grandes variables n'évoquent pas toutes les risques d'une fin de cycle. Par exemple, les paiements sur la dette des ménages américains en pourcentage des revenus atteignent leur creux depuis trois décennies et demie et la croissance nominale des salaires paraît avoir atteint le milieu du cycle, dans le meilleur des cas, à nos yeux. L'endettement des entreprises reste faible lui aussi et n'a pas commencé à augmenter comme il l'a fait généralement avant les récessions (graphique 2).

Le traitement du programme des réformes fiscales est un enjeu majeur qui influe sur nos prévisions pour l'économie américaine. En chiffres nets, ce programme ne devrait avoir qu'un impact marginal sur les perspectives. Au moins deux facteurs entrent en ligne de compte. La

Graphique 2
Ratio de la dette/fonds propres des sociétés non financières aux É.-U.


Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Réserve fédérale américaine, NBER.

baisse considérable des impôts des sociétés et des particuliers ne donnera probablement qu'un léger coup de pouce à la croissance, compte tenu des résultats antérieurs des baisses d'impôts aux États-Unis. En outre, ce léger coup de pouce intervient au moment où l'économie connaît une demande excédentaire, ce qui oblige à réduire les mesures de relance. C'est pourquoi on s'attend à ce que la Réserve fédérale américaine durcisse ses taux un peu plus rapidement que prévu auparavant, ce qui amoindrira une partie de l'impact potentiel de la baisse des impôts. Nos prévisions ne tiennent pas compte de la hausse de la prime de risque sur la dette souveraine des États-Unis, même si tout porte à croire que le déficit proche de 1 000 milliards de dollars qu'entraînera le programme fiscal devrait amener les investisseurs à exiger un taux de rendement supérieur sur la dette du gouvernement américain.

Il s'agit d'un plaidoyer qui milite fortement en faveur d'un durcissement de la politique monétaire aux États-Unis. Le déflateur des dépenses de consommation de base des particuliers semble vouloir se défaire de certains des facteurs qui l'avaient fait baisser l'an dernier, et notre analyse économétrique laisse entendre que le lien entre la production et l'inflation aux États-Unis se porte à merveille. Puisqu'on prévoit toujours un taux de croissance supérieur au potentiel, l'inflation devrait continuer de progresser, ce qui oblige à adopter une politique monétaire moins stimulante. Nous nous attendons à ce que la Fed hausse ses taux de 75 points de base cette année et à ce que la prochaine hausse ait lieu en mars.

L'augmentation des taux à court terme aux États-Unis et au Canada aura un impact limité sur les taux d'intérêt à plus long terme, qui continuent d'être tenus en laisse par l'atonie des rendements sur la dette de l'État au Japon et en Europe. Nous nous attendons à ce que ce soit le cas tant et aussi longtemps que la Banque du Japon et la Banque centrale européenne poursuivront leur programme d'assouplissement quantitatif. À cet égard, bien que la croissance de l'économie du Japon et de l'Europe ait largement répondu aux attentes en 2017, et que la croissance de l'économie européenne soit appelée à progresser de 2,4 % en 2018, les tensions inflationnistes restent quasiment inexistantes dans ces deux pays. Ces deux banques centrales continueront probablement d'appliquer leurs politiques actuelles dans l'avenir prévisible.

Une forte accélération de la croissance est attendue dans les pays de l'Alliance du Pacifique. Cette accélération est tout à fait évidente au Pérou, au Chili et en Colombie, pays dans lesquels la hausse des prix des produits de base et la conjoncture politique devraient ensemble relever la confiance des entreprises, l'investissement et les dépenses d'infrastructure. Au Mexique, la prochaine présidentielle et la renégociation de l'ALÉNA pèsent sur les perspectives; toujours est-il que la croissance devrait s'accélérer à 2,4 % en 2018, en raison de la vigueur des dépenses des ménages et de l'accroissement de l'investissement. Pour le Mexique, comme pour le Canada, la force des États-Unis et du reste du monde se révèle un puissant tonique contre les incertitudes commerciales.

Tableau 1

PIB réel mondial	2000-16	2016	2017e	2018p	2019p
(variation annuelle, en %)					
Monde (en PPA)	3,9	3,2	3,7	3,8	3,6
Canada	2,1	1,4	2,9	2,3	1,7
États-Unis	1,9	1,5	2,3	2,5	1,8
Mexique	2,2	2,9	2,1	2,4	2,8
Royaume-Uni	1,8	1,9	1,8	1,5	1,9
Zone euro	1,3	1,8	2,4	2,7	2,5
Allemagne	1,3	1,9	2,6	3,0	3,0
France	1,3	1,2	1,9	2,5	2,0
Chine	9,4	6,7	6,8	6,5	6,2
Inde	7,1	7,9	6,3	7,4	7,5
Japon	0,9	0,9	1,8	1,4	0,9
Corée du sud	4,2	2,8	3,2	2,9	3,0
Australie	3,0	2,6	2,4	2,7	2,5
Thaïlande	4,0	3,2	3,8	3,5	3,4
Brésil	2,6	-3,5	0,6	2,5	2,7
Colombie	4,1	2,0	1,7	2,5	3,5
Pérou	5,1	3,9	2,5	3,7	4,2
Chili	4,1	1,6	1,4	2,8	3,2

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

Canada

- La croissance devrait rester égale ou supérieure à son potentiel pendant une grande partie de 2019. De concert avec le quasi-plein-emploi sur le marché du travail et la hausse des salaires, qui devraient tempérer certaines inquiétudes du gouverneur de la Banque du Canada (BdC) à propos de l'économie canadienne, l'inflation devrait se rapprocher de la cible des 2 % de la BdC d'ici 2019 et donner lieu à trois hausses des taux directeurs en 2018 et à trois autres en 2019.
- L'année sera probablement émaillée de données de synthèse volatiles et parfois mauvaises sur le commerce; or, nous nous attendons à ce que les principaux éléments de l'ALÉNA restent en place dans une période « sombre » d'incertitude et à ce qu'un pacte renégocié et modernisé finisse par être adopté.

LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE COMMENCE À PERDRE DE LA VITESSE

Après s'être emballée dans le premier semestre de 2017, la croissance économique du Canada a paru se ralentir légèrement dans le deuxième semestre de 2017, ce qui nous a amenés à réduire notre estimation de la croissance pour l'ensemble de l'année à un taux de progression du PIB réel toujours exceptionnel — qui place le Canada en tête du G7 — de 2,9 %. La croissance de l'économie canadienne devrait continuer de se décélérer graduellement, de concert avec sa tendance sous-jacente, en 2018 et 2019, lorsque des mesures stratégiques, dont le durcissement des normes d'admissibilité hypothécaire et la hausse des taux d'intérêt, commenceront à peser sur les dépenses des ménages déjà fortement endettés. Nous prévoyons que la croissance du PIB réel se ralentira à 2,3 % en 2018, puis à 1,7 % en 2019 (graphique 1 et tableau 2), en convergeant pour se rapprocher de notre estimation du taux de croissance du PIB potentiel du Canada, soit 1,6 %.

Bien que la croissance soit appelée à se ralentir, la perspective de trois années successives de croissance à un niveau égal ou supérieur au potentiel laisse entendre que l'inflation devrait s'accélérer légèrement dans les deux prochaines années et atteindre la cible des 2 % de la Banque du Canada en 2019. La hausse des salaires minimums dans les provinces ne jouera qu'un rôle très marginal dans le relèvement des prix, alors que le déficit de production comblé, le faible taux de chômage, les rebonds dans les régions productrices de pétrole du pays et le rattrapage des hausses de salaires reportées sur le marché devraient relancer organiquement les prix après des années au cours desquelles l'inflation n'a semble-t-il pas pu gagner du terrain. Comme nous l'expliquons dans la section *Politique monétaire et marchés des capitaux*, nous nous attendons à ce que la Banque du Canada réagisse par trois hausses du taux directeur en 2018 et par trois autres en 2019 malgré les inquiétudes que font planer le commerce, l'immobilier, l'endettement des ménages, le marché du travail et la cybersécurité.

LA CONSOMMATION MÈNE TOUJOURS LA CROISSANCE, GRÂCE À DES VENTS FAVORABLES TOUJOURS AUSSI FORTS

Sa solide performance économique, le Canada la doit surtout à la prodigalité de ses consommateurs. Les dépenses réelles de consommation ont augmenté de près de 4 % en 2017; il s'agit du gain annuel le plus important depuis la reprise qui a tout de suite enchaîné avec la récession en 2010. Les constructeurs automobiles ont inscrit une cinquième année record consécutive grâce à un chiffre de vente de plus de deux millions de véhicules pour la première fois dans les annales.

L'essor du marché du travail dynamise la confiance et les dépenses. Le rythme de croissance de l'emploi le plus vigoureux depuis une quinzaine d'années a fait reculer le taux de chômage

RENSEIGNEMENTS

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

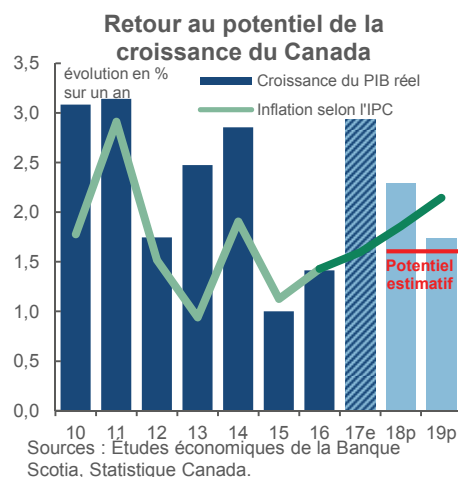
Carlos Gomes
 416.866.4735
 Études économiques de la Banque Scotia
carlos.gomes@scotiabank.com

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

Adrienne Warren
 416.866.4315
 Études économiques de la Banque Scotia
adrienne.warren@scotiabank.com

Mary Webb
 416.866.4202
 Études économiques de la Banque Scotia
mary.webb@scotiabank.com

Graphique 1



à 5,7 %, du jamais-vu depuis 43 ans. Le ratio de l'emploi sur la population pour les travailleurs dans la force de l'âge actif au Canada s'inscrit à un sommet record de 82,7 %. Presque tous les nouveaux emplois en chiffres nets créés dans la dernière année sont des postes à temps plein (graphique 2), et dans son Enquête sur les perspectives des entreprises (EPE) de janvier, la Banque du Canada fait observer que les intentions d'embauche et de salaires des entreprises restent vigoureuses par rapport à ce qu'elles étaient normalement après 2008.

Les facteurs fondamentaux qui portent les dépenses des ménages restent bien orientés. La croissance des salaires s'est relevée à près de 3,0 % sur un an sur fond de quasi-plein-emploi sur le marché du travail. On s'attend à une nouvelle accélération en 2018, grâce aux hausses du salaire minimum en vertu des lois (en tenant compte de l'indexation annuelle selon l'inflation) dans neuf provinces (graphique 3). Le personnel de la Banque du Canada estime que les hausses du salaire minimum feront progresser les salaires réels dans l'ensemble du pays de 0,7 % d'ici 2019, sans produire d'impact significatif sur la croissance, l'inflation ou l'emploi dans tout le Canada.

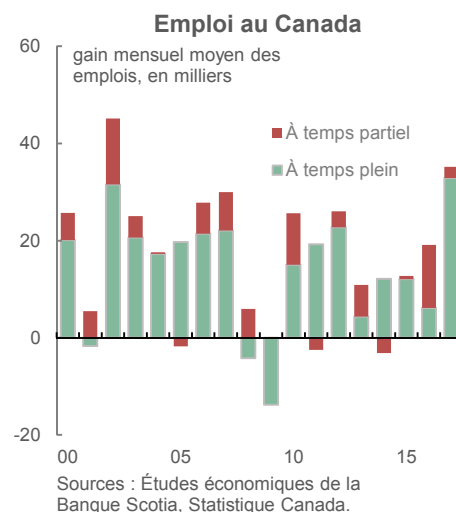
Les gains de richesse grâce à la hausse des prix des logements et de la valeur nette des maisons ont également énergisé le pouvoir d'achat des ménages. La valeur nette des ménages a augmenté de 387 G\$ CA durant l'année écoulée. En supposant un effet de richesse de quatre cents par dollar, cette progression a sans doute ajouté un point et demi de pourcentage à l'augmentation annuelle des dépenses de consommation.

La forte croissance de la population relance la demande de biens et de services. Portée par la plus forte augmentation nominale de l'immigration depuis plus d'un siècle, la population canadienne a crû de 1,3 % dans l'année écoulée; il s'agit de la cadence la plus fulgurante depuis le début des années 1990 et de près du double de la progression de 0,7 % aux États-Unis. Le relèvement, annoncé par Ottawa, des cibles annuelles d'immigration, qui passent de 300 000 en 2017 à 340 000 en 2020, portera le rythme de l'immigration de 8 à 9 immigrants par tranche de 1 000 Canadiens. Compte tenu du basculement démographique des nouveaux arrivants dans le cadre du nouveau régime de points d'appréciation de l'immigration au Canada, ces chiffres devraient permettre de solidifier le rythme de constitution des ménages à moyen terme.

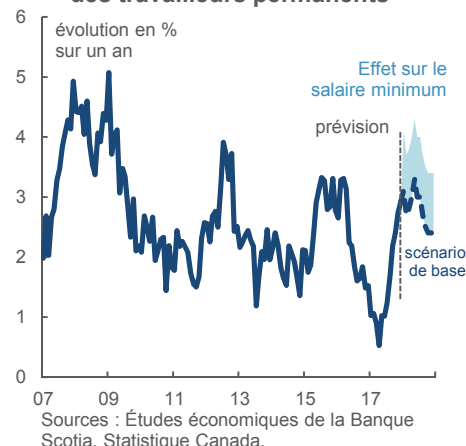
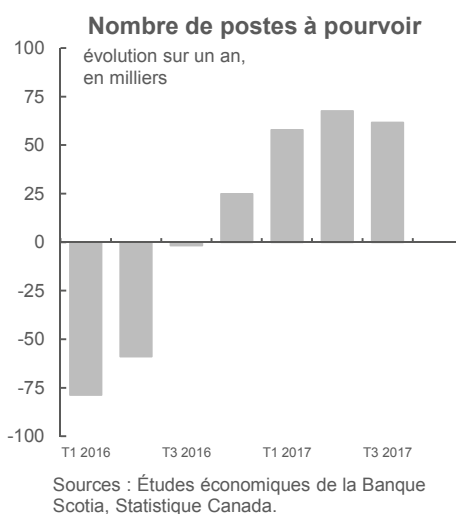
Un rebond du tourisme intérieur et international étaye les industries de services liées au tourisme, dont l'hébergement et la restauration, le transport, ainsi que les arts et les loisirs. Corrigées de l'inflation, les dépenses touristiques ont augmenté de 5 % sur un an dans les trois premiers trimestres de 2017. Le nombre de visiteurs étrangers au Canada l'an dernier était en voie de dépasser les 30 millions, du jamais-vu depuis 2006.

Les perspectives touristiques restent bien orientées, même si l'élan impulsé par les fêtes du cent cinquantième du Canada l'an dernier s'essouffle. Le dollar canadien concurrentiel continue d'attirer les visiteurs étrangers au Canada, tout en limitant les emplettes des Canadiens qui traversent la frontière. Le nombre de visiteurs étrangers au Canada devrait inscrire cette année un cinquième record annuel consécutif, grâce à l'amélioration des conditions d'attribution des visas et à l'accroissement de la capacité des lignes aériennes au départ d'un certain nombre de marchés clés, dont le Mexique, la Chine et l'Inde. Les intentions de voyager au Canada au début de 2018 restent également élevées, et se situent au même niveau que l'an dernier.

Même dans ce cas, il est improbable que les ménages canadiens soutiennent le rythme fulgurant des dépenses de l'an dernier. Les familles auront droit à une aide complémentaire modeste lorsque l'on commencera à indexer l'allocation canadienne pour enfants (ACE) au milieu de 2018; or, l'impulsion générale que donnera l'ACE à la croissance est appelée à manquer de souffle. Bien que les intentions d'embauche restent fortes, l'accroissement des pénuries de main-d'œuvre pourrait empêcher les employeurs d'harmoniser le nombre de travailleurs disponibles avec les offres d'emploi. Au T3 de 2017, Statistique Canada faisait état de 468 000 postes à pourvoir, soit une hausse de 15 % par rapport à il y a un an (graphique 4). L'augmentation du nombre de postes à pourvoir s'est généralisée à l'ensemble des secteurs industriels et des régions : c'est en Colombie-Britannique, en Ontario et au Québec que le nombre de postes à pourvoir a le plus fortement augmenté. Les postes à pourvoir sont aussi en hausse en Alberta, même si le taux provincial reste légèrement inférieur à la moyenne nationale.

Graphique 2

Graphique 3

Gains horaires moyens des salaires des travailleurs permanents


Graphique 4


Dans le même temps, la hausse des taux d'intérêt devrait avoir pour effet d'obliger les consommateurs à consacrer une partie de leurs dépenses discrétionnaires au remboursement de leur dette. Dans l'ensemble, les ménages ont, en raison d'une épargne plus limitée, moins de marge de manœuvre pour financer leurs achats au-delà de leurs revenus actuels. Alors que le rythme d'accumulation du crédit soit relativement stable, à 5,6 % par an, l'essentiel du bond récent des dépenses de consommation a eu pour effet de réduire le taux d'épargne à moins de 3 % pour la première fois depuis 2017.

ATTERRISSAGE EN DOUCEUR POUR LE MARCHÉ CANADIEN DU LOGEMENT

Le marché canadien du logement affiche une résilience remarquable malgré une fin de cycle sans précédent. Les ventes nationales de maisons ont fortement rebondi dans les derniers mois de 2017, même si dans l'ensemble, l'activité reste légèrement inférieure à son zénith du début de l'année. C'est dans la région du Grand Golden Horseshoe que la reprise a été la plus forte, puisque l'humeur des marchés s'est adaptée au lancement, en avril 2017, du Plan pour le logement équitable de l'Ontario. Il est également probable que certains acheteurs aient pris les devants dans l'achat de leur logement en prévision du durcissement des règles d'admissibilité hypothécaire qui sont entrées en vigueur le 1^{er} janvier 2018.

Dans l'ensemble, les nouvelles règles hypothécaires et la hausse des taux d'intérêt devraient modérer dans une certaine mesure l'activité nationale des ventes cette année. La Banque du Canada estime qu'environ 10 % des emprunteurs seraient pénalisés par les nouveaux tests de résistance, dont environ 12 % à Vancouver, à Toronto et dans les environs. Or, l'impact global sur les ventes sera probablement plus modeste, puisque certains acquéreurs potentiels pourraient décider d'acheter des logements moins chers, tandis que d'autres pourraient être en mesure de prolonger la durée de leurs remboursements, de déposer une mise de fonds plus importante ou de se prévaloir d'un taux hypothécaire variable moindre afin d'augmenter leur pouvoir d'achat. Certains emprunteurs pourraient s'adresser aux coopératives financières ou aux établissements de crédit du secteur privé qui ne sont pas assujettis aux directives hypothécaires du BSIF.

Les fondamentaux de la demande de logements, dont le taux de chômage faible, l'augmentation des gains de salaires, le vieillissement des milléniaux et l'accroissement de l'immigration, restent favorables. Bien que l'accessibilité des prix des logements soit de plus en plus soumise à des contraintes dans les régions du Grand Vancouver et de Toronto-Hamilton, la situation reste saine, essentiellement, dans les autres provinces. La progression des prix moyens dans l'ensemble du pays devrait rester bien orientée, mais se faire plus discrète et rester très faible, alors que la plupart des marchés locaux seront à l'équilibre.

La hausse modérée des taux d'intérêt devrait être supportable pour la plupart des emprunteurs. Environ 70 % de l'encours des prêts hypothécaires sont établis à taux fixe, le terme de cinq ans étant le plus répandu, et ne seront donc touchés que graduellement. Les termes de cinq ans transposés dans la nouvelle année le seront probablement à des taux qui ne seront que légèrement supérieurs à ce qu'ils étaient à l'origine, même si une augmentation plus importante des taux est probable pour les hypothèques à renouveler selon des durées plus courtes. Dans le même temps, les emprunteurs pourraient compter sur des revenus supérieurs pour gérer la hausse des paiements, en plus de profiter de l'accroissement de la valeur nette des logements.

Tableau 1

Prévisions canadiennes trimestrielles	2017		2018				2019			
	T3	T4e	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Économique										
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	1,7	2,0	2,6	2,2	1,9	1,9	1,6	1,6	1,5	1,5
PIB réel (variation annuelle en %)	3,0	2,9	2,7	2,2	2,2	2,2	1,9	1,8	1,7	1,6
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	1,4	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	2,1	2,1	2,2	2,2
Moyenne des nouveaux indices de référence (évolution sur un an, en %)	1,5	1,7	1,7	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0
Financier										
Dollar canadien (USD/CAD)	1,25	1,26	1,28	1,27	1,26	1,25	1,25	1,22	1,22	1,25
Dollar canadien (CAD/USD)	0,80	0,80	0,78	0,79	0,79	0,80	0,80	0,82	0,82	0,80
Taux à un jour de la Banque du Canada (%)	1,00	1,00	1,25	1,50	1,50	1,75	2,00	2,25	2,25	2,50
Bon du Trésor à 3 mois (%)	1,00	1,06	1,30	1,55	1,55	1,80	2,05	2,30	2,30	2,50
Obligation du Canada à 2 ans (%)	1,52	1,69	1,90	2,05	2,20	2,30	2,40	2,50	2,55	2,65
Obligation du Canada à 5 ans (%)	1,75	1,87	2,05	2,15	2,30	2,45	2,55	2,60	2,65	2,75
Obligation du Canada à 10 ans (%)	2,10	2,05	2,20	2,30	2,45	2,60	2,65	2,70	2,75	2,85
Obligation du Canada à 30 ans (%)	2,48	2,27	2,35	2,50	2,75	2,90	3,00	3,10	3,15	3,10

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

L'INVESTISSEMENT DANS LA MACHINERIE REHAUSSE LES CARNETS DE COMMANDES

L'activité industrielle continue de progresser plus rapidement que le secteur des services, plus stable, grâce à des gains proches de 20 % sur un an en octobre, dans l'exploitation minière comme dans la machinerie. Cette tendance s'explique par une reprise mondiale de l'investissement des entreprises, qui a relevé la croissance des dépenses en immobilisations parmi les puissances économiques de l'OCDE à plus de 3 % par an au troisième trimestre de 2017. Il s'agit d'une forte amélioration depuis la tendance à la décélération qui a été en place pendant la plus grande partie de 2016 et du meilleur rendement depuis plus de trois ans.

Une reprise de l'activité industrielle et des commandes a porté à des sommets sans précédent le carnet de production des usines canadiennes, exception faite du secteur de l'automobile. Le bond de la demande de machinerie construite au Canada représente l'essentiel de la hausse des carnets de commandes de l'industrie manufacturière. Le secteur de la machinerie intervient pour près de 60 % dans l'augmentation de la valeur des commandes à exécuter au Canada dans la dernière année — soit essentiellement dix fois sa part de 6 % dans l'ensemble de l'activité manufacturière canadienne. L'essentiel du bond de la demande de machinerie canadienne provient de l'étranger, puisque ce secteur exporte plus de 90 % de sa production, contre seulement 54 % pour les autres constructeurs.

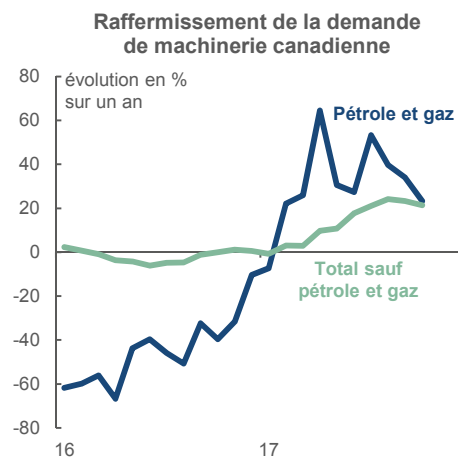
La demande de machinerie s'est également relevée au Canada, en inversant la tendance à la baisse qui s'est déroulée à partir du début de 2015 jusqu'à il y a un an (graphique 5). La hausse des cadences d'exploitation et le regain de confiance des entreprises et des consommateurs, ainsi que le raffermissement des carnets de commandes l'emportent sur l'incertitude provoquée par la renégociation de l'Accord de libre-échange nord-américain (ALÉNA) et incitent les entreprises à commencer à délier les cordons de leur bourse. C'est en Alberta que le rebond de la demande de machinerie est le plus prononcé; or, la demande a aussi augmenté dans d'autres provinces. Par exemple, la demande de machinerie en Ontario, qui représente près de la moitié du total canadien, a bondi de 9 % sur un an en octobre et a probablement pulvérisé un record annuel en 2017, grâce à l'augmentation dans les deux chiffres des bénéfices des entreprises et aux cadences d'exploitation les plus fortes dans l'industrie manufacturière depuis 2000.

AU CANADA, LES GOUVERNEMENTS DÉPENSENT TOUJOURS

Pour les trois paliers de gouvernement, les dépenses courantes et les dépenses en immobilisations devraient ajouter 0,4 point de pourcentage à la croissance du PIB réel en 2018, avant de baisser pour y apporter 0,2 point de pourcentage en 2019. Grâce à la Phase 1 du Programme d'infrastructure fédéral, le déroulement de nombreux projets dans toutes les régions prend de la vitesse, et les projets d'infrastructures sociales et vertes comme le logement social, les places dans les garderies, les installations collectives et la gestion des eaux usées, en plus des dépenses consacrées aux transports en commun et aux autres moyens de transport, vont bon train. Les autres mises au point apportées aux dépenses fédérales en raison de leur complexité continueront probablement d'accuser des retards, ce qui entraînera d'importants décalages permanents sur les prochains exercices financiers.

Le déficit budgétaire du gouvernement fédéral pour l'exercice 2016-2017 s'est établi à un chiffre moindre qu'attendu, soit 17,8 G\$ CA, en raison essentiellement du reprofilage des dépenses planifiées auparavant. Les efforts consacrés par Ottawa pour apporter des améliorations graduelles à partir de ce point de départ sont favorisés par la croissance plus forte que prévu de la production et de l'emploi durant l'année civile 2017 et par les remaniements des recettes fédérales à ce titre. Par rapport aux projections faites par le gouvernement en octobre dans son *Énoncé économique de l'automne 2017*, qui prévoyait un

Graphique 5



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

Tableau 2

Canada	2000–16	2016	2017e	2018p	2019p
	(variation annuelle en %, sauf indication contraire)				
PIB réel	2,1	1,4	2,9	2,3	1,7
Dépenses de consommation	2,9	2,3	3,6	2,8	1,9
Investissement dans le secteur résidentiel	3,7	3,4	2,6	-0,8	-0,9
Investissements des entreprises	2,2	-8,8	1,5	3,6	2,6
Gouvernement	2,2	2,7	2,1	1,8	1,0
Exportations	1,3	1,0	1,0	2,3	3,2
Importations	2,9	-1,0	3,3	2,4	2,7
PIB nominal	4,2	2,0	5,1	4,3	4,0
Indice implicite du PIB	2,1	0,6	2,1	2,0	2,3
Indice des prix à la consommation (IPC)	1,9	1,4	1,6	1,9	2,1
IPC de base (IPCX)	1,6	1,9	1,6	1,8	2,0
Bénéfices des sociétés avant impôts	3,6	-1,9	20,0	5,0	1,0
Emploi	1,3	0,7	1,9	1,5	0,8
Taux de chômage (en %)	7,1	7,0	6,3	5,9	5,9
Solde des paiements courants (en G\$ CA)	-17,1	-65,4	-66,8	-66,4	-60,1
Balance commerciale (en G\$ CA)	25,1	-25,9	-24,7	-27,4	-24,2
Solde budgétaire fédéral* (en G\$ CA)	-2,8	-1,0	-17,8	-16,8	-14,8
pourcentage du PIB	-0,2	0,0	-0,9	-0,8	-0,7
Mises en chantier (en milliers)	199	198	220	206	196
Ventes de véhicules motorisés (en milliers)	1 657	1 949	2 038	2 000	1 950
Production industrielle	0,6	0,1	5,2	2,0	1,1
Pétrole WTI (\$ US/baril)	63	43	51	57	60
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	4,94	2,55	3,02	2,95	2,95

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

creusement du déficit durant l'exercice 2017-2018, nous nous attendons désormais à ce que le déficit du nouvel exercice financier s'amenuise pour s'établir à 16,8 G\$ CA (en supposant que le rajustement de 1,5 G\$ CA pour les risques n'est pas nécessaire) et à ce qu'il continue de se contracter, dans l'exercice 2018-2019, à moins de 15 G\$ CA, ce qui représente une amélioration de presque 10 G\$ CA par rapport à l'estimation du Budget du printemps dernier, si l'on ne tient pas compte de la provision de 3 G\$ CA pour les risques. La hausse des recettes attendue grâce aux récentes modifications apportées aux politiques sur la fiscalité des revenus de placements passifs des sociétés vient améliorer la souplesse budgétaire du gouvernement fédéral. La réalisation des déficits fédéraux projetée ramènerait le déficit cumulé d'Ottawa à moins de 30 % du PIB d'ici mars 2019, pour la première fois depuis mars 2009.

On relève une répartition égale des provinces entre celles qui sont destinées à tenir une comptabilité équilibrée à partir de l'exercice 2017-2018 et celles qui tâchent toujours d'éliminer leur déficit budgétaire récalcitrant dans les prochaines années. En règle générale, les provinces disposent à terme d'une moins grande souplesse budgétaire que le gouvernement fédéral en raison de trois grands problèmes : tout d'abord, les dix gouvernements provinciaux sont soumis à des impératifs coutumiers de dépenses dans la santé, l'éducation, les services sociaux et les soins des personnes âgées; deuxièmement, ils pourraient se sentir obligés de rehausser les fonds complémentaires à consacrer aux initiatives fédérales, entre autres dans les infrastructures, l'environnement et les services aux Autochtones; troisièmement, de nouvelles priorités se sont fait jour, par exemple les efforts à consacrer à la réduction de la hausse des prix de l'énergie.

La récente réforme fiscale américaine sape presque entièrement l'avantage considérable dont disposait le Canada dans la fiscalité des entreprises, sur les plans des taux réglementaires fédéraux et provinciaux combinés et du taux effectif marginal d'imposition des nouveaux investissements en immobilisations. Toutefois, les taux d'imposition ne sont pas le seul facteur qui entre en ligne de compte dans les décisions des entreprises : le gouvernement fédéral et les provinces pourraient intervenir afin d'accroître la compétitivité grâce à des mises au point apportées aux politiques fiscales, à des réformes réglementaires et à d'autres mesures, qui pourraient toutes être structurées pour être neutres sur le plan des recettes pour l'État.

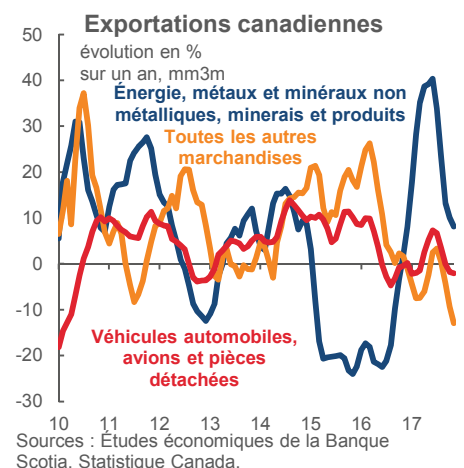
LE REGAIN DE CONFIANCE DANS L'ÉCONOMIE MONDIALE PORTERA LES EXPORTATIONS MANUFACTURIÈRES CANADIENNES

En 2017, les exportations de marchandises du Canada ont progressé au rythme d'environ 5 % sur un an; elles ont toutefois laissé apparaître des tendances très contrastées entre les deux semestres. Jusqu'en juin, les exportations mensuelles de biens ont inscrit une croissance moyenne dans les deux chiffres, grâce à une augmentation des exportations de produits énergétiques, dont la croissance moyenne a été légèrement supérieure à 60 % sur un an, ce qui a compensé les baisses des exportations de plusieurs produits industriels. Durant le deuxième semestre, les exportations de produits de base, ralenties mais toujours aussi vigoureuses, n'ont pas pu compenser intégralement les replis concentrés dans d'autres secteurs, notamment les véhicules automobiles, les avions et leurs pièces de rechange (graphique 6). Or, les exportations de machinerie industrielle devraient profiter d'un coup de pouce grâce à la hausse de la demande mondiale de biens manufacturés, puisque la production industrielle dans le monde progresse comme jamais depuis plus de trois ans.

Aux États-Unis, les tensions qui pèsent sur la capacité industrielle, de concert avec les réformes fiscales, qui rendent plus avantageux les investissements dans les biens d'équipement, devraient avoir pour effet de hausser la demande de biens industriels canadiens en 2018. Les exportations de véhicules automobiles au sud de la frontière sont également appelées à rebondir, puisque les stocks des concessionnaires automobiles américains fondent, que la consommation des particuliers reste solide et que la production de camionnettes est à la hausse à Oshawa. Dans le domaine des exportations canadiennes, le grand motif d'irritation est toujours l'incertitude que laissent planer l'ALÉNA et les droits compensateurs imposés par les États-Unis sur certains produits canadiens comme les avions, le bois d'œuvre résineux et certains produits papetiers.

Toujours est-il que l'Enquête sur les perspectives des entreprises de la Banque du Canada indique que les intentions d'investissement des entreprises canadiennes n'auront jamais été aussi élevées depuis 2008, et nous nous attendons à ce qu'en 2018, les exportations de biens canadiens progressent d'environ 0,9 % sur un an en dollars, ce qui est inférieur au taux de croissance projeté de 1,3 % sur un an pour les importations. Dans le deuxième semestre de 2018, la croissance des exportations de marchandises devrait dépasser légèrement la croissance des importations et se répercuter sur 2019. Trimestriellement, le déficit du commerce des marchandises du pays devrait se réduire par rapport à son sommet de 2017, soit 36 G\$ CA, pour s'inscrire dans le bas de la fourchette des 20 G\$ CA d'ici la fin de 2019. De concert avec la réduction des soldes de la balance commerciale des services et des produits distincts des marchandises, le déficit du compte courant du Canada devrait baisser pour passer d'environ 3,1 % du PIB en 2017 à 3,0 % et 2,6 % du PIB en 2018 et 2019 respectivement.

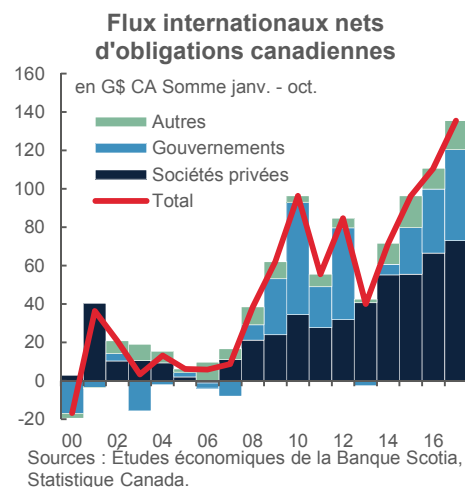
Graphique 6



RELÈVEMENT DES APPORTS DE CAPITAUX SUR LES MARCHÉS DES TITRES DE DETTE

L'an dernier, les investisseurs étrangers ont consacré d'importants capitaux aux valeurs mobilières canadiennes, puisque l'afflux net total sur 12 mois, d'octobre 2016 à octobre 2017, s'est chiffré à près de 5,5 % du PIB canadien, contre 4,9 % l'année précédente. Depuis le début de l'année 2017, les obligations d'État dont les étrangers ont fait l'acquisition ont progressé de 43 % sur un an contre 10 % sur un an pour les obligations de sociétés (graphique 7). Bien que les achats nets étrangers de titres de dette représentent plus du double de ceux des actions, ces derniers ont inscrit un gain massif de 67 % sur un an dans l'année jusqu'en octobre 2017 en raison des investissements record consacrés aux actions canadiennes en février 2017 dans le cadre des activités de fusion-acquisition transnationales, ce qui ne se répètera probablement pas cette année. Dans l'ensemble, la dette extérieure brute (publique et privée) du Canada se stabilise aux alentours de 110 % du PIB depuis la fin de 2015, dans la foulée d'une brusque augmentation du financement externe des banques, qui a progressé de 24 % du PIB en 2013 pour atteindre un sommet de 46 % du PIB en 2016. Depuis son pic du T4 de 2016, le ratio de la dette extérieure brute des banques sur le PIB canadien a chuté à 41 % au T3 de 2017, puisque la croissance des dépôts étrangers s'est stabilisée tandis que la dette des banques sous la forme d'instruments à long terme a continué de progresser presque constamment.

Graphique 7


RISQUES : ON DEVRAIT POUVOIR MIEUX DORMIR

Dans les derniers mois, le gouverneur de la Banque du Canada, M. Poloz, a exprimé cinq grands motifs de préoccupation pour les perspectives de l'économie canadienne : les relations commerciales avec les États-Unis dans le cadre de l'ALÉNA, les tensions dans la valorisation de l'immobilier résidentiel, l'endettement des ménages, le marché du travail et la cybersécurité. Bien que toutes ces questions représentent des considérations importantes pour les décideurs, nous ne nous attendons pas à ce que les faits nouveaux dans l'un quelconque de ces dossiers fassent dérailler considérablement les perspectives que nous avons esquissées pour l'économie canadienne. Comme nous le précisons dans plusieurs comptes rendus sur notre microsite consacré à l'ALÉNA (www.scotiabank.com/nafta), il est probable que le ton monte, au cours des prochains mois, dans nos pourparlers sur l'ALÉNA avec les États-Unis et le Mexique, qu'on ne puisse pas s'entendre sur la renégociation et la modernisation de l'ALÉNA d'ici l'échéance actuelle fixée à la fin de mars et que les discussions portant sur l'ALÉNA entrent dans une période « sombre » jusqu'à la fin de 2018; au cours de cette période, l'accord restera en vigueur, mais son avenir paraît incertain. Une série de dates importantes pour les États-Unis (encadré 1) pourrait précipiter les efforts consacrés par la Maison-Blanche à accentuer la pression imposée au Canada et au Mexique, notamment en menaçant de se désister de l'ALÉNA. Les investisseurs, les entreprises et les ménages devraient faire abstraction de ces tensions : les incitations sont toujours favorables pour qu'on finisse par s'entendre sur une révision de l'ALÉNA; or, il se pourrait qu'on doive attendre 2019 pour dégager un consensus sur l'évolution du pacte. Comme nous l'avons précisé ci-dessus, les récentes statistiques sur l'emploi laissent entendre que les marchés du travail progressent suffisamment pour entraîner des hausses de salaires qui devraient dissiper les inquiétudes sur l'endettement et l'accessibilité des prix des logements, alors que l'immigration et les apports de capitaux sont appelés à porter les marchés immobiliers. Le gouvernement du Canada et les entreprises réagissent aux menaces de cybersécurité, et nous n'entrevoions pas, pour l'instant, d'incidence macroéconomique en raison de ces risques.

D'autres motifs d'incertitude pourraient surgir en raison de l'adoption du régime de tarification du carbone au Canada, de l'effritement à long terme de la compétitivité fiscale de nos entreprises en raison de la réforme fiscale américaine et de l'accroissement de la rigidité du marché du travail dans la foulée de l'adoption d'une flopée de mesures provinciales qui débordent largement le cadre de la hausse des salaires minimums. Il s'agit toutefois d'enjeux à plus long terme qui pourraient influencer sur le rendement du Canada dans les cinq à dix prochaines années, au lieu de peser sur les perspectives de 2018 et 2019.

Encadré 1. DATES IMPORTANTES DES RISQUES AMÉRICAINS PAR RAPPORT À L'ALÉNA EN 2018

Si les pourparlers portant sur l'ALÉNA sont censés de se conclure d'ici la fin de 2018, il se peut qu'ils débordent sur l'année suivante : la présidentielle du Mexique en juillet et les élections de mi-mandat du Congrès américain en novembre pourraient à la fois ralentir une progression importante entre le T2 et le T4 de 2018. Un discours de plus en plus enflammé et des tactiques de négociation plus ponctuelles se feront probablement jour aux environs des dates suivantes, ce qui pourrait déclencher des difficultés, sans toutefois modifier considérablement, conformément à nos attentes, les dispositions essentielles de l'ALÉNA, qui devraient rester en vigueur.

- **Du 23 au 28 janvier 2018** : Sixième tour de la renégociation de l'ALÉNA à Montréal au Canada.
- **Le 25 janvier 2018** : Phase finale du scrutin de l'International Trade Commission des États-Unis sur les enquêtes portant sur les droits antidumping et compensateurs imposés aux avions de 100 et de 150 places produits au Canada.
- **Le 30 janvier 2018** : Discours sur l'état de l'Union du président américain. Le président mettra probablement en lumière son programme protectionniste, ce qui avivera les inquiétudes à propos des principaux partenaires commerciaux des États-Unis : le Canada, la Chine et le Mexique. Il pourrait également être question, dans ce discours, de la politique de l'immigration concernant le Mexique.
- **Le 31 janvier 2018** : Échéance auto-imposée par le leader de la majorité au Sénat sur la réforme de l'immigration.
- **Mi-février 2018** : Septième tour de la renégociation de l'ALÉNA au Mexique.
- **5 mars 2018** : Action différée pour les enfants immigrants (DACA) aux États-Unis : expiration des permis de travail.
- **Mi-mars 2018** : huitième tour des négociations à Washington (DC).
- **Fin de mars 2018** : échéance provisoire pour la conclusion de la renégociation de l'ALÉNA et échéance pour toute demande à déposer auprès du Congrès afin de proroger les pouvoirs de promotion du commerce (PPC) de 2015 ou pour soumettre au Congrès tous les changements qu'on propose d'apporter à l'ALÉNA, pour lesquels il faudra, dans un cas comme dans l'autre, un délai de préavis de 90 jours en prévision de l'expiration, à la fin de juin 2018, des PPC en vigueur.
- **Début d'avril 2018** : si les États-Unis devaient se prévaloir, en avril, de la clause de retrait en vertu de l'article 2205 de l'ALÉNA, le délai de préavis de six mois prendrait fin à peu près au moment où se dérouleront les élections de mi-mandat du Congrès américain, en novembre 2018.
- **Le 23 mai 2018** : le département du Commerce des États-Unis doit rendre une décision finale dans les droits compensateurs sur le papier de pâte mécanique non couché importé du Canada.
- **Fin de juin 2018** : expiration des PPC de 2015. Il faut soit les proroger, soit les renégocier pour présenter au Congrès les changements à apporter à l'ALÉNA, qui ne seront soumis qu'à un scrutin pour ou contre, sans modifications.
- **Fin de juin 2018** : l'Accord de Partenariat transpacifique global et progressiste (PTPGP) devrait être ratifié par six des 11 pays membres, ce qui donnerait effet à cet accord pour ces pays.
- **Le 1^{er} juillet 2018** : élections présidentielles, congressistes et d'État au Mexique.
- **Le 6 novembre 2018** : élections de mi-mandat aux États-Unis de concert avec les élections dans certains États.

Les provinces

MISER SUR UN RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE

- En 2018 et 2019, on prévoit, pour toutes les provinces, une forte croissance du PIB réel, malgré un ralentissement, pour la première fois depuis 2010-2011. L'Alberta et la Colombie-Britannique mèneront cette croissance.
- Puisque les déficits budgétaires seront comprimés, les nouveaux emprunts nets des provinces seront de plus en plus dominés par l'investissement dans les immobilisations (graphique 1).

Ce sont toujours la Colombie-Britannique et l'Alberta qui mèneront la croissance en 2018-2019, même si leur reprise devrait se ralentir brusquement d'ici 2019 (tableau 1). Les autres provinces sortent d'une année 2017 étonnamment vigoureuse, grâce à des moteurs de croissance variés qui devraient garder un certain élan — qu'il s'agisse du relèvement de l'activité des chantiers navals de Halifax, des fortes commandes d'autobus au Manitoba et de la demande exprimée à l'étranger pour les récoltes de légumineuses des Prairies.

À l'orée de 2018, on estime que l'Alberta a rattrapé un peu plus de la moitié de la baisse de son PIB réel de 7,2 % depuis deux ans, en 2015 et 2016, et que la Saskatchewan a rattrapé la totalité de son recul de 1,5 % sur deux ans. Cette reprise s'explique par le rebond exceptionnel inattendu de l'investissement dans le secteur de l'énergie, qui s'est concentré dans les infrastructures auxiliaires et dans le pétrole et le gaz traditionnels. Le remplacement de l'oléoduc de la Ligne 3 va bon train, mais dans l'ensemble, on prévoit désormais des gains plus discrets de l'investissement dans le secteur de l'énergie puisque les dépenses en immobilisations traditionnelles progressent plus lentement et que l'investissement dans les sables pétrolifères se stabilise avant de commencer à remonter avec circonspection. De même, les gains à l'exportation de l'an dernier (graphique 4), fondés sur les fortes hausses de la production pétrolière de 9,0 % pour l'Alberta et de 3,5 % pour la Saskatchewan et pour Terre-Neuve-et-Labrador, se ralentiront en 2018-2019 avec l'achèvement des grands projets de sables pétrolifères lancés avant la correction des cours du pétrole. La croissance positive mais terne de Terre-Neuve-et-Labrador cette année et en 2018 s'explique par le relèvement de la production dans son quatrième gisement pétrolifère en mer et par la mise en valeur extraterritoriale du gisement de West White Rose, avec la fin des travaux du chantier hydroélectrique de Muskrat Falls. Dans les trois provinces qui produisent plus de pétrole qu'elles n'en importent, les dépenses de consommation de 2017, qui ont favorisé la hausse de la demande, et l'acquisition de l'équipement de remplacement pour la reconstruction de Fort McMurray, devraient maintenant s'amoinrir.

La reprise prolongée du secteur de l'exploitation minière devrait laisser intacte, jusqu'à la fin de la décennie, la croissance plus équilibrée de la population régionale. La migration nette des résidents de l'Alberta et de la Saskatchewan dans d'autres provinces, dont le nombre a dépassé 23 000 en 2016, se ralentit; or, on ne s'attend pas, en 2019, à un retour à un afflux substantiel net de travailleurs, ce qui préserve les effectifs des autres provinces. Pour l'immigration internationale, la répartition provinciale grandissante depuis 2000 permettra à toutes les provinces de mieux profiter de la hausse planifiée de l'immigration nationale, qui passera à 340 000 immigrants d'ici 2020 contre 300 000 par an en 2016-2017 et une moyenne de 262 000 pour la période de 2012-2015 (graphique 2).

De concert avec la hausse de l'immigration, la croissance de l'emploi en 2017 dans l'ensemble des provinces qui consomment plus de pétrole qu'elles n'en produisent a été égale ou supérieure aux sommets qui ont suivi la récession, ce qui constitue une bonne nouvelle pour la demande de logements et la consommation à la fois. Or, les facteurs qui devaient auparavant justifier un regain de prudence des ménages dans les deux prochaines années sont toujours en place. La hausse des taux d'intérêt, le durcissement de la réglementation, la réduction de l'impact produit par le relèvement des prestations fédérales pour enfants et des dépenses de consommation en fin de

RENSEIGNEMENTS

Mary Webb

416.866.4202

Études économiques de la Banque Scotia
mary.webb@scotiabank.com

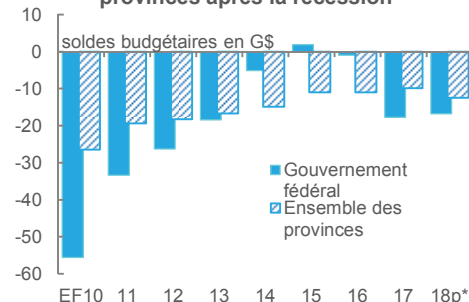
Marc Desormeaux

416.866.4733

Études économiques de la Banque Scotia
marc.desormeaux@scotiabank.com

Graphique 1

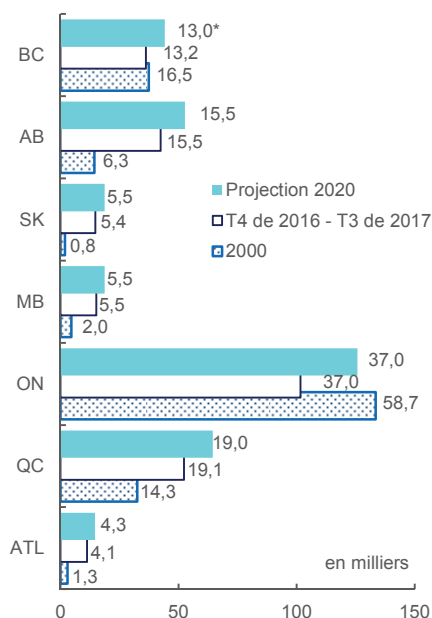
Reprise budgétaire du fédéral et des provinces après la récession



*EF 18 : Budgets provinciaux; gouvernement fédéral : Études économiques de la Banque Scotia. Sources : Études économiques de la Banque Scotia, ministère des Finances du Canada, documents budgétaires des provinces.

Graphique 2

Les provinces, de plus en plus attentives à l'immigration



*Pourcentage de l'immigration nationale. Sources : Statistique Canada, Études économiques de la Banque Scotia.

cycle, ainsi qu'un bilan tendu, constituent toujours autant d'obstacles. Le bond de la création d'emplois à la fin de 2017 devrait se tempérer en 2018 et continuer de s'amoindrir dans la plupart des provinces en 2019. La hausse tendancielle des salaires (graphique 3) sur l'horizon prévisionnel devrait compenser en partie le ralentissement des gains de l'emploi; ce virage est accentué par le relèvement du salaire minimum, surtout en Ontario et en Alberta, cette année et l'an prochain. Le quasi-plein-emploi sur le marché du travail dans les secteurs à forte croissance accroîtra les tensions sur les salaires, même si la hausse de l'inflation devrait en partie réduire le pouvoir d'achat réel. On prévoit un regain de la croissance, plus graduel toutefois, pour les dépenses touristiques, portées par le renouvellement et l'essor continu des installations touristiques dans l'ensemble des provinces.

Les solides fondamentaux qui sous-tendent la demande de logements sur les marchés très chérants de Toronto et de Vancouver se répercutent sur les agglomérations voisines — soit Victoria, Abbotsford et Kelowna en Colombie-Britannique, et Hamilton et Oshawa en Ontario, entre autres. Dans ces marchés du logement tout proches, la baisse de l'offre, les très faibles taux d'inoccupation des logements locatifs et la hausse des prix et des loyers limitent le choix et réduisent l'accessibilité du point de vue des prix. Au Manitoba, au Québec et dans les provinces de l'Atlantique, on relève une légère hausse de la demande de logements dans les grandes villes, notamment en raison de la reprise de la croissance économique locale. Or, ces améliorations peuvent tabler sur une offre de logements plus généreuse pour amortir l'impact sur l'accessibilité de leurs logements.

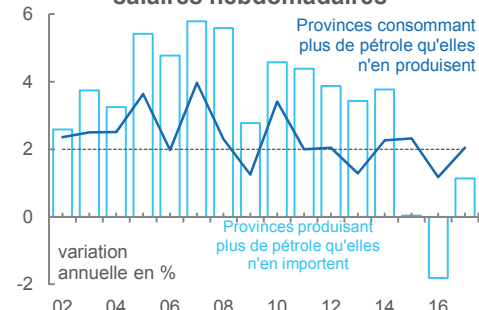
La hausse des exportations dans différentes industries distinctes de l'énergie (graphique 4) dynamise l'investissement, ce qui a pour effet d'accroître la demande de produits comme les métaux transformés et la machinerie, de même que de toutes sortes de services de soutien. La plupart des provinces devraient tirer parti du raffermissement de la demande américaine de produits de consommation, dont les véhicules automobiles et les biens industriels. Hormis le pétrole et le gaz naturel, les perspectives provinciales dans le secteur de l'exploitation minière sont contrastées. La nouvelle hausse des prix prévue pour les métaux de base industriels est encourageante et une nouvelle capacité se crée dans des industries comme l'extraction de l'or; toutefois, l'offre mondiale devrait rester excédentaire, pour les minerais importants comme la potasse et l'uranium, jusqu'à la fin de 2019.

Dans l'ombre de la renégociation de l'ALÉNA, puisqu'il est improbable qu'un pacte soit conclu d'ici mars 2018, l'impact des mesures commerciales américaines actuelles et éventuelles varie. Pour le bois d'œuvre résineux, la forte demande américaine en raison de la reprise de la construction résidentielle est venue atténuer l'impact global de l'importance des droits compensatoires et antidumping. Les droits annoncés récemment sur le papier journal canadien, en raison de la léthargie de la conjoncture de ce produit, pourraient causer plus de dégâts. L'activité de l'importante industrie aérospatiale est pénalisée par les interventions commerciales américaines; toutefois, on relève, dans plusieurs provinces, des gains importants parmi les petits acteurs du marché dans des secteurs comme les pièces détachées, la remise en état et la maintenance. En Ontario, après une grève et la fermeture de chaînes de montage l'automne dernier, on s'attend, entre le T4 de 2017 et le T1 de 2018, à un bond de 9,75 % de l'activité de montage des véhicules automobiles; toutefois, ce secteur, notamment celui des camionnettes, est toujours soumis aux discussions qui se poursuivent dans le cadre de la renégociation de l'ALÉNA sur les « règles d'origine ».

L'activité dans toutes sortes de services aux entreprises et dans l'exportation des services, qu'il s'agisse des finances ou des intrants scientifiques et techniques, devrait continuer d'accélérer la croissance régionale de l'emploi et des revenus. Le bond de l'emploi de presque 19 %, entre 2006 et 2016, dans les professions consacrées aux systèmes informatiques et informationnels (SII), augmentation qui représente plus du double du total des gains d'emploi, témoigne éloquentement du rôle de plus en plus prépondérant des technologies. Hormis la création d'emplois dans le domaine des SII dans le sud de la Colombie-Britannique et dans le couloir des technologies de l'Ontario qui s'étend d'Ottawa à Kitchener-Waterloo, on relève de fortes concentrations d'emplois dans les petites agglomérations comme Québec, Halifax et Fredericton (graphique 5).

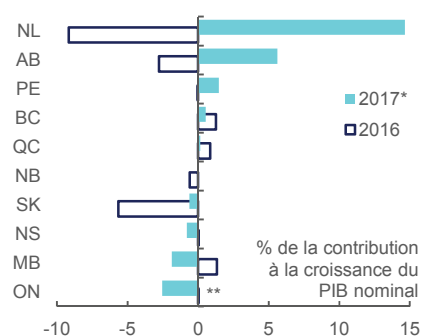
L'inflation, relativement timide dans certaines provinces pendant la plus grande partie de 2017, a commencé à s'accélérer à la fin de l'an dernier, même au Québec, où les prix ont lentement réagi au relèvement de la croissance. Les zones à forte croissance sont déjà soumises à certaines tensions sur les prix : les hausses sur un an de l'indice des prix à la construction non résidentielle à Vancouver culminent à 5 %.

Graphique 3

Moyenne généralisée des gains de salaires hebdomadaires


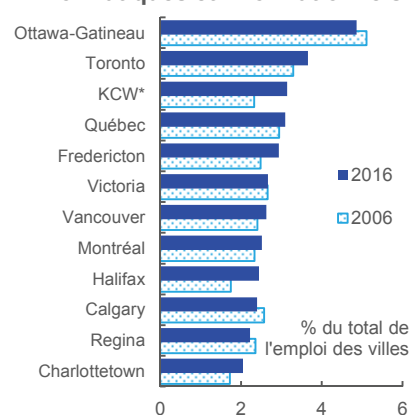
Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Statistique Canada, Enquête sur l'emploi, la rémunération et les heures de travail.

Graphique 4

Contribution au PIB des exportations internationales nettes de marchandises


*Janvier - novembre. **Ontario, 2016 : 0. Source : Statistique Canada.

Graphique 5

Professions dans les systèmes informatiques et informationnels


*Kitchener-Cambridge-Waterloo. Source : Statistique Canada.

LES DÉFIS BUDGÉTAIRES PROVINCIAUX D'HIER ET DE DEMAIN

Puisque nous avons prévu que la croissance du PIB réel de 2017 pour chaque province serait supérieure aux hypothèses *budgétaires* provinciales du printemps dernier, nous nous attendions, dans leurs comptes rendus semestriels pour l'exercice financier 2017-2018 (EF 18), à des révisions plutôt positives des résultats nets. Or, leurs comptes rendus faisaient état de recettes décevantes au titre de l'impôt des particuliers, puisque la planification fiscale des ménages en 2015 en prévision du relèvement des taux de la tranche d'imposition supérieure fédérale en 2016, est venue effriter l'assiette des recettes fiscales projetées. Malgré les fortes recettes sur l'impôt des sociétés et les taxes de vente et la perspective d'une amélioration des recettes au titre des ressources en dépit de la léthargie éventuelle des cours du bitume, certaines provinces devront probablement faire de difficiles compromis pour maintenir ou améliorer leurs plans budgétaires au cours de cet exercice financier et dans l'exercice suivant.

Afin d'éviter d'alourdir le fardeau de la dette nette par rapport aux niveaux d'avant la récession pour toutes les provinces sauf trois, soutenir des dépenses en immobilisations élevées pour faire fructifier le financement fédéral disponible continue de représenter un obstacle. Les provinces et leurs municipalités doivent également engager des dépenses de fonctionnement et d'entretien dans les nouvelles infrastructures. Puisque les provinces devront harmoniser des impératifs contradictoires, le succès remporté après la récession dans l'allongement de la durée de leur dette, dans une période où les taux d'intérêt étaient faibles, constitue un avantage essentiel pour les provinces, puisque nous prévoyons une hausse des taux d'intérêt.

Tableau 1

Les provinces	(variation annuelle en %, sauf indication contraire)											
	CA	NL	PE	NS	NB	QC	ON	MB	SK	AB	BC	
PIB réel												
2000-16	2,1	2,5	1,7	1,3	1,2	1,7	2,0	2,3	2,0	2,7	2,8	
2016	1,4	1,9	2,3	0,8	1,2	1,4	2,6	2,2	-0,5	-3,7	3,5	
2017e	2,9	-1,5	1,8	1,6	1,4	2,7	2,9	2,3	1,9	4,2	3,5	
2018p	2,3	0,1	1,5	1,1	1,1	2,0	2,3	2,0	2,1	2,5	2,5	
2019p	1,7	0,7	1,1	0,8	0,5	1,5	1,8	1,5	1,7	1,9	1,8	
PIB nominal												
2000-16	4,2	5,6	4,2	3,4	3,3	3,6	3,8	4,4	5,3	5,9	4,5	
2016	2,0	2,6	4,0	2,8	3,6	2,7	4,3	2,3	-4,0	-4,9	4,8	
2017e	5,1	2,6	3,6	3,2	3,0	3,8	5,0	4,0	4,9	7,6	5,6	
2018p	4,3	3,0	3,2	2,8	2,7	3,6	4,5	3,7	4,1	4,9	4,6	
2019p	4,0	4,0	2,9	2,6	2,2	3,3	4,0	3,3	4,2	5,0	4,0	
Emploi												
2000-16	1,3	0,8	1,0	0,6	0,4	1,3	1,3	0,9	1,1	2,3	1,4	
2016	0,7	-1,5	-2,3	-0,4	-0,1	0,9	1,1	-0,4	-0,9	-1,6	3,2	
2017	1,9	-3,7	3,1	0,6	0,4	2,2	1,8	1,7	-0,2	1,0	3,7	
2018p	1,5	-0,8	0,6	0,4	0,3	1,5	1,6	0,8	0,5	1,5	1,7	
2019p	0,8	-0,4	0,4	0,2	0,1	0,7	1,0	0,5	0,6	1,0	1,1	
Taux de chômage (%)												
2000-16	7,1	14,3	11,2	8,8	9,6	8,0	7,1	5,1	5,0	5,1	6,6	
2016	7,0	13,4	10,7	8,3	9,5	7,1	6,5	6,1	6,3	8,1	6,0	
2017	6,3	14,8	9,8	8,4	8,1	6,1	6,0	5,4	6,3	7,8	5,1	
2018p	5,9	14,9	9,7	8,1	7,9	5,6	5,6	5,3	6,0	7,3	4,9	
2019p	5,9	15,0	9,6	8,0	7,8	5,6	5,6	5,2	5,9	7,2	4,8	
Mises en chantier de logements (en milliers d'unités)												
2000-16	199	2,6	0,7	4,3	3,5	44	71	5,1	5,2	34	28	
2016	198	1,4	0,6	3,8	1,8	39	75	5,3	4,8	25	42	
2017e	220	1,4	0,9	4,0	2,3	46	79	7,5	4,9	29	44	
2018p	206	1,3	0,9	3,8	2,1	41	75	6,5	5,0	29	41	
2019p	196	1,4	0,8	3,8	2,1	38	71	6,2	4,9	30	38	
Ventes de véhicules automobiles (en milliers d'unités)												
2000-16	1 657	29	6	48	38	413	635	47	45	216	180	
2016	1 949	33	9	54	44	458	807	55	51	220	218	
2017e	2 030	34	8	58	42	450	845	60	55	248	230	
2018p	2 000	32	8	57	41	444	825	59	56	251	227	
2019p	1 950	30	7	56	40	433	795	58	56	253	222	
Soldes budgétaires, exercice terminé le 31 mars (en M\$ CA)												
2000-16*	-2 803	-93	-38	-30	-153	-821	-5 115	-142	360	1 064	319	
2016	-987	-2 206	-13	-13	-261	2 191	-3 515	-839	-675	-6 442	811	
2017	-17 770	-1 148	-1	150	-119	2 361	-991	-764	-1 354	-10 784	2 737	
2018p**	-16 800	-778	1	132	-135	0	0	-840	-679	-10 064	190	
2019p	-14 800	so	so	so	so	so	so	so	so	so	so	

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Statistique Canada, SCHL et Document budgétaires. *MB : EF04-EF16; AB : EF05-EF16; SK : EF15-EF18f : exception faite du rajustement au titre des passifs des régimes de retraite. **EF18 des provinces : Documents budgétaires. EF18-EF19 du Fédéral : Prévisions des Études économiques de la Banque Scotia, exception faite du rajustement du risque : 1,5 G\$ et 3 G\$ pour EF18-EF19 respectivement.

États-Unis

- Après avoir fini l'année 2017 en force, la croissance américaine devrait poursuivre son élan en 2018 avant de s'infléchir pour reprendre son rythme de croissance potentielle en 2019.
- L'approbation récente du programme de baisses d'impôts fédérales devrait à peine relever la croissance annuelle dans une économie qui tourne déjà à plein régime : la capacité de production est entièrement utilisée, le marché du travail est en situation de quasi-plein-emploi, et la consommation des ménages est vigoureuse.
- L'inflation devrait continuer de gagner du terrain et franchir le cap des 2 % d'ici au milieu de 2018, ce qui amènera la Fed à enchaîner avec trois hausses de taux en 2018 et avec deux autres en 2019, pour un taux terminal de 2,75 %.

L'ÉLAN SE POURSUIT EN 2018

Les États-Unis ont terminé l'année 2017 sur une note relativement bonne : les données sur l'activité économique se sont raffermies, de concert avec l'optimisme suscité par l'adoption d'un programme de baisses d'impôts fédérales de 1 500 milliards de dollars US pour les dix prochaines années, ce qui devrait permettre aux entreprises américaines de mieux affronter la concurrence des sociétés étrangères (graphique 1). Nous nous attendons à ce que les acquis de 2017 qui se transposent sur le premier semestre de 2018 soient solides : la croissance du PIB réel, qui devrait augmenter pour passer de 2,3 % en 2017 à 2,5 % en 2018, devrait se modérer pour s'établir à son potentiel de 1,8 % en 2019, ce qui est loin des cibles de la Maison-Blanche. La composition de la croissance devrait s'améliorer légèrement, puisque la forte progression des dépenses de consommation devrait de plus en plus s'accompagner d'un accroissement de l'activité industrielle et d'un relèvement de l'investissement des entreprises, notamment grâce aux changements apportés aux lois fiscales, qui permettent de traiter plus avantageusement les achats de biens d'équipement. Mais dans l'ensemble de l'économie, la réforme fiscale fédérale ne devrait apporter qu'une légère contribution au PIB réel durant les premières années de cette réforme : la capacité de production est déjà utilisée, les marchés du travail sont en situation de quasi-plein-emploi, grâce à un creux cyclique du chômage, les baisses d'impôts des particuliers favorisent les ménages dont les revenus sont élevés et dont la propension marginale à dépenser leur épargne est relativement faible, et la plupart des études laissent entendre que l'investissement des entreprises découlant directement des modifications apportées aux lois fiscales ne progressera en permanence que légèrement. À plus long terme, le programme fiscal pèsera probablement sur la croissance lorsque certaines baisses d'impôts arriveront à expiration.

L'amélioration des marchés du travail et le durcissement des marchés de produits, l'amenuisement des effets déflationnistes du billet vert et la croissance économique supérieure au potentiel laissent entendre que l'inflation franchira le seuil des 2 % d'ici le milieu de 2018 et se maintiendra à ce niveau en 2019. Cette conjoncture incitera la Fed à enchaîner avec les trois hausses de taux télégraphiées dans les déclarations en pointillé du FOMC (Federal Open Market Committee) pour 2018 et avec deux autres hausses en 2019, comme nous l'expliquons sous la rubrique [Politique monétaire et marchés des capitaux](#).

LA VIGUEUR DU MARCHÉ DE L'EMPLOI DYNAMISE LA STABILITÉ DE LA PROGRESSION DES DÉPENSES

Le consommateur est toujours le pilier de la croissance de l'économie américaine. La vigueur de la demande des articles à prix élevés que sont les véhicules automobiles et l'ameublement et l'équipement des ménages a relevé de plus de 6 % sur un an, soit plus du double de l'augmentation dans le domaine des biens non durables et des services, les achats réels de biens durables. La confiance et les dépenses sont largement étayées par le faible taux de chômage, qui frôle la barre des 4 % pour la première fois depuis presque 20 ans, par les solides gains du patrimoine des ménages grâce à la hausse des prix et des valeurs nettes des maisons, et par des frais de crédit toujours aussi faibles.

RENSEIGNEMENTS

Brett House, VP et économiste en chef adjoint
 416.866.7463
 Études économiques de la Banque Scotia
brett.house@scotiabank.com

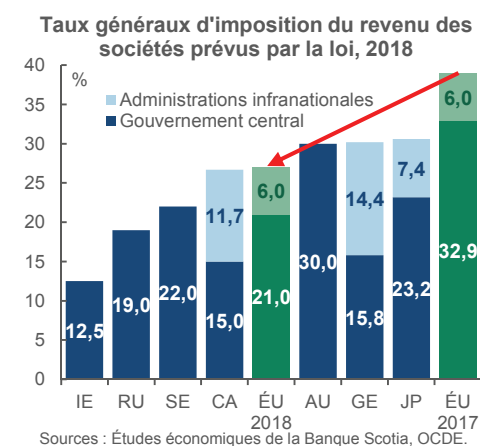
Carlos Gomes
 416.866.4735
 Études économiques de la Banque Scotia
carlos.gomes@scotiabank.com

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

Adrienne Warren
 416.866.4315
 Études économiques de la Banque Scotia
adrienne.warren@scotiabank.com

Mary Webb
 416.866.4202
 Études économiques de la Banque Scotia
mary.webb@scotiabank.com

Graphique 1



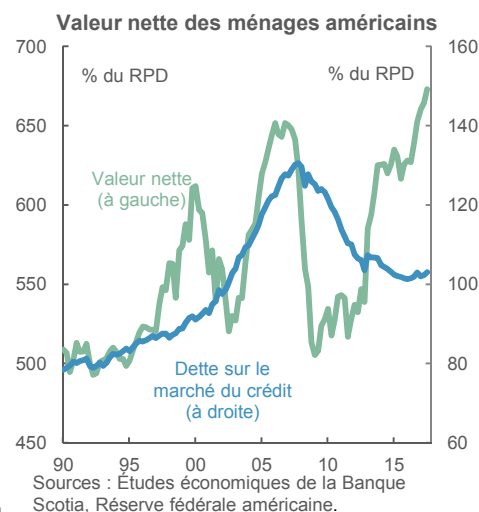
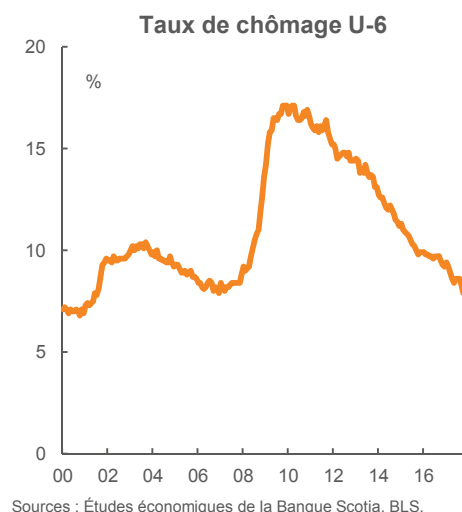
La consommation des ménages a jusqu'à maintenant été financée en partie par la hausse des emprunts et la réduction de l'épargne, qui pourraient désormais comprimer les dépenses. La dette sur le marché du crédit par rapport au revenu disponible augmente légèrement depuis le début de 2016, même si elle se maintient à plus de 25 points de pourcentage en deçà du pic de 2007 (graphique 2). Le taux global d'épargne des ménages a perdu trois points de pourcentage au cours de la même période pour s'établir à 2,9 %, soit son plus creux depuis une dizaine d'années.

Dans l'ensemble, les bilans des ménages restent assez sains. La valeur nette moyenne des ménages s'inscrit à des niveaux sans précédent. Les frais de remboursement de la dette en pourcentage du revenu disponible sont proches de creux record. À peine 5 % des emprunteurs hypothécaires ont une valeur nette négative dans leur logement, ce qui représente une baisse par rapport au sommet de 26 % atteint en 2009. Les taux de défaut de paiement sont faibles, même s'ils remontent légèrement pour certains types de crédit, notamment les soldes des comptes de cartes de crédit.

Les tendances de l'évolution des salaires devraient s'accélérer cette année, puisque le marché du travail américain est en situation de plein-emploi ou de quasi-plein-emploi et que le relèvement tant attendu de la croissance de la productivité devrait s'inscrire dans la durée. Le vaste indicateur U-6 du « chômage », qui tient compte des travailleurs aux limites de la population active et des travailleurs à temps partiel involontaires, se rapproche d'un creux cyclique de 8,1 % (graphique 3). Les premières demandes d'indemnités de chômage sont proches de creux historiques. Les postes à pourvoir s'orientent tendanciellement pour atteindre un niveau proche d'un record de six millions de postes, et les comptes rendus de pénuries de main-d'œuvre se généralisent de plus en plus dans l'ensemble des secteurs industriels.

Le raffermissement des gains de salaires devrait soutenir une croissance des dépenses réelles relativement stable, de l'ordre de 2,5 %, en 2018, malgré un ralentissement attendu dans le rythme de l'embauche. Les gains et le pouvoir d'achat des ménages sont relevés par la hausse du salaire minimum dans 18 États depuis le 1^{er} janvier 2018, et deux autres États devraient rehausser leur salaire minimum le 1^{er} juillet. Les dépenses de consommation devraient également être portées par l'allègement de l'impôt sur le revenu des particuliers. Toutefois, les gains apportés par ces réformes fiscales favorisent les ménages à revenu supérieur, qui ont une propension marginale moindre à dépenser par rapport aux ménages dont le revenu est inférieur. C'est pourquoi l'évolution de l'impôt sur le revenu des particuliers ne devrait produire qu'une incidence très légère sur la croissance de la consommation dans l'ensemble.

Dans le même temps, la baisse de l'afflux de touristes étrangers devrait continuer de peser sur certains secteurs comme le commerce de détail et l'hôtellerie. Le nombre de visiteurs étrangers aux États-Unis durant les sept premiers mois de 2017 a reculé de 4 % par rapport à la même période un an auparavant en raison des nouvelles restrictions imposées aux voyageurs et de la cherté du dollar américain (graphique 4). Les indicateurs avancés des réservations pour les vols internationaux long-courriers à destination des États-Unis laissent entendre que la conjoncture touristique restera tiède en 2018, par rapport à une conjoncture généralement souriante mondialement.

Graphique 2

Graphique 3

Tableau 1

Prévisions trimestrielles pour les États-Unis	2017		2018				2019			
	T3	T4e	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Économique										
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	3,2	2,8	2,4	2,2	2,1	1,9	1,6	1,6	1,6	1,6
PIB réel (variation annuelle en %)	2,3	2,5	2,8	2,6	2,4	2,2	2,0	1,8	1,7	1,6
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	2,0	2,0	2,0	2,3	2,3	2,2	2,2	2,3	2,4	2,4
Indice de référence (variation annuelle en %)	1,7	1,8	1,8	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3
Financier										
Euro (EUR/USD)	1,18	1,20	1,18	1,18	1,20	1,20	1,24	1,24	1,28	1,28
Livre sterling (GBP/USD)	1,34	1,35	1,35	1,35	1,37	1,37	1,38	1,38	1,40	1,40
Yen - Japon (USD/JPY)	113	113	114	114	115	115	118	118	120	120
Fed Funds Rate (limite supérieure, %)	1,25	1,50	1,75	1,75	2,00	2,25	2,25	2,50	2,50	2,75
Bon du Trésor à 3 mois (%)	1,04	1,38	1,80	1,80	2,05	2,30	2,30	2,55	2,60	2,80
Obligation du Trésor à 2 ans (%)	1,48	1,88	2,20	2,30	2,50	2,60	2,70	2,75	2,85	2,90
Obligation du Trésor à 5 ans (%)	1,93	2,21	2,50	2,60	2,70	2,75	2,85	2,90	3,00	3,05
Obligation du Trésor à 10 ans (%)	2,34	2,40	2,70	2,80	2,85	2,90	3,00	3,05	3,15	3,20
Obligation du Trésor à 30 ans (%)	2,86	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, BEA, BLS, Bloomberg.

LE CYCLE AMÉRICAIN DU LOGEMENT EST TOUJOURS APPELÉ À SE RENFORCER

Le marché américain du logement fait preuve d'un regain de vigueur. Les ventes de logements existants se sont vivement accélérées dans les derniers mois de 2017, après avoir paru stagner durant une grande partie de l'année. Dans le Sud des États-Unis, les efforts de reconstruction après le passage des ouragans ont favorisé la reprise; toutefois, l'amélioration de cet élan de la croissance a largement débordé les régions du Sud.

Les fondamentaux de la demande, notamment la vigueur de la croissance de l'emploi, la hausse des revenus, les frais de crédit toujours aussi faibles et un léger assouplissement des normes de crédit bancaire pour les hypothèques résidentielles, restent bien orientés. Les milléniaux, qui deviennent des primo-accédants au logement, viennent constamment relever la demande. Pour la première fois depuis l'effondrement du marché du logement en 2007, le nombre de nouveaux ménages propriétaires de leur logement l'emporte sur le nombre de nouveaux ménages locataires, ce qui relève légèrement le taux d'accès à la propriété.

Or, l'industrie affronte plusieurs vents contraires, dont la détérioration — bien qu'elle soit toujours légère — de l'accessibilité des prix. La hausse des prix des logements de concert avec la progression des taux d'intérêt a eu pour effet de relever de 10 %, l'an dernier, le total des paiements au titre du capital et des intérêts hypothécaires, ce qui est supérieur à l'augmentation de 4 % du revenu médian des ménages au cours de la même période. L'endettement record des étudiants et la hausse des loyers viennent encore relever la barre de l'épargne pour les primo-accédants, dont la part des achats reste enlisée à moins du tiers par rapport à une moyenne historique de 40 %.

La pénurie chronique de l'offre, surtout pour les logements au niveau d'appel, comprime également l'activité. Le stock de logements existants à vendre a atteint son plus creux depuis au moins 18 ans, ce qui représente à peine 3,4 mois d'offre. La rareté des logements inscrits en vente a amené un plus grand nombre d'acheteurs à faire appel au marché beaucoup plus modeste des logements neufs, dont les ventes s'inscrivent à un rythme sans précédent depuis une dizaine d'années.

Les constructeurs réagissent : ils ont rehaussé de presque 10 %, l'an dernier, les mises en chantier de logements unifamiliaux. Bien que cette augmentation des mises en chantier de logements permette de croire que l'offre remonte sur le marché, le rythme global de construction de logements neufs reste limité par les pénuries de main-d'œuvre et la hausse des prix des terrains et des coûts de construction. Les mises en chantier de logements devraient augmenter et atteindre 1,25 million de logements cette année et 1,30 million en 2019, ce qui représente une hausse par rapport au chiffre estimé de 1,21 million de logements en 2017. Toutefois, ce chiffre est toujours loin de l'estimation des 1,40 à 1,50 million de logements nécessaires chaque année pour combler l'écart de l'offre.

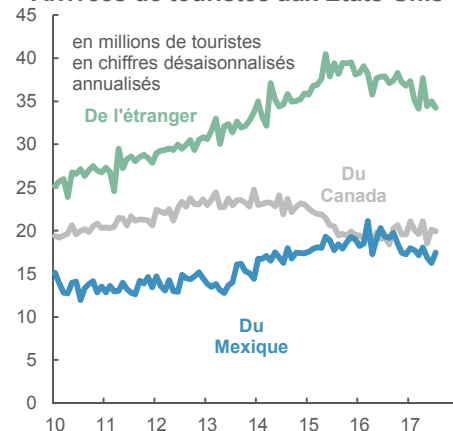
L'ACTIVITÉ INDUSTRIELLE SE GÉNÉRALISE

L'activité industrielle américaine continue de se raffermir et de se généraliser, en laissant entrevoir une expansion économique de plus en plus autonome. La demande de biens manufacturés s'accélère, aux États-Unis et partout ailleurs dans le monde, et continue de l'emporter sur les gains de production. Le secteur économiquement vulnérable des ressources et les biens d'équipement, économiquement vulnérables, sont les piliers de cette croissance et prennent de plus en plus d'avance sur les secteurs moins cycliques comme la transformation des aliments. Par exemple, les livraisons américaines de métaux et de machines ont progressé de 9 % sur un an dans les quatre mois qui ont précédé novembre; il s'agit de la meilleure performance depuis les premiers mois de 2012. Ces secteurs, qui constituent statistiquement de bons « signaux d'alerte précoce » des écueils économiques potentiels à terme, inscrivent actuellement une hausse de leurs carnets de commandes, ce qui permet d'affirmer que la croissance économique soutenue des États-Unis, qui est déjà la troisième en durée dans les annales et deviendra la deuxième d'ici mai 2018, peut encore progresser.

Aux États-Unis et, en fait, dans toute l'Amérique du Nord, l'activité industrielle commence également à profiter du coup de pouce du

Graphique 4

Arrivées de touristes aux États-Unis



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, National Travel & Tourism Office des États-Unis.

Tableau 2

États-Unis	2000–16	2016	2017e	2018p	2019p
	(variation annuelle en %, sauf indication contraire)				
PIB réel	1,9	1,5	2,3	2,5	1,8
Dépenses de consommation	2,4	2,7	2,7	2,6	2,1
Investissement dans le secteur résidentiel	-0,4	5,5	1,3	1,8	1,7
Investissements des entreprises	2,3	-0,6	4,6	4,4	2,5
Gouvernement	1,0	0,8	0,0	0,5	0,4
Exportations	3,6	-0,3	3,1	2,6	2,7
Importations	3,4	1,3	3,3	2,8	3,2
PIB nominal	3,9	2,8	4,1	4,4	3,8
Indice implicite du PIB	2,0	1,3	1,8	1,9	2,0
Indice des prix à la consommation	2,2	1,3	2,1	2,2	2,3
IPC de base	2,0	2,2	1,8	2,1	2,2
Bénéfices des sociétés avant impôts	5,5	-2,1	5,0	4,4	0,5
Emploi	0,7	1,8	1,5	1,3	1,0
Taux de chômage (en %)	6,2	4,9	4,4	4,0	4,0
Solde des paiements courants (en G\$ US)	-507	-452	-443	-450	-498
Balance commerciale (en G\$ US)	-673	-753	-797	-843	-910
Solde budgétaire fédéral (en G\$ US)	-532	-586	-666	-825	-935
pourcentage du PIB	-3,7	-3,1	-3,4	-4,1	-4,5
Mises en chantier (en millions)	1,27	1,18	1,21	1,25	1,30
Ventes de véhicules motorisés (en millions)	15,5	17,5	17,1	17,4	17,3
Production industrielle	0,7	-1,2	1,8	2,3	1,1
Pétrole WTI (\$ US/baril)	63	43	51	57	60
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	4,94	2,55	3,02	2,95	2,95

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

secteur automobile, qui a pris du retard sur la reprise industrielle généralisée dans la dernière année en raison des stocks considérables des concessionnaires. Toutefois, ces stocks gonflés ont été liquidés grâce à l'accélération des ventes de voitures neuves et de camions légers neufs aux États-Unis depuis septembre, ce qui ouvre la voie à une augmentation de la production américaine de véhicules, qui devrait s'établir à un chiffre annualisé de 11,4 millions d'exemplaires dans les premiers mois de 2018, soit presque un million d'exemplaires de plus que le creux sur cinq ans atteint entre juillet et septembre 2017.

L'INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES DEVIENT UN PILIER DE LA CROISSANCE

L'investissement des entreprises américaines, qui commence lui aussi à « tourner à plein régime », devrait représenter un facteur de plus en plus important de l'activité industrielle, notamment en raison du remaniement récent de la fiscalité fédérale américaine des entreprises, qui prévoit un traitement plus favorable des dépenses en immobilisations (graphique 5). Or, les commandes de biens d'équipement de base, indicateur de l'investissement des entreprises, ont déjà commencé à prendre de la vitesse avant même l'adoption de la réforme fiscale. Les commandes de biens d'équipement de base aux États-Unis ont en effet bondi de 5 % sur un an de janvier à novembre, ce qui représente la plus forte augmentation depuis plus de cinq ans. Bien que la progression des commandes de biens d'équipement ait été portée essentiellement par un bond de 60 % sur un an de la demande de machinerie dans le secteur pétrogazier et dans l'exploitation minière, la demande se redresse aussi dans d'autres secteurs, puisque les taux d'utilisation ont atteint des sommets cycliques. Par exemple, le taux d'utilisation de la capacité dans l'ensemble des établissements industriels américains atteint désormais un sommet depuis le milieu de 2008. Le secteur des hautes technologies, prépondérant en capital, a le taux d'utilisation du capital le plus élevé : les constructeurs d'ordinateurs et de périphériques tournent à 95 % de leur capacité, dans la foulée d'un bond de 12 % sur un an de la production durant l'année écoulée. La hausse des cadences d'exploitation donnera probablement lieu à une augmentation dans les deux chiffres des dépenses en immobilisations des entreprises de haute technologie dans l'année à venir. Or, même en excluant la haute technologie, les cadences d'exploitation manufacturière ont gagné 1,5 point de pourcentage en 2017; il s'agit de la plus forte augmentation depuis le milieu de 2014, ce qui constitue une conjoncture favorable pour d'autres gains de l'investissement des entreprises.

UN PROFIL BUDGÉTAIRE MODIFIÉ

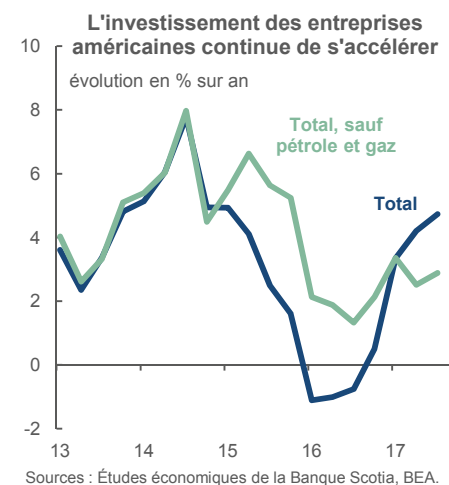
La réforme fiscale fédérale adoptée récemment dans le cadre de la *Tax Cuts and Jobs Act*, qui a essentiellement pris effet le 1^{er} janvier 2018, aura probablement certaines conséquences voulues et non voulues à la fois. Tout d'abord, les baisses planifiées des taux d'imposition sont coûteuses. Elles laissent entendre, de concert avec notre hypothèse d'une hausse modérée de l'ensemble des dépenses fédérales afin d'étendre le pacte budgétaire temporaire au-delà du 19 janvier, qu'on peut s'attendre à ce que le déficit fédéral se creuse pour passer de 666 G\$ US dans l'exercice 2017 à 825 G\$ US dans l'exercice 2018, puis à 935 G\$ US dans l'exercice 2019 (tableau 2). Ces projections sont nécessairement préliminaires, tant qu'on n'aura pas apporté de précisions à la nouvelle structure-cadre fiscale. La hausse prévue du déficit fédéral, qui devrait passer d'un creux de 2,4 % du PIB dans l'exercice 2015 à un taux projeté de 4,5 % du PIB dans l'exercice 2019, devrait faire passer la dette fédérale détenue dans le public de plus de 35 % à peine du PIB en septembre 2007 à plus de 79 % du PIB en septembre 2019, ce qui constitue un sommet depuis 1948.

Pour les trois paliers de gouvernement, la contribution prévue des dépenses courantes et en immobilisations à l'ensemble de la croissance du PIB continue de s'inscrire à un discret 0,1 point de pourcentage par an. Les administrations d'État et les municipalités se font de plus en plus circonspectes dans leurs plans budgétaires alors que le débat se poursuit sur la volonté des républicains de confier aux paliers inférieurs de l'administration un plus grand nombre de responsabilités de Washington dans les dépenses. Ces administrations infranationales, dont les régimes de fiscalité sont liés aux définitions fédérales de la fiscalité des particuliers et des entreprises, peuvent entièrement ou partiellement dissocier les impôts qu'elles prélèvent pour préserver leurs courants de recettes et gérer leurs déficits. Pour les administrations d'État dont les impôts sont relativement élevés, par exemple ceux de la Californie, de l'État de New York et du New Jersey, l'adoption d'un plafond fédéral de 10 000 \$ US pour les retenues fiscales des États et des municipalités limite encore leurs options. Dans l'ensemble, nous nous attendons à ce que les États et les administrations locales interviennent pour compenser une partie des mesures de relance que représentent, à court terme, les baisses d'impôts fédérales.

LE DÉFICIT DANS LE COMMERCE DES BIENS CONTINUERA D'AUGMENTER

Nous prévoyons que la croissance des importations américaines supplantera les exportations en 2018 pour la cinquième année consécutive. Dans la foulée de l'approbation du programme de réforme fiscale par le Congrès en décembre, les entreprises américaines augmenteront probablement leurs achats de machines et de produits industriels comparables à l'étranger afin d'accroître leur production intérieure, tant et si bien que l'utilisation de la capacité dans le secteur manufacturier sera à son plus haut depuis le milieu de 2008. Dans le même temps, la confiance des entreprises dans ce secteur de l'activité atteint des sommets cycliques. Avant même l'adoption de ce projet de loi fiscale, les perspectives économiques optimistes ont relevé de 12 % sur un an en moyenne, de janvier à novembre 2017, les importations de machines. Puisque l'économie américaine se rapproche du plein-emploi, la consommation des ménages sera étayée par le raffermissement de la croissance des salaires; la demande de biens étrangers devrait rester solide en 2018 en raison des achats directs et de la demande indirecte dans le secteur manufacturier.

Graphique 5



C'est pourquoi l'augmentation des dépenses mondiales en biens d'équipement augure bien d'un nouvel accroissement des exportations américaines dans un proche avenir, sans toutefois que cet accroissement soit assez rapide pour enrayer l'augmentation du déficit du compte courant américain, qui passera de 2 % du PIB à 2,5 % ou plus vers la fin de 2019 (graphique 6). En dollars, indicateur plus attentivement surveillé par l'administration américaine, le déficit trimestriel du pays dans le commerce des marchandises, qui s'est établi à 781 G\$ US au T3 de 2017, semble en voie, dans la nouvelle année ou au début de l'année suivante, d'atteindre un niveau sans précédent depuis le T2 de 2008, à l'époque où il s'était inscrit à 882 G\$ USD.

LE FINANCEMENT ÉTRANGER APPELÉ À AUGMENTER

À l'instar des déficits budgétaires et commerciaux qui ne cessent de se creuser aux États-Unis, l'excédent du compte financier (soit les biens d'équipement) de la balance des paiements est appelé à continuer d'augmenter en raison de la dépendance de plus en plus forte à l'endroit du financement étranger. Cette évolution coïncide avec le récent retour des acheteurs étrangers sur les marchés des titres américains (graphique 7).

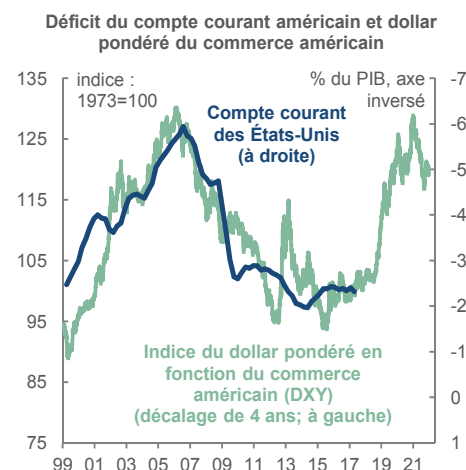
Les achats étrangers nets de bons du Trésor américains (BTA) ont rebondi en 2017 par rapport à septembre 2016, notamment grâce aux bons du Trésor vendus aux institutions officielles étrangères, puisque la Chine a augmenté ses positions en BTA après une liquidation massive au deuxième semestre de 2016 pour amoindrir la brusque chute du yuan (graphique 8). Le total des positions étrangères des institutions officielles et non officielles sur les BTA est resté relativement constant, à 6 000 milliards de dollars US depuis le début de 2013; toutefois, exception faite de la Chine et de la Belgique (en raison des comptes de dépositaires chinois domiciliés dans ce pays), les positions des autres pays en BTA ont continué de suivre une trajectoire qui ne cesse de se relever depuis la plus grande partie des cinq dernières années.

Dans les prochaines années, les émissions de BTA devraient augmenter pour financer les déficits budgétaires qui ne cessent de se creuser en raison des hausses potentielles des dépenses sociales — notamment la Sécurité sociale, Medicare et Medicaid — alors que les recettes fédérales devraient diminuer en raison de la récente réforme fiscale. Comme nous l'avons mentionné, nous nous attendons à ce que le déficit fédéral se creuse pour passer de 666 G\$ US durant l'exercice 2017 à 935 G\$ US dans l'exercice 2019. L'augmentation obligatoire des émissions de titres de dette, de pair avec le dénouement du bilan de la Fed, laisse entrevoir un gonflement du marché secondaire des BTA, qui réclamera probablement une participation encore plus grande des acheteurs étrangers — tout comme il faudra compter sur des apports plus importants du compte financier dans la balance des paiements pour compenser le creusement des déficits commerciaux.

LA CONJONCTURE POLITIQUE COMPORTE TOUJOURS DES RISQUES

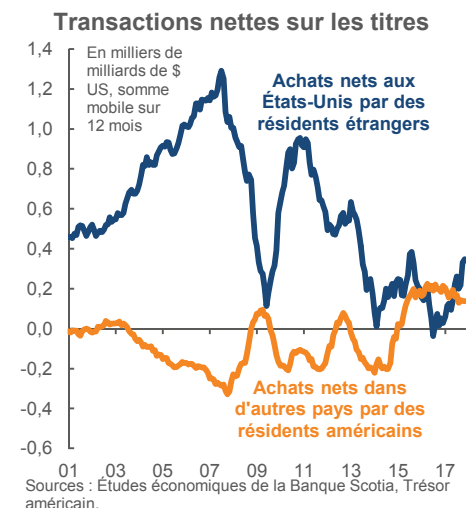
Alors que la croissance mondiale continue de se synchroniser et de se raffermir, le soutien fondamental d'un regain de croissance de l'économie américaine est éclipsé essentiellement par les risques politiques aux États-Unis et à l'étranger. Bien que l'on devrait éviter, le 19 janvier 2018, une fermeture des bureaux de l'État grâce à une autre prorogation à court terme des autorisations de dépenses fédérales, certains points du débat, comme le plafonnement de la dette, seraient toujours sans solution. En outre, le programme fiscal fédéral, de pair avec la baisse de l'épargne des ménages américains et le dollar américain qui reste relativement vigoureux, oriente le pays sur la voie de déficits encore plus abyssaux dans le commerce international, au moment même où la renégociation de l'ALÉNA atteindra son apogée, ce qui pourrait accroître les risques d'une interruption temporaire des pourparlers. Même si on continuera probablement d'avoir accès au marché américain tant qu'on ne s'entendra pas sur la renégociation et la modernisation du pacte, les places boursières et les marchés de changes, largement tributaires du commerce, feront les frais de l'incertitude passagère. Or, les inquiétudes voulant que les États-Unis puissent également se désister de l'OMC paraissent exagérées : environ 60 % de la valeur des exportations américaines dépendent de l'accès privilégié offert aux autres marchés grâce aux tarifs de la nation la plus favorisée (NPF) consentis aux pays membres de l'OMC.

Graphique 6



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

Graphique 7



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Trésor américain.

Graphique 8



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Réserve fédérale américaine.

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

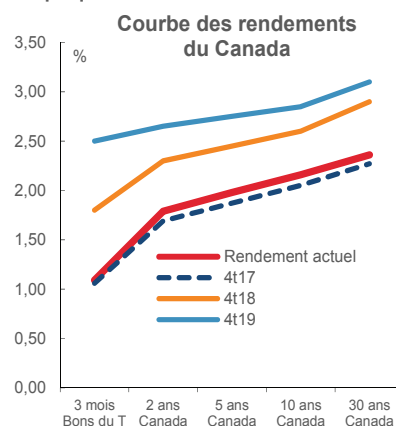
Derek Holt, VP et chef des Études économiques sur les marchés des capitaux

416.863.7707

Études économiques de la Banque Scotia

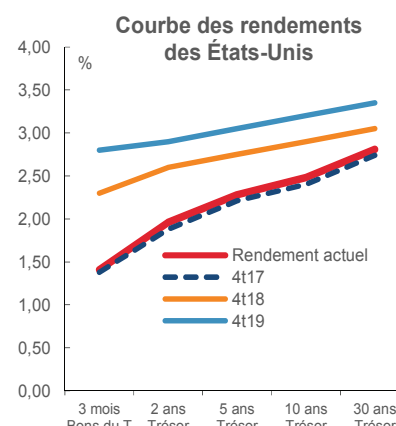
derek.holt@scotiabank.com

Graphique 1



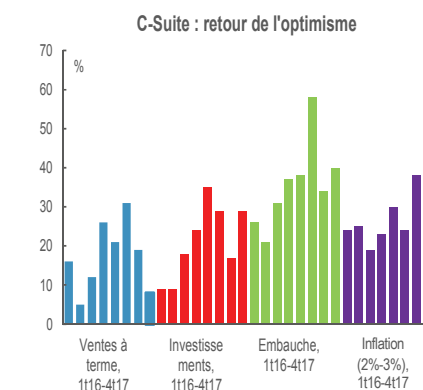
Source : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 2



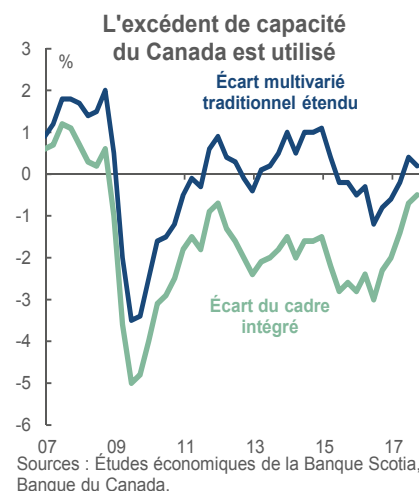
Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 3



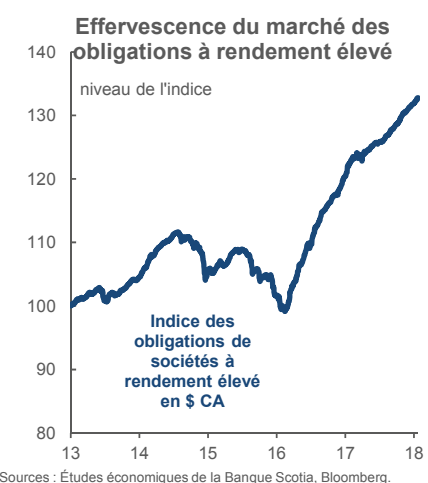
Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Banque du Canada.

- 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.
- 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 4

Graphique 5


- 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.

Graphique 6

Graphique 7


- 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 %.

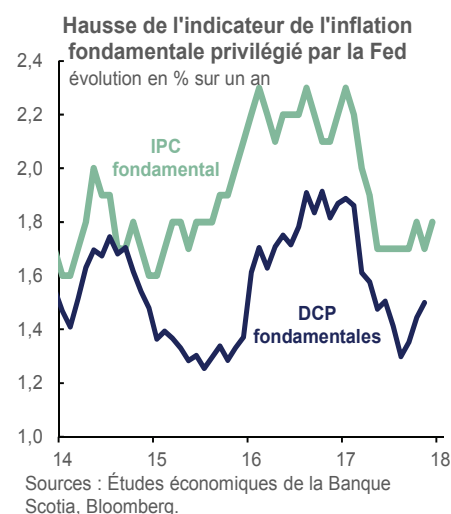
La surprise à la baisse de l'inflation en 2017 est déjà en train de s'inverser et de se défaire des incidences du dollar américain et des effets idiosyncrasiques. On constate depuis peu que l'indicateur privilégié de la Fed pour l'inflation fondamentale des dépenses de consommation des particuliers se 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.

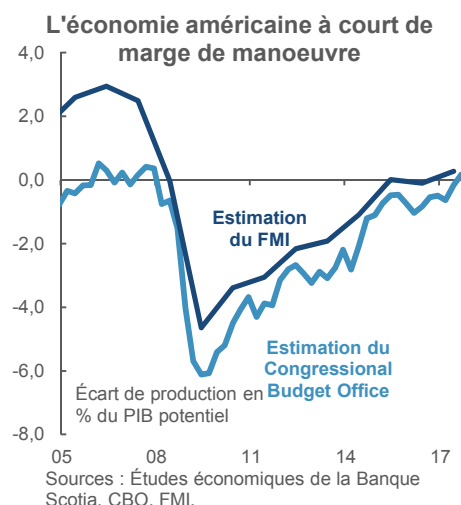
Un autre argument porte sur le rôle du dollar. Ce discours de l'ex-vice-président de la Fed, Stanley Fischer, il y a environ deux ans est toujours riche d'enseignements sur la manière dont la Réserve fédérale analyse généralement l'influence du dollar. M. Fischer affirmait que selon ses modèles, la Fed 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.

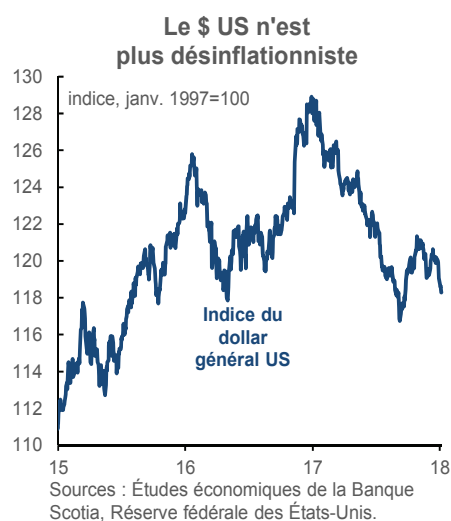
Graphique 8



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.

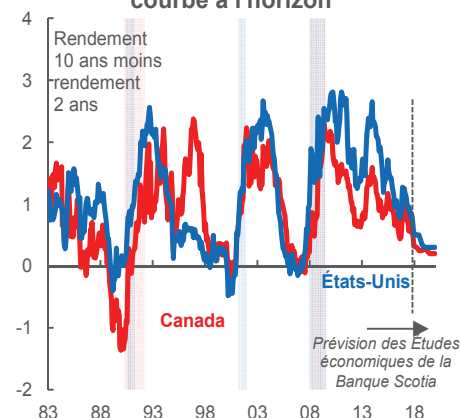
On s'attend à ce que la politique non traditionnelle de gestion du bilan de la Fed reste sur le pilote automatique cette année. Ce plan, largement télégraphié depuis juillet, vise à autoriser le déstagement bilanciel de 50 milliards de dollars US par mois d'ici octobre, sous réserve des titres disponibles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

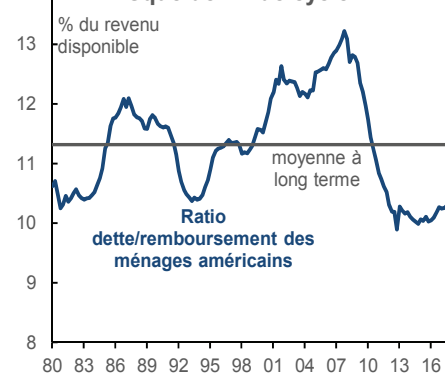
¹ Croissance des revenus implicite (C) = ((R * C/B) - (RA * C/B)) / ((C/B) + (RA * C/B)) où R est le rendement requis, C/B le ratio cours-bénéfice et RA le rendement de l'action.

Graphique 11
Nouvel aplanissement de la courbe à l'horizon



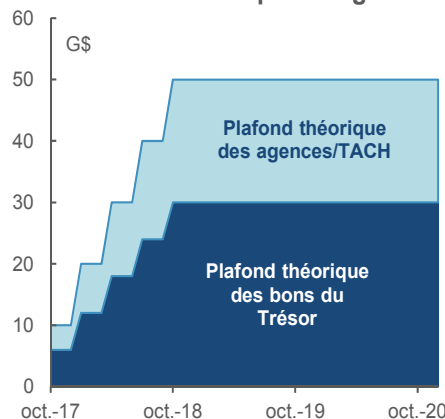
Sources : Études économiques de la Banque Scotia, NBER, Economic Cycle Research Institute, Bloomberg, BdC.

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

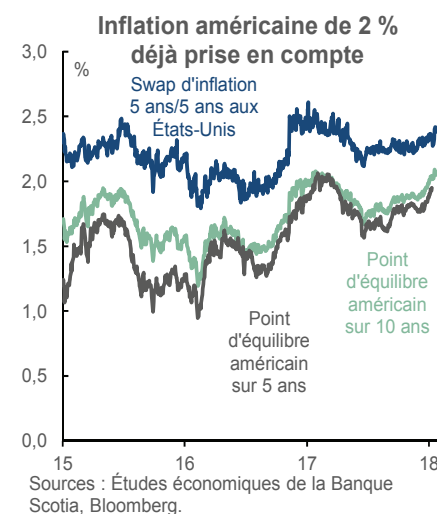


Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Federal Reserve Board des États-Unis.

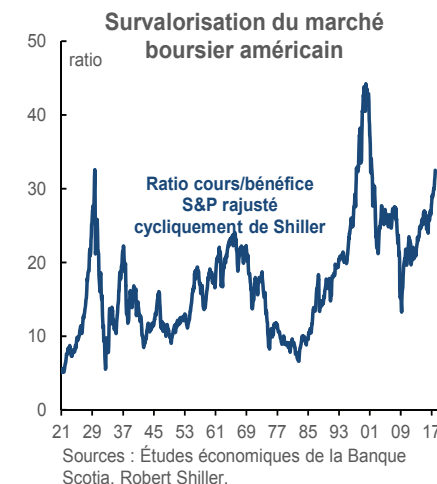
Malgré les efforts que nous consacrons à la modélisation pour guider les paramètres prévisionnels, la multitude et la complexité des facteurs d'influence sur le marché obligataire déborde le périmètre de ces efforts et représente évidemment une difficulté, même pour les investisseurs les plus aguerris. 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

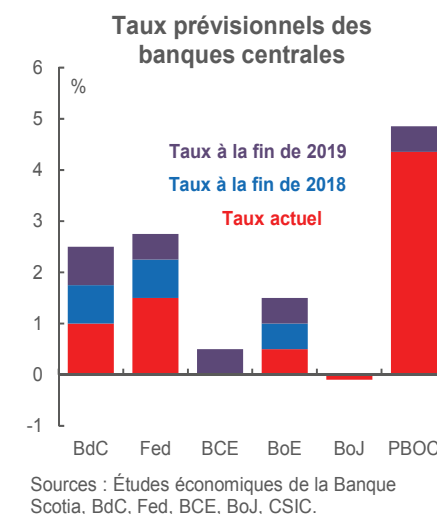
Graphique 14



Graphique 15



Graphique 16



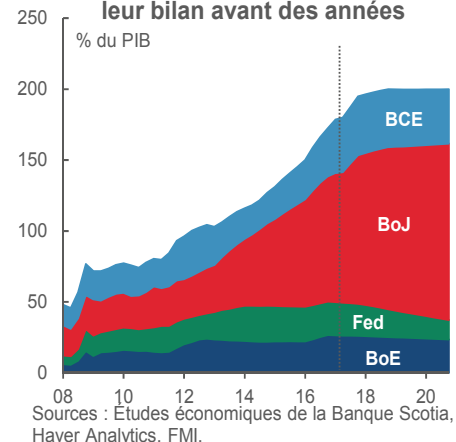
sans maîtriser la substitution dans la réalisation d'une cible des rendements nominaux « de l'ordre de 0 % » des obligations du gouvernement du Japon à 10 ans, ce qui constitue une menace crédible qui pèse sur les transactions de vente à découvert. Nous ne nous attendons pas du tout à ce que cette cible 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 réaligement, 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.

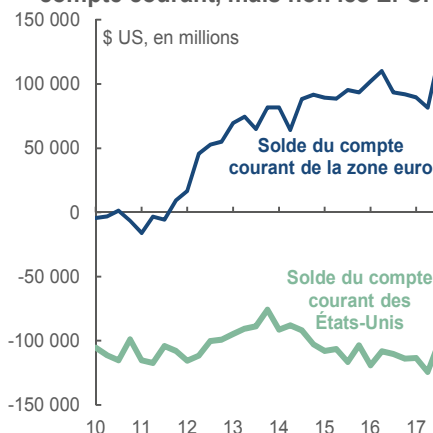
Graphique 17

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



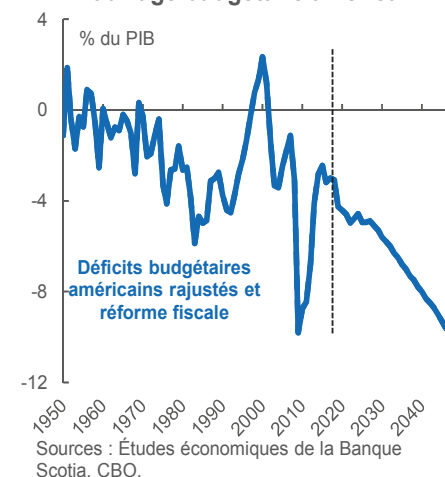
Graphique 18

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.

Mexique

ACCÉLÉRATION DE LA CROISSANCE EN 2018, MALGRÉ LA MULTIPLICATION DES RISQUES

- Le Mexique affronte une année difficile sur les plans économique et politique. L'ensemble des résultats envisageables est très vaste, en raison de la conjonction de plusieurs facteurs qui pourraient faire pencher la balance d'un côté ou de l'autre. Notre scénario de base prévoit toujours une amélioration graduelle du rythme de la croissance. Or, l'incertitude avivée alourdira probablement le fardeau qui pèse sur l'économie; c'est pourquoi nous rajustons modérément notre prévision de croissance.**

La voie à suivre pour l'économie mexicaine est en quelque sorte floue. Certains facteurs très pertinents pourraient orienter, positivement ou négativement, l'évolution de l'économie. Il s'agit notamment de la renégociation de l'ALÉNA, de l'impact potentiel de réforme fiscale américaine, de la normalisation de la politique monétaire aux États-Unis, de la dynamique de l'inflation au Mexique, de l'évolution de la situation en Corée du Nord et, bien entendu, des élections mexicaines. Par conséquent, et désormais par habitude, une lourde incertitude pèse sur les prévisions macroéconomiques de l'année.

Notre scénario de base prévoit toujours une légère amélioration du rythme de la croissance en 2018, mais à partir d'un point de départ plus reculé en 2017, en raison des révisions historiques des comptes nationaux. Les données les plus récentes lancent des signaux nuancés. D'une part, les exportations battent leur plein en raison de la reprise des cours du pétrole et de la vigueur des ventes de voitures aux États-Unis. Les industries manufacturières à vocation exportatrice sont elles aussi florissantes, le marché de l'emploi continue d'afficher un solide taux de création d'emplois et des taux de chômage faibles, la consommation des ménages reste relativement forte, et le crédit bancaire continue de progresser à des rythmes vigoureux. Par contre, la vente au détail trébuche alors que les ventes de voitures sur le marché intérieur sont en chute libre, que la construction est aujourd'hui en train de se contracter, alors que l'exploitation minière continue de se replier brusquement et que l'investissement reste fortement malmené. Il semble que les ménages et les entreprises tirent leur épingle du jeu, sans toutefois être immunisés contre les nombreuses inconnues que comportent les perspectives; c'est pourquoi nous nous attendons à un comportement prudent en 2018.

Dans les circonstances, nous ramenons à 2,1 %, contre 2,4 % dans la précédente édition des *Perspectives mondiales*, notre prévision de croissance du PIB, et à 2,4 % contre 2,7 % notre prévision pour 2018. Sectoriellement, la production industrielle devrait progresser de 1,9 % en 2018, l'exploitation minière reculera de 2,4 % et la construction devrait croître de 1,7 %. L'activité manufacturière restera rigoureuse, en augmentant de 3,4 %.

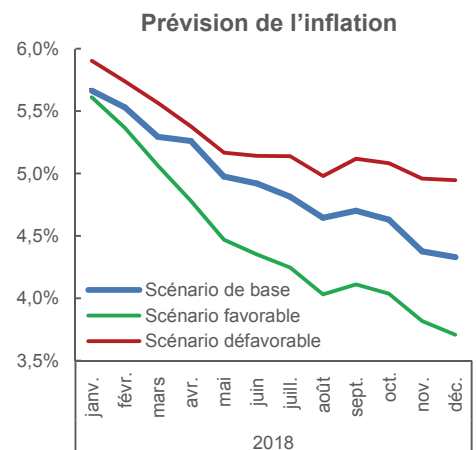
Nous nous attendons à ce que la consommation des ménages s'améliore marginalement, puisque ces derniers ont déjà absorbé les chocs de 2017, par exemple la hausse de l'inflation, les taux d'intérêt et les catastrophes naturelles de septembre. Comme de coutume dans les années d'élections, on s'attend à ce que des dépenses publiques soient engagées pour encourager la consommation. L'investissement devrait reprendre, à un rythme modéré toutefois, alors que les dépenses en immobilisations du secteur public cesseront de baisser, et les entreprises s'adapteront aux rajustements de 2017 et reviendront de nouveau à de meilleurs sentiments à moyen et à long termes.

Du point de vue de la politique monétaire, le taux directeur devrait augmenter de 25 points de base encore au dernier trimestre de 2018, pour terminer l'année à 7,75 %. Ce relèvement supplémentaire est nécessaire pour suivre le rythme de la Réserve fédérale américaine. De ce point de vue, il faut aussi dire que les tensions inflationnistes se

RENSEIGNEMENTS

Mario Correa
52.55.5123.2683 (Mexique)
Scotiabank Mexico
mcorrea@scotiabcb.com.mx

Graphique 1



Source : Études économiques de la Banque Scotia.

poursuivront probablement toute l'année : même si nous entrevoyons une brusque baisse du taux d'inflation sur un an, nous croyons que l'inflation continuera de s'inscrire au-delà du seuil des 4 %, point de vue qui comporte des risques de hausse. Dans le graphique, nous présentons le scénario de base de l'inflation générale, de concert avec les solutions de rechange fondées sur des hypothèses arbitraires : un scénario favorable dans lequel l'inflation mensuelle correspond à la moyenne des sept dernières années moins 10 % de l'écart-type de la période; et un scénario défavorable dans lequel l'inflation mensuelle correspond à la moyenne de la période mentionnée, plus 40 % de l'écart-type enregistré. Comme on peut le constater, même dans le scénario favorable, l'inflation sur un an reste supérieure au seuil de 4 % dans la plus grande partie de l'année, et dans le scénario défavorable, l'inflation sur un an reste obstinément proche du seuil de 5 %. Cet exercice nous apprend que l'inflation continuera de représenter un grand motif de préoccupation pour la Banco de Mexico pendant la plus grande partie de l'année.

Les prévisions de change restent essentiellement les mêmes : le peso mexicain (MXN) clôture à près de 19,48 pesos par dollar américain; il faut toutefois noter que l'on s'attend à une forte volatilité de la monnaie, en raison des degrés d'incertitude exceptionnellement élevés qui planent sur la conjoncture économique. Dans ce scénario, le peso mexicain pourrait temporairement s'inscrire en deçà du seuil des 18,0 si les marchés tiennent compte d'un dénouement positif de la renégociation de l'ALÉNA, alors que des progrès décevants dans les négociations pourraient facilement porter le peso mexicain au-dessus de la barre des 21. L'issue attendue de la présidentielle est un autre facteur pertinent pour l'évolution du peso mexicain : le résultat de la présidentielle augmente la pression si l'opinion croit que ce résultat est négatif et allège la tension si l'on prévoit un résultat positif.

Les différentes éventualités envisageables pour l'économie mexicaine en 2018 sont nombreuses. D'un point de vue pessimiste, une « tempête parfaite » pourrait se déchaîner si une malheureuse combinaison de facteurs se produisait, par exemple la résiliation de l'ALÉNA, et que le processus électoral du Mexique s'aigrît pendant que l'inflation intérieure augmente. Par contre, le dénouement serait plus heureux si les tensions qui pèsent sur le processus de renégociation de l'ALÉNA sont allégées par une position plus constructive du gouvernement américain et que la réforme fiscale américaine a une incidence favorable sur la croissance économique des États-Unis, ce qui favoriserait les exportations mexicaines, que l'inflation au Mexique baisse rapidement, que le processus électoral se déroule harmonieusement et qu'on prévoit un heureux dénouement. Il ne faudrait pas oublier que les réformes structurelles réalisées devraient donner à l'économie, au fil du temps, un nouvel élan.

Royaume-Uni

- Nous nous attendons à ce que la croissance du PIB suive une trajectoire montante en 2018.
- L'inflation selon l'IPC et l'IPD devrait freiner brusquement cette année, puisque la reprise portée par l'augmentation de l'inflation importée sur les prix des biens commence à se dénouer.
- L'inflation des salaires est probablement absolument essentielle pour savoir quand seront probablement relevés les taux directeurs de la BoE.

CREISSANCE : UNE NOUVELLE ANNÉE SOUS DE MEILLEURS AUSPICES?

En 2018 au Royaume-Uni, la croissance du PIB devrait suivre une trajectoire orientée à la hausse, ce qui inversera essentiellement le ralentissement noté en 2017. Plus précisément, la croissance a ralenti après s'être établie à 2 % sur un an au début de 2017, et nous nous attendons à ce que les données du quatrième trimestre de 2017 laissent apparaître une croissance d'à peine 1,4 % sur un an. Nous nous attendons à ce que le rythme de la croissance se réaccélère pour atteindre 1,8 % sur un an d'ici la fin de 2018. C'est pourquoi nous croyons essentiellement que la nouvelle année sera meilleure que 2017 en raison de l'accélération de la croissance. Or, nos prévisions laissent entrevoir un taux de croissance annuel moyen de 1,6 % sur un an pour 2018, ce qui pourrait représenter une légère décélération par rapport au taux de 1,75 % sur un an en 2017. La croissance sera donc à la fois meilleure et pire que l'an dernier, selon le point de vue adopté.

Le ralentissement de la croissance l'an dernier et le revirement auquel nous nous attendons cette année sont surtout attribuables aux dépenses de consommation. L'an dernier, la hausse brusque de l'inflation selon l'IPC, par rapport à la stagnation de l'inflation des salaires, a eu pour effet de freiner la croissance du revenu réel disponible des ménages. Ce coup de frein a ensuite décéléré la croissance des dépenses de consommation. Nous nous attendons à ce que les fondamentaux s'inversent en 2018. En particulier, nous prévoyons que l'inflation se ralentira brusquement et que l'inflation des salaires s'accélélera, ce qui devrait relancer la croissance du revenu réel disponible des ménages et peser, de concert, sur la croissance des dépenses de consommation (graphique 1).

Exception faite des dépenses de consommation, le Brexit pourrait continuer de porter ombrage à certains aspects de la croissance. L'investissement sera probablement le plus durement touché, puisque les entreprises et les ménages s'abstiendront d'engager des dépenses élevées en raison de l'incertitude qui plane sur l'orientation que prendra l'économie dans les quelque 18 prochains mois à venir.

INFLATION : PLAFONNEMENT

À notre avis, l'inflation culmine et est probablement appelée à se décélérer plutôt brusquement dans la nouvelle année. Les effets de base sont la principale raison pour laquelle il faut s'attendre à un ralentissement, puisque le relèvement de l'inflation importée commence à se résorber. Autrement dit, il est improbable que les fortes hausses des prix des biens sensibles au taux de change il y a un an se répètent, ce qui fera baisser le rythme de l'inflation en pourcentage sur un an. En outre, nous doutons que l'augmentation de presque 12 % des factures d'électricité en 2017 se reproduise. Dans l'ensemble, ce double effet devrait soustraire, de l'inflation globale en 2018, de 1 % à 1,25 %.

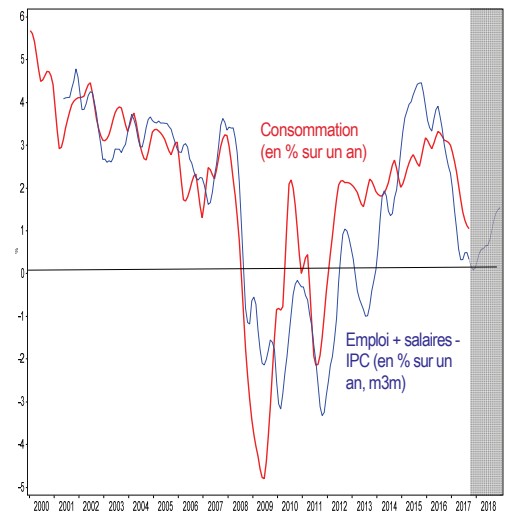
L'accélération de l'inflation en 2017 et le ralentissement que nous prévoyons en 2018 sont presque entièrement attribuables aux biens intégrés, eux-mêmes intimement liés au taux de change. Dans le même temps, l'inflation des services intégrés, qui témoigne des pressions de l'économie intérieure sur les prix, n'a généralement pas varié l'an dernier. À notre avis, cette inflation des services a tendance à s'écarter de l'inflation des salaires. Puisque la croissance

RENSEIGNEMENTS

Alan Clarke, chef, Stratégie des titres à revenu fixe européens
 44.207.826.5986 (Londres)
 Stratégie des titres à revenu fixe
alan.clarke@scotiabank.com

Graphique 1

Consommation des ménages et indice substitut de la croissance du revenu réel



Sources : Macrobond, Études économiques de la Banque Scotia.

des salaires pourrait s'accélérer en 2018, nous nous attendons à ce que l'inflation des services intégrés augmente discrètement, même si sa hausse ne sera sans doute pas suffisante pour compenser le ralentissement de l'inflation dans l'ensemble.

POLITIQUE MONÉTAIRE

À notre avis, la Banque d'Angleterre sera extrêmement attentive à la conjoncture de l'inflation des salaires dans la nouvelle année. La logique veut que la hausse de l'inflation des salaires fasse monter les tensions inflationnistes produites par l'économie intérieure, ce qui apporterait au Comité de la politique monétaire (CPM) la justification qui lui permettrait d'annuler progressivement les mesures de relance monétaires dès sa réunion de mai 2018. Si à plus long terme, comme nous le croyons, la croissance du PIB s'accélère effectivement, il est plausible qu'à sa réunion de novembre, le CPM relève une deuxième fois ses taux directeurs.

Zone euro

- Le PIB de la zone euro devrait continuer de croître, ce qui cadre avec la vigueur des indicateurs des enquêtes statistiques.
- Dans le même temps, l'inflation de synthèse, qui pourrait se ralentir aux alentours de 1 % sur un an à court terme, devrait ensuite remonter graduellement.
- Nous nous attendons à ce que la BCE mette un terme, en septembre, à son programme actuel d'AQ et s'abstienne par la suite de relever ses taux d'intérêt directs pendant encore au moins une autre année.

CROISSANCE SOUTENUE

Il est probable que la croissance du PIB de la zone euro continue d'être orientée à la hausse, comme le laissent entendre les signaux lancés par les indicateurs des enquêtes statistiques, qui ne cessent de monter en force. Plus précisément, ces indicateurs laissent entrevoir des taux de croissance trimestriels voisins de 1 % en glissement trimestriel et un taux de croissance annuel orienté à la hausse aux alentours de 3,5 % sur un an d'ici le milieu de l'année (graphique 1). Si ces prévisions se matérialisent, il s'agirait du taux de croissance le plus fulgurant depuis 2007.

Pour chaque volet de l'économie, la conjoncture haussière de la zone euro est généralisée dans chaque catégorie de dépenses. Les perspectives de l'investissement en immobilisations paraissent très prometteuses, surtout si l'on tient compte du lien avec l'enquête sur l'indice PMI manufacturier (graphique 2). C'est d'autant plus encourageant qu'il est plus probable que la croissance étayée par la vigueur de l'investissement s'inscrive dans la durée. La confiance des consommateurs est au beau fixe et culmine à un sommet depuis janvier 2001, ce qui laisse entrevoir une nouvelle accélération de la croissance de la consommation des ménages. La balance commerciale nette *devrait* être favorable, comme en témoignent les signaux encourageants de la croissance mondiale; or, les signaux plus précis comme la croissance du volume du commerce mondial sont moins exceptionnels qu'on aurait pu le penser.

Régionalement, l'Allemagne prend la tête (pour ce qui est de la contribution à l'ensemble de la croissance de la zone euro) et est déjà sur le point de franchir le seuil des 3 % sur un an. Elle est talonnée par l'Espagne, dont la croissance est supérieure à 3 % depuis deux ans et demi (même si elle pèse moins sur l'ensemble du PIB de la zone euro, de sorte que sa contribution est légèrement inférieure à celle de l'Allemagne).

Nous nous attendons à ce que la croissance du PIB inscrive une progression de 2,75 % sur un an en 2018 et un rythme de croissance fractionnellement inférieur en 2019. Ces prévisions dépassent par une marge raisonnable les plus récentes projections du personnel de la BCE; or, nous aurions facilement pu viser encore plus haut.

INFLATION

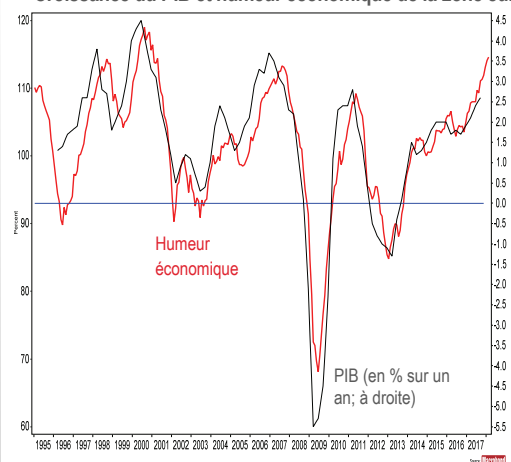
Après avoir été plutôt stable, aux alentours de 1,5 % sur un an dans les derniers mois, il est probable que l'inflation perde du terrain au début de 2018 et frôle 1 % sur un an. Cette décélération pourrait ensuite s'expliquer essentiellement par des effets de base défavorables (alimentation et énergie). Puis, l'inflation fondamentale prendra probablement le volant. À l'heure actuelle, elle s'établit à un peu moins de 1 % sur un an, après avoir brièvement surnagé à plus de 1 % sur un an au milieu de 2017. Par rapport à la mollesse du marché du travail, il semble y avoir une corrélation vraisemblable : la chute du chômage ces dernières années intervient essentiellement de

RENSEIGNEMENTS

Alan Clarke, chef, Stratégie des titres à revenu fixe européens
 44.207.826.5986 (Londres)
 Stratégie des titres à revenu fixe
alan.clarke@scotiabank.com

Graphique 1

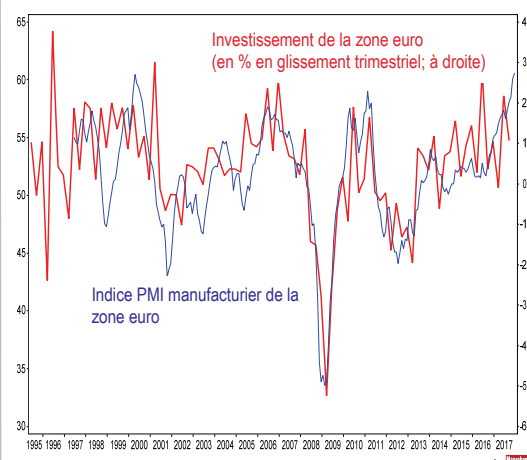
Croissance du PIB et humeur économique de la zone euro



Sources : Macrobond, Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 2

Croissance de l'investissement en immobilisations et indice PMI de la zone euro



Sources : Macrobond, Études économiques de la Banque Scotia.

concert avec la légère dérive à la hausse de l'inflation fondamentale (graphique 3).

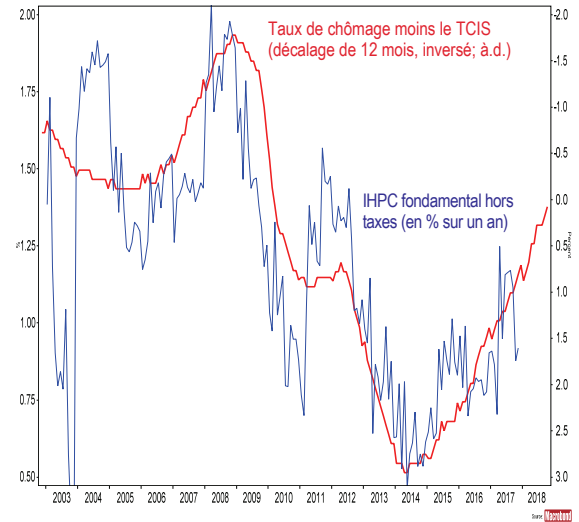
Étant donné cette corrélation, l'inflation fondamentale *devrait* s'inscrire dans une fourchette approximative de 1,25 % à 1,50 % sur un an d'ici la fin de 2018. Toutefois, l'expérience vécue au Royaume-Uni dans l'année écoulée ou les deux dernières années montre que le lien entre le taux de chômage et l'inflation sous-jacente s'est amenuisé. On l'a ensuite expliqué par l'inflation discrète des salaires, qui évoluent latéralement, à l'heure actuelle, à un niveau inférieur dans la zone euro. Dans l'ensemble, nous nous attendons à ce que l'inflation fondamentale dérive à la hausse, non sans réticence.

POLITIQUE MONÉTAIRE

Le profil de l'inflation fondamentale déterminera en définitive les interventions éventuelles de la Banque centrale européenne (BCE). Nous nous attendons à ce que la BCE mette un terme à son programme actuel de rachat d'actifs en septembre cette année. Par la suite, même si les spéculations sont appelées à se multiplier, nous ne nous attendons pas à ce que la BCE relève ses taux directeurs avant au moins la fin de 2019, puisque l'inflation sous-jacente restera en laisse et que la surcapacité résiduelle continuera de s'effriter.

Graphique 3

Inflation fondamentale et chômage de la zone euro par rapport au taux de chômage à inflation stationnaire (TCIS)



Sources : Macrobond, Études économiques de la Banque Scotia.

Brésil

- En 2018, le rendement du réal brésilien (BRL) sera probablement dicté par des facteurs externes et par la conjoncture politique interne. La grande interrogation politique est de savoir si l'État approuvera suffisamment de réformes pour stabiliser la situation budgétaire du pays, qui se détériore à vue d'œil.
- La conjoncture sera surtout marquée par l'approbation du projet de loi sur les régimes de retraite, mais aussi par d'autres faits. L'appel interjeté par M. Lula pèsera sur la probabilité qu'un président représentant l'ordre établi soit réélu en 2019. La privatisation de certaines sociétés publiques est une autre pierre d'achoppement, qui empêche d'atteindre les cibles budgétaires. En outre, on voit poindre un nouveau risque: il faut en effet se demander si les restrictions imposées dans les emprunts publics seront assouplies pour financer les dépenses courantes. Si elles ne le sont pas, il s'agira probablement d'un signe que les cibles budgétaires de 2018 ne seront pas atteintes, ce qui pèserait sur le réal brésilien.
- Dans cette conjoncture surtout teintée par le budget pour le réal brésilien, S&P aurait déclaré, le 4 janvier 2018, qu'elle pourrait abaisser les notes de crédit du pays avant le scrutin attendu sur le projet de loi de réforme des régimes de retraite à la mi-février, ce qui fait planer, sur le Brésil en 2018, des risques négatifs relativement lourds en amont.
- Il est toujours possible d'éviter que cette spirale négative se réalise, en veillant à progresser suffisamment dans les réformes avant que les campagnes électorales mobilisent l'agenda du législateur; or, ce créneau se referme rapidement, et nous nous attendons à ce que cette éventualité ne soit plus envisageable en avril ou mai.

L'année s'annonce volatile pour le réal brésilien : la conjoncture politique est appelée à rester le principal facteur de l'évolution du réal sur l'ensemble de l'année. La capacité de l'État à inverser la détérioration budgétaire fulgurante du pays, ainsi que sa trajectoire dans l'abaissement de sa note de crédit, est au cœur du risque politique. Cette inversion est largement tributaire de la capacité du président à conquérir l'appui de l'assemblée législative dans le cadre des réformes. Parmi les « mauvaises nouvelles » annoncées récemment, S&P a déclaré, le 4 janvier 2018, qu'elle pourrait dégrader la note de crédit du pays avant même le scrutin prévu sur le projet de loi de réforme des régimes de retraite à la mi-février, ce qui paraît contredire le consensus local voulant que les agences de notation attendent le résultat des élections d'octobre avant de modifier la note de crédit brésilienne. Dans le lourd carnet des faits conjoncturels majeurs à venir, il faut attirer l'attention sur les points suivants :

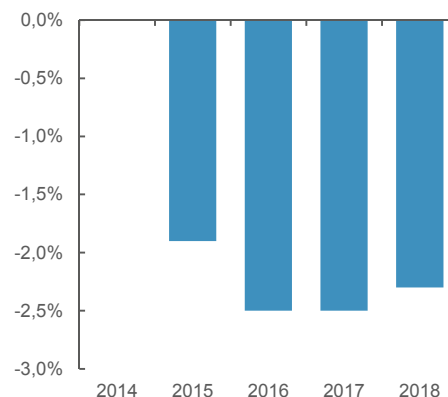
- la décision que rendra la justice sur les appels interjetés par l'ex-président Lula, et qui devrait avoir une incidence sur les candidats à la présidentielle d'octobre. Pour l'heure, M. Lula continue de devancer tous les autres rivaux dans les sondages; or, il sera essentiel d'attendre afin de savoir si les tribunaux lui permettront de se porter candidat à la présidence. La première décision devrait être rendue dans la dernière semaine de janvier, et d'après les commentaires des analystes de la scène politique locale, il semble que tout le processus pourrait prendre fin en mai 2018. À l'heure actuelle, les prétendants qui rendent le plus mal à l'aise les marchés sont M. Lula, ou l'autre candidat qui représentera le PT, et le candidat anti-ordre établi Jair Bolsonaro;

RENSEIGNEMENTS

Eduardo Suárez, VP, Études économiques, Amérique latine
 52.55.9179.5174 (Mexique)
 Études économiques de la Banque Scotia
eduardo.suarez@scotiabank.com

Graphique 1

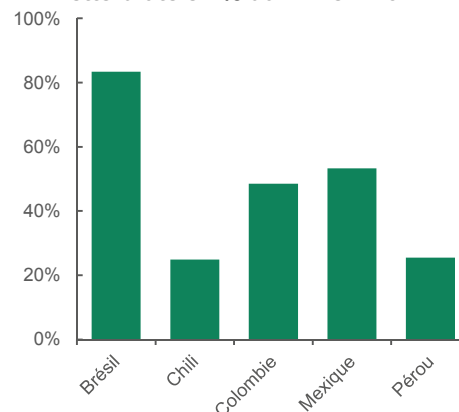
Brésil – Solde primaire (en % du PIB)



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, FMI.

Graphique 2

Dettes brute en % du PIB en 2017



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, FMI.

- la montée de l'incertitude quant à savoir si la « règle d'or » sera modifiée pour assouplir les restrictions imposées dans la capacité des différents paliers de gouvernement à emprunter pour financer non seulement les investissements (comme le veut la règle à l'heure actuelle), mais aussi les dépenses courantes. D'après les commentaires des principaux représentants du législateur, il semble de plus en plus probable que ces restrictions soient assouplies, ce qui devrait vouloir dire qu'il est improbable que les objectifs budgétaires annuels soient atteints;
- l'approbation de la réforme des régimes de retraite. Dans l'année écoulée, on ne savait plus trop sur quel pied danser : fallait-il s'attendre ou non à ce que la réforme des régimes de retraite soit approuvée? Ce qui était d'abord considéré comme une bonne nouvelle probable paraît désormais de plus en plus improbable d'ici à la présidentielle. On garde l'espoir que la réforme franchisse le pas de la chambre basse à la mi-février avant d'être soumise à la chambre haute; or, le calcul des voix paraît difficile. Le dernier résultat publié par les médias locaux établit le nombre de votes proréformistes à 50, ce qui est loin des 308 voix nécessaires, et plus le processus de négociation s'étire, plus il devient complexe d'adopter cet impopulaire projet de loi. C'est pourquoi nous croyons que le créneau se referme rapidement, et il est de plus en plus question que sans une réforme des régimes de retraite, la dégradation de la note de crédit redevienne un risque majeur pour le Brésil;
- les privatisations. Une des bonnes nouvelles attendues jusqu'à maintenant pour les finances publiques comme pour le réal brésilien (puisque ce sont des investisseurs étrangers qui devraient essentiellement se porter acquéreurs des entreprises qui seront privatisées) porte sur les plans de privatisation plutôt ambitieux du gouvernement (voici la [liste établie par le gouvernement fédéral](#)). Nous croyons que de nombreux acteurs du marché voyaient plutôt d'un bon œil les résultats. Or, les récents comptes rendus des médias laissent entendre que le soutien apporté par l'assemblée législative à ce programme de privatisations bat de l'aile, notamment en ce qui concerne la cession de la participation de l'État dans Eletrobras. Selon le ministre des Affaires gouvernementales, M. Marin, le législateur ne se penchera même pas sur ces projets de privatisation tant qu'on n'aura pas adopté le projet de loi sur la réforme des régimes de retraite, ce qui laisse entendre que le créneau de cette vente d'actifs pourrait lui aussi se refermer en 2018.

Dans l'ensemble, nous croyons que les risques pour le réal brésilien sur 2018 sont plutôt lourds en amont; or, le deuxième semestre de l'année prévoit des élections présidentielles en octobre, ce qui est également très pertinent — à plus forte raison parce que, comme le laissent entendre les sondages actuels, les devanciers sont MM. Lula et Bolsonaro — ce qui rend les marchés plutôt inconfortables.

Colombie

- Puisque la croissance s'améliore et que l'inflation se résorbe, les marchés seront probablement attentifs à la conjoncture budgétaire et aux prochaines élections présidentielles. À notre avis, la conjoncture budgétaire sera le facteur le plus porteur des deux pour le marché.
- Le raffermissement des marchés pétroliers devrait être favorable au peso colombien (COP) et pourrait, dans une certaine mesure, alléger les tensions financières qui pèsent sur le gouvernement; or, nous ne croyons pas que le gouvernement penche exactement pour le parti de la prudence dans la gestion budgétaire.
- Nous ne croyons pas que les marchés locaux soient particulièrement abordables, ce qui comporte le risque que les investisseurs puissent décider de retirer leurs billes pour aller miser ailleurs. Les réserves étrangères de TES (les valeurs mobilières nominales des administrations locales) ont augmenté pour passer d'environ 20 % à près de 30 %, et les investisseurs pourraient se repositionner si les risques qu'affrontent les pays de la région, par exemple le Brésil ou le Mexique, se modèrent légèrement.

Puisque la croissance devrait inscrire une hausse modérée cette année et que l'inflation plonge depuis quelques mois (ce qu'elle devrait continuer de faire), les marchés seront probablement attentifs, en 2018, à la conjoncture budgétaire et aux élections. Du point de vue budgétaire, nous croyons qu'il paraît toujours injustifié de considérer que la note de qualité investissement du pays est « à risque » et par conséquent, toute dégradation de la note par Moody's ou Fitch ne devrait constituer qu'un « rattrapage » de la dégradation de la note par S&P en décembre. Toutefois, la conjoncture budgétaire donne quelques motifs d'inquiétude, à nos yeux :

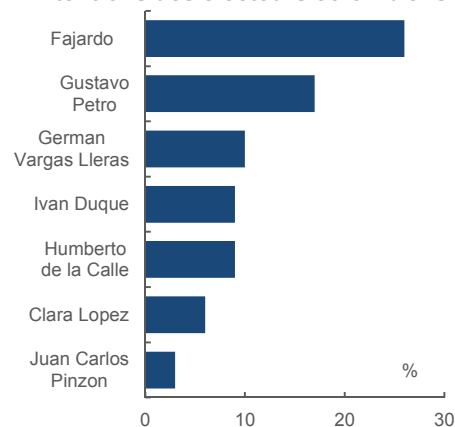
- l'un des points d'ancrage de la situation budgétaire de la Colombie est la règle budgétaire ([veuillez cliquer ici pour prendre connaissance d'un aperçu de la règle budgétaire de la Colombie](#)). L'une de ses lacunes est l'absence de procédures d'application en bonne et due forme, pour les dépenses comme pour le solde budgétaire. (En Amérique latine, les règles du Brésil, du Pérou et du Mexique prévoient effectivement des mécanismes d'application en bonne et due forme, alors qu'il n'y en a pas au Chili et en Colombie.) En outre, on a récemment posé des questions (à notre avis justifiées) pour savoir si les hypothèses adoptées à propos des variables macroéconomiques pour projeter le rendement budgétaire à terme sont réalistes. Les points essentiels consistent à savoir si l'économie colombienne peut progresser aussi rapidement que le laissent entendre les hypothèses de sa règle budgétaire (le rythme de croissance est projeté à plus de 4 % sur l'horizon prévisionnel). Un potentiel de croissance aussi élevé pour la Colombie nous laisse sceptiques : nous croyons qu'il est plus proche de 3 %, au lieu de se situer dans la fourchette des 4,0 % à 4,5 % comme le projette le gouvernement. C'est pourquoi les résultats pourraient être pires que le laissent entendre les trajectoires projetées pour la dette;
- le deuxième enjeu se rapporte à la réaction de l'État à la dernière dégradation de la note de crédit (à BBB- selon S&P). Bien que la perspective de la note de crédit soit devenue « stable » (ce qui est une bonne nouvelle et ce qui est justifié, puisque nous ne croyons pas que la Colombie mérite actuellement une note de titre spéculatif), il faut également se rappeler que le titre frôle aujourd'hui la « note de titre extrêmement spéculatif ». C'est pourquoi la réaction de l'État, qui a laissé entendre qu'il est à l'aise avec le statu quo (soit une note stable) au lieu d'annoncer un plan pour améliorer tendanciellement les finances publiques, est inquiétante, puisqu'à l'heure actuelle, le pays n'a guère de marge de manœuvre pour se prémunir contre les chocs potentiels (et un choc inattendu pourrait faire basculer le pays dans le territoire des titres spéculatifs, ce qui pourrait provoquer un exode des marchés locaux, puisque certains

RENSEIGNEMENTS

Eduardo Suárez, VP, Études économiques, Amérique latine
 52.55.9179.5174 (Mexique)
 Études économiques de la Banque Scotia
eduardo.suarez@scotiabank.com

Graphique 1

Intentions des électeurs colombiens



Sources : Centro Nacional de Consultoría (CNC).

investisseurs pourraient être aux prises avec des restrictions obligatoires en raison des notes de crédit). Si une dégradation au rang des titres spéculatifs devient un risque, le peso colombien subirait probablement un choc brutal.

Sur la scène électorale, nous pensons que les nouvelles seront meilleures. Les récents sondages donnent Sergio Fajardo, Gustavo Petro et German Vargas Llera comme meneurs dans les intentions des électeurs. Parmi les trois candidats, M. Petro est celui avec lequel les marchés paraissent le plus mal à l'aise. Or, nous nous attendons à ce que la liste des candidats représentant l'ordre établi se réduise (probablement à Fajardo, et à quelqu'un qui représentera les clans Santos et Uribe), et il se pourrait que nous assistions à une course qui se réduira à l'un des trois acteurs favorables au marché. C'est pourquoi nous croyons que le risque électoral n'est pas aussi important que le risque budgétaire : il est utile de signaler que partout dans le monde, les sondages sont loin d'avoir eu raison dans les dernières années.

Nous n'avons pas modifié nos prévisions quant à l'orientation du peso colombien; toutefois, nous tenons à préciser que le parcours de cette monnaie sera plutôt binaire:

- si, comme nous nous y attendons, un candidat favorable au marché remporte l'élection de l'été 2018 et que les investisseurs sont toujours très friands des marchés émergents (MÉ), de concert avec la vigueur des cours pétroliers (de l'ordre de 52 \$ US à 56 \$ US le baril selon nos prévisions internes), le peso colombien pourrait rester vigoureux et graviter à notre avis autour des 2 700 pesos/USD;
- si toutefois les cours du pétrole baissent plus que nous le prévoyons, qu'un choc inattendu risque de dégrader les notes de crédit au rang de « titre spéculatif » ou que les investisseurs ne sont pas aussi friands des MÉ que nous le prévoyons, il se pourrait que la paire USD/COP dépasse la fourchette prévue des 3 000 à 3 100 et atteigne potentiellement les 3 500 pesos.

Pérou

LES CHOCS DIVERGENTS DE LA CONJONCTURE POLITIQUE ET DES ÉCHANGES COMMERCIAUX

- En 2018, la conjoncture politique continue de représenter un motif de préoccupation, qui devrait toutefois être compensé par la hausse des cours des métaux et la vigueur des fondamentaux économiques.
- Nous avons rajusté notre prévision sur le relèvement des taux : il devrait y en avoir deux, plutôt qu'un seul, en 2018, en réaction à l'atonie de l'inflation

En 2017, la conjoncture politique a déjoué l'économie au Pérou. Or, puisque la conjoncture politique s'est aujourd'hui légèrement éclaircie, l'avenir ne paraît pas aussi sombre qu'il l'a été le mois dernier lorsque le Congrès a voulu destituer le président Kuczynski (PPK) et que l'état de grâce présidentiel accordé à Alberto Fujimori a déclenché une vague de protestations.

La motion de destitution a été battue et les protestations se sont calmées, du moins jusqu'à maintenant. Même si le bruissement politique ne se dissipera pas complètement en 2018, il pourrait devenir assez facile à maîtriser pour produire sur l'économie un impact moins retentissant. Les incertitudes se multiplient à cet égard. La conduite et le rendement politiques dépendront de la restructuration des partis en interne, qui évolueront de concert l'un avec l'autre et avec le gouvernement. Les enquêtes menées dans le cadre de l'opération « lava jato » se poursuivront, ce qui pourrait éventuellement malmener le PPK et l'opposition.

Bien que la fracture politique soit si profonde qu'il est difficile d'imaginer un parcours politique harmonieux à terme parce que les cours des métaux augmentent et que la conjoncture macroéconomique est saine, le choc sur l'économie sera probablement plus véniel que mortel. Les chiffres de la croissance dans le dernier semestre de 2017 se sont améliorés avant la période des très grands bouleversements politiques; or, l'investissement du secteur public comme du secteur privé a probablement marqué une pause depuis décembre.

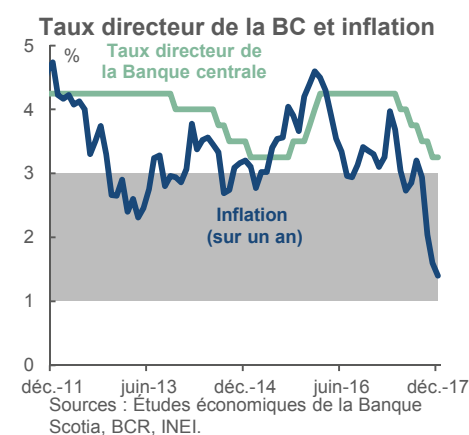
Nous réviserons nos prévisions du PIB pour 2018 lorsque nous aurons une meilleure idée de la rapidité avec laquelle le gouvernement pourra remettre en selle l'investissement du secteur public. Il faut toutefois noter que si nous avions auparavant entrevu une hausse de notre prévision de croissance du PIB à 3,7 %, nous entrevoyons aujourd'hui une légère baisse. En particulier, les dépenses publiques pourraient s'inscrire à un peu moins que notre estimation de 15,4 %. L'investissement dans la reconstruction devrait continuer d'être moindre ou d'être moins pointu – par exemple dans le logement et le renforcement du lit des cours d'eau –, alors que les grands projets seront probablement décalés dans une certaine mesure. Toutefois, les dépenses consacrées aux Jeux panaméricains et l'investissement budgétaire annuel devraient se poursuivre comme d'habitude.

Nous avons adopté un point de vue plus optimiste sur la politique de la Banque centrale, en raison de la léthargie de l'inflation, qui a clos l'année 2017 à 1,4 %. La tendance baissière est forte, et nous sommes d'accord avec la Banque centrale, qui s'attend à ce que l'inflation chute à moins du plancher de 1 % de sa fourchette cible au début de 2018. Dans l'ensemble, l'inflation terne et les mesures adoptées pour contrer l'impact de l'instabilité politique sur la croissance justifient plus qu'une seule baisse des taux, et c'est pourquoi nous rajustons nos prévisions : nous prévoyons désormais, non plus une seule baisse de taux dans l'année, mais plutôt deux, à 2,75 %. Après avoir plongé dès le début de l'année, l'inflation devrait se reprendre assez rapidement, mais non substantiellement. Nous avons abaissé notre prévision pour toute l'année à 2,0 %, contre 2,8 %.

RENSEIGNEMENTS

Guillermo Arbe
 511.211.6052 (Pérou)
 Scotiabank Peru
guillermo.arbe@scotiabank.com.pe

Graphique 1



Pour ce qui est du marché des changes, l'incertitude politique ne modifie pas la réalité de l'amélioration de la balance commerciale. Elle ne met pas non plus en péril le profil de la dette du pays. Les réactions spontanées, à court terme, à la conjoncture politique devraient continuer de se manifester et à avoir une incidence sur le taux de change et la courbe de la dette souveraine; il est toutefois difficile d'envisager un scénario politique et économique désastreux au point de donner lieu à un exode tenace du capital financier hors des marchés locaux à plus long terme.

En 2019, la croissance dépendra en partie de ce qu'il adviendra en 2018; or, l'amélioration de la balance commerciale et l'investissement public soutenu devraient porter à 4,2 % la croissance du PIB. Nous espérons que l'instabilité politique se résorbera, en faisant toutefois observer qu'elle a probablement déjà produit un certain retentissement sur la croissance à plus long terme.

Chili

UNE REPRISE MODÉRÉE PARAÎT PLUS PROBABLE DE JOUR EN JOUR

- Deux facteurs seront décisifs pour l'économie chilienne dans la nouvelle année : la tendance de l'évolution des cours du cuivre et la capacité du nouveau gouvernement à travailler avec l'opposition pour adopter des réformes qui permettraient de rehausser l'investissement. Ces deux facteurs seront également des risques critiques.
- La confiance des entreprises pourrait nettement s'améliorer si la nouvelle administration mène rapidement les réformes essentielles.
- L'économie est fondamentalement équilibrée : l'inflation est faible et orientée à la hausse, le déficit du compte courant est limité, la conjoncture budgétaire se détériore, mais est toujours maîtrisable, et le secteur financier est solide.

COMPTE RENDU MACROÉCONOMIQUE : LA CONJONCTURE FAVORABLE PORTE L'OPTIMISME

Le marché devrait essentiellement connaître une meilleure performance au dernier trimestre de 2017; or, nous maintenons notre prévision de croissance annuelle aux alentours de 1,4 % en 2017. Notre prévision pour la nouvelle année se chiffre toujours à 2,8 %; toutefois, le parti pris pour une hausse s'est renforcé considérablement en raison du relèvement des attentes pour ce qui est des cours du cuivre, des perspectives internationales plus calmes et de la réduction des risques politiques du pays. C'est pourquoi le premier semestre de 2018 sera décisif pour l'économie chilienne, et les prévisions du marché pourraient être révisées plus que d'habitude, en amplitude et en fréquence à la fois.

Une variable essentielle à suivre sera la reprise des attentes des ménages, ce qui est décisif pour la demande intérieure (soit la consommation et surtout, l'investissement). Les politiques monétaires et budgétaires sont expansionnistes, ce qui donne une grande marge de manœuvre pour répondre à la demande. Bien que nous ayons récemment relevé les signes d'un regain de confiance, il y a de bonnes raisons de s'attendre à ce que de nouvelles améliorations pointent à l'horizon.

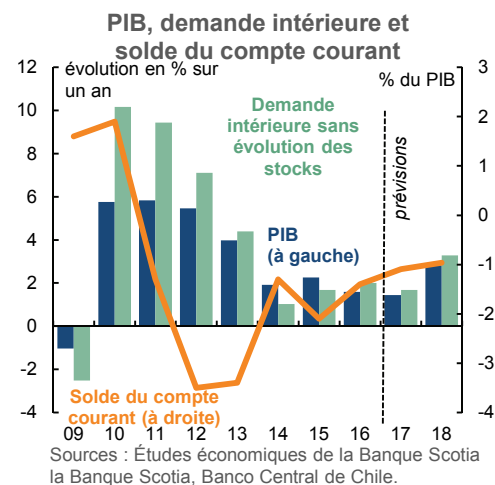
L'inflation a atteint 2,3 % en 2017, soit son plus creux depuis 2012. Ce taux cadre plutôt bien avec une économie qui progresse en deçà de son rythme potentiel depuis quatre ans; cette progression a été caractérisée par une volonté d'efficacité dans certains secteurs, renforcée par les effets décalés de la vigueur des investissements dans les dernières années. Pour la nouvelle année, nous nous attendons à ce que l'inflation s'inscrive à 2,8 %. Le rebond de l'inflation est déjà en train de se produire, depuis qu'elle a atteint son creux en septembre. Or, cette tendance haussière sera essentiellement liée à une lutte acharnée entre un taux de change qui pourrait baisser — ce qui se répercuterait sur les prix des biens échangeables — et la reprise des attentes et l'activité économique, qui se feront surtout sentir sur les biens et les services non échangeables.

Dans ce contexte, nous continuons de nous attendre à ce que la Banque centrale maintienne à 2,5 % son taux directeur jusqu'au milieu de l'année, même si ce parti pris pourrait changer auparavant. Pour le deuxième semestre de l'année, nous nous attendons à trois hausses de taux (de 25 points de base chacune) à 3,25 % d'ici la fin de 2018, ce qui marquerait le début d'une politique de normalisation qui devrait se poursuivre en 2019. La Banque centrale devrait relever les taux directeurs à long terme même avant, dès le premier trimestre.

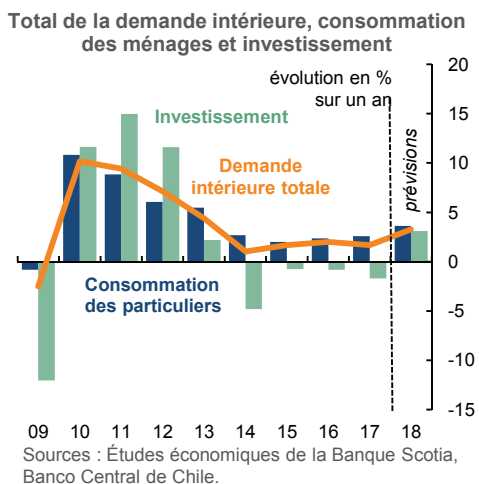
RENSEIGNEMENTS

Benjamin Sierra
 56.2.2619.4974 (Chili)
 Scotiabank Chile
benjamin.sierra@scotiabank.cl

Graphique 1



Graphique 2



PANORAMA POLITIQUE RISQUÉ, MAIS PROMETTEUR

Le ciel politique semble beaucoup dégagé qu'auparavant. Les élections parlementaires n'ont pas donné lieu à une majorité absolue au Sénat ni à la Chambre des députés. Or, grâce à sa victoire décisive et à l'opposition profondément divisée et embrouillée, la coalition multipartite de M. Piñera représente la plus grande force politique au Parlement. Même alors, cette coalition devra tâcher de s'entendre avec d'autres forces pour réunir les majorités nécessaires. Cette tâche colossale réclamera un énorme savoir-faire politique. Par contre, il semble que M. Piñera privilégie tout ce dont les marchés peuvent rêver pour la région : une plus grande marge de manœuvre pour l'activité privée, une plus grande responsabilité budgétaire et une meilleure croissance, entre autres, de concert avec l'expérience et un solide leadership politique et technique.

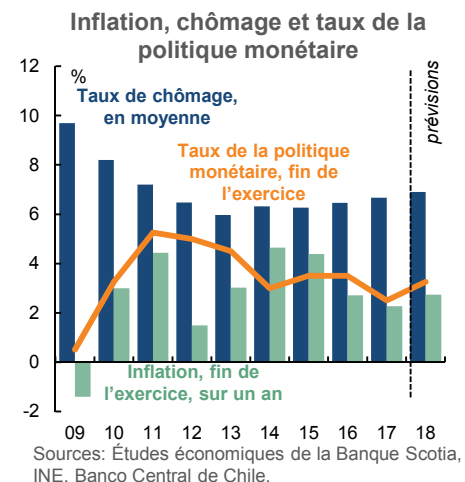
Le nouveau président est conscient qu'il faut bouger rapidement pour améliorer la conjoncture économique (ce qui est probablement la première raison pour laquelle il s'est fait élire de façon aussi convaincante). Hormis la « lune de miel » traditionnelle d'un an entre le nouveau président et le peuple chilien, le résultat de l'élection de ballottage a été tellement catégorique que toute tentative de nuire aux interventions du nouveau président sera probablement réprimée par l'opinion publique. C'est pourquoi les premiers mois seront décisifs pour commencer à corriger les problèmes du cadre économique. Les marchés financiers et les décideurs des sociétés suivront le rendement de la nouvelle équipe politique et la conjoncture.

LES GRANDS RISQUES NE CHANGENT PAS

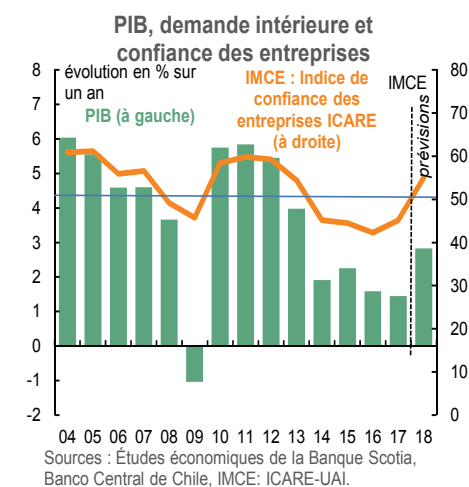
Les grands risques de nos prévisions sont les mêmes enjeux qui nous permettent d'être optimistes. Nous nous attendons à une reprise limitée, mais soutenue des cours du cuivre qui, si elle est trop brusque, pourrait causer certaines difficultés pour le taux de change et la politique monétaire. Or, le risque contraire (soit l'éventualité d'une baisse des cours du cuivre) serait beaucoup plus pervers : la croissance serait moindre, avec tout ce que cela suppose pour les comptes étrangers et budgétaires. Il serait alors considérablement plus difficile de réaliser la tendance prévue d'une croissance potentielle comprise entre 3,5 % et 4 % dans les années à venir.

Les risques intérieurs, qui ont probablement été surestimés, restent importants. Les capacités du nouveau gouvernement ont été mises à l'épreuve sous la première administration de M. Piñera, qui a gouverné le Chili de 2010 à 2014; il faudrait toutefois s'attendre à certaines améliorations. En revanche, si la direction politique est excellente et plus harmonieuse qu'attendu, les perspectives d'investissement seraient exceptionnelles et certaines variables comme le chômage réagiraient en conséquence. Mais l'envers de la médaille veut que l'opposition ne soit pas naïve : la durée réelle d'un gouvernement de coalition au Chili sera probablement, non pas de quatre ans, mais plutôt de trois ans. Les élections municipales qui se dérouleront au cours de cette période se sont déjà révélées comme de bons indicateurs pour prédire le résultat de la présidentielle et des élections parlementaires de l'année suivante.

Graphique 3



Graphique 4



Chine

- **La vigueur de la croissance mondiale crée un environnement propice à la mise en œuvre des réformes structurelles de la Chine.**
- **Les nouveaux dirigeants chinois donneront probablement la priorité aux réformes du secteur financier.**
- **Une conjoncture monétaire circonspecte et neutre portera la croissance économique.**

LES PROGRÈS DE LA TRANSITION STRUCTURELLE DE L'ÉCONOMIE CHINOISE

Le contexte économique mondial favorable constituera le cadre grâce auquel les dirigeants chinois pourront mettre en œuvre les réformes voulues. Nous nous attendons à des progrès significatifs dans la réduction des déséquilibres structurels — comme la répartition stérile des ressources, la croissance excessive du crédit, une prise en compte des risques qui n'est pas à la hauteur dans différentes catégories d'actifs et les contrôles exercés sur les capitaux —, ce qui vient réduire les risques de repli de l'économie à moyen terme et ce qui permet à la Chine de rester l'un des grands meneurs de la croissance mondiale dans l'avenir prévisible. Toujours est-il que la transition structurelle que poursuivra la Chine, dont l'activité, auparavant portée par l'investissement et le secteur industriel, le sera désormais par les dépenses de consommation, aura pour effet de ralentir — en améliorant toutefois la qualité — la croissance du PIB réel dans les années à venir. Nous nous attendons à ce que l'économie chinoise gagne 6,5 % sur un an cette année — ce qui correspond à la cible prévue par le gouvernement pour 2018 —, dans la foulée d'un gain estimatif de 6,8 % en 2017. En 2019, le rythme de la progression, qui se ralentira probablement encore, restera légèrement supérieur à 6 % sur un an.

Les données de haute fréquence sur l'activité économique chinoise des derniers mois confirment que les forces de la décélération sont à l'œuvre. Le ralentissement de l'activité industrielle illustre à la fois la tendance continue à long terme du rééquilibrage de l'économie et l'impact à court terme de la vague massive de fermetures d'usines lancée pour respecter les normes environnementales dans les mois de l'hiver. D'après nos calculs, la croissance de l'investissement dans les immobilisations du secteur secondaire (soit l'industrie) s'est ralentie pour s'inscrire à 0,5 % sur un an environ dans les derniers mois, alors que l'investissement dans le secteur tertiaire (soit les services) continue de progresser à un rythme fulgurant de presque 8 % sur un an (graphique 2). L'investissement dans le secteur des services représente aujourd'hui 60 % du total de l'investissement de la Chine dans les immobilisations. La transition économique fait monter les dépenses de consommation chinoises. Selon notre évaluation, les perspectives de gains soutenus des dépenses des ménages sont encourageantes : effectivement, la croissance du revenu réel disponible a été forte, à 7,5 % sur un an dans les trois premiers trimestres de 2017 (graphique 3), ce qui supprime la croissance du PIB réel du pays.

La vigueur de la demande mondiale étayera l'activité exportatrice de la Chine, en amortissant le choc de la transition structurelle intérieure de l'économie et en apportant une marge de manœuvre qui permettra aux dirigeants chinois de remanier leurs politiques afin de corriger les déséquilibres sous-jacents. En fait, les exportations chinoises (en dollars américains) ont progressé de près de 8 % sur un an en 2017, grâce à la forte demande des grandes puissances économiques de l'Amérique du Nord et de l'Europe. Toujours est-il que le rythme encore plus vigoureux de la croissance des importations en Chine s'est soldé par une réduction de l'excédent de la Chine dans le commerce des marchandises.

RECU DES RISQUES FINANCIERS À L'HORIZON

La Chine a élu de nouveaux dirigeants pour les cinq prochaines années dans le cadre du 19^e Congrès national du Parti communiste de la Chine (PCC) à la fin d'octobre 2017. Le

RENSEIGNEMENTS

Tuuli McCully

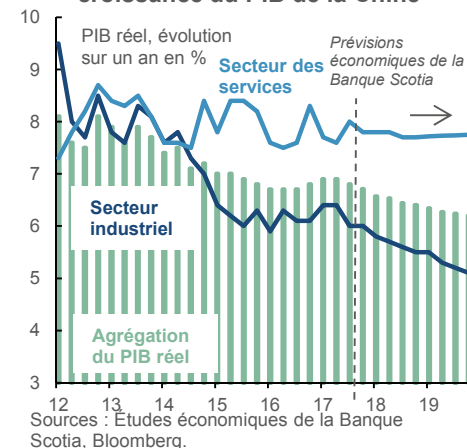
65.6305.8313 (Singapour)

Études économiques de la Banque Scotia

tuuli.mccully@scotiabank.com

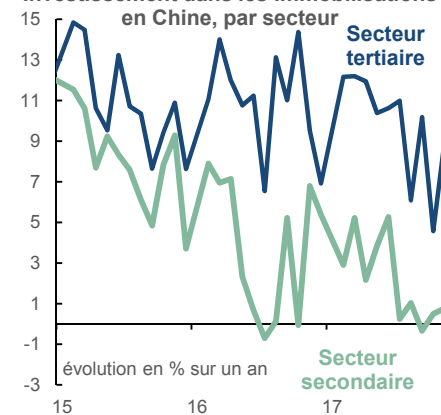
Graphique 1

Évolution de la composition de la croissance du PIB de la Chine



Graphique 2

Investissement dans les immobilisations en Chine, par secteur



président Xi Jinping et le premier ministre Li Keqiang ont été les seuls membres de la direction à conserver leur poste au Comité permanent du Bureau politique (CPBP) qui vient d'être élu; les cinq nouveaux candidats à ce comité n'ont pas révélé le nom de celui qui pourrait succéder au président Xi, ce qui laisse entendre qu'il pourrait continuer de diriger le pays au-delà de 2022. Les nouveaux membres du CPBP — qui seront confirmés en mars par le Congrès national du peuple, soit le Parlement de la Chine — sont compétents dans des secteurs comme la gestion économique, les finances, la politique étrangère, la réforme politique, les systèmes juridiques et l'idéologie du Parti. En raison de la composition du CPBP, nous croyons que les décideurs seront plus attentifs aux trois enjeux suivants dans les cinq prochaines années : 1) la progression de la libéralisation économique de la Chine et de ses réformes structurelles; 2) la préservation de l'avenir du PCC et de son idéologie socialiste; et 3) l'importance croissante de la Chine dans les affaires mondiales.

C'est le premier de ces trois enjeux qui aura le plus profond retentissement sur les perspectives économiques de la Chine. On donnera probablement la priorité au raffermissement de la résilience du système bancaire, condition préalable à la progression de la libéralisation économique. Effectivement, à court terme, les dirigeants chinois voudront probablement améliorer les systèmes de gestion des risques de la profession financière, rehausser sa réglementation-cadre, promouvoir le désendettement systémique, relever la transparence et gérer le problème des prêts en difficulté. Nous sommes relativement optimistes quant au progrès que la Chine continuera d'accomplir dans la correction des déséquilibres économiques de la profession financière. L'annonce récente du durcissement des règles dans les activités de gestion des actifs, afin de réduire les risques systémiques liés à l'industrie bancaire de l'ombre, est l'un des meilleurs exemples des mesures adoptées pour encourager l'évolution des politiques. Il s'agit, à notre avis, d'une réforme importante et nécessaire, puisqu'on n'a pas tenu suffisamment compte, dans les cours, des risques liés aux produits bancaires de l'ombre. C'est ce qui explique que cette industrie soit l'un des maillons les plus faibles et l'un des premiers facteurs de risque pour l'économie chinoise, surtout en raison de ses liens très étroits avec le secteur économiquement important de l'immobilier. L'industrie bancaire de l'ombre a donné aux investisseurs des garanties implicites contre les pertes, en raison de la pratique voulant que les fonds apportés par l'émission de nouveaux produits servent à couvrir les pertes sur placements des produits déjà émis. Les nouvelles règles — qui seront mises en œuvre jusqu'au milieu de 2019 — interdiront cette pratique et seront harmonisées dans l'ensemble de la profession financière pour éviter l'arbitrage réglementaire. Toujours est-il qu'à notre avis, il n'y aura pas de gain à long terme sans peine à court terme : on peut s'attendre à des accès de turbulence sur les marchés dans les prochains trimestres, à mesure que se précisera l'envergure de la dette non performante dans le système financier.

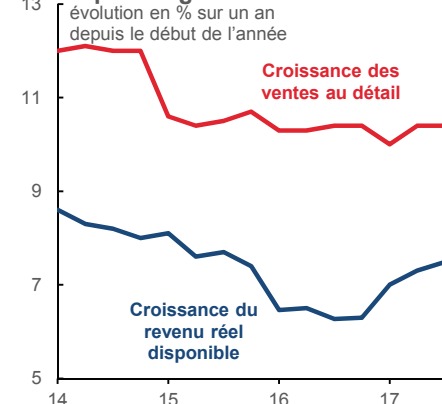
UNE POLITIQUE MONÉTAIRE TOUJOURS AUSSI FAVORABLE À LA CROISSANCE

Les perspectives de l'inflation des prix à la consommation en Chine restent maîtrisables malgré les fortes pressions qui s'exercent sur les prix des producteurs. À notre avis, la léthargie de la demande de matières premières, en raison des efforts consacrés par le gouvernement à enrayer la pollution, aura probablement pour effet de réduire l'inflation des prix à la production dans un proche avenir. À la fin de 2017, le taux d'inflation des prix à la consommation s'inscrivait à 1,8 % sur un an (graphique 4). Nous nous attendons à ce que les gains de prix continuent de graviter autour de la barre des 2 % dans les prochains mois avant d'atteindre 2,5 % sur un an à la fin de 2018.

La Banque populaire de Chine (BPC) reste fidèle à une politique monétaire « neutre et circonspecte », qui lui permet de préserver un environnement financier favorable aux réformes structurelles et de stabiliser la croissance du PIB réel. Bien que l'on s'attende à ce que les taux directeurs officiels à un an sur les prêts et les dépôts ne bougent pas en 2018 (à 4,35 % et 1,50 % respectivement), le taux de refinancement inverse à sept jours — le taux directeur de fait de la BPC — devrait continuer d'être relevé prudemment. Le taux de refinancement inverse à sept jours a été rehaussé de 25 points de base en 2017, et la hausse la plus récente (de cinq points de base) est intervenue en décembre 2017. Malgré un durcissement graduel, les conditions de la politique monétaire sont appelées à rester relativement conciliantes et favorables à la croissance pour l'ensemble de 2018.

Graphique 3

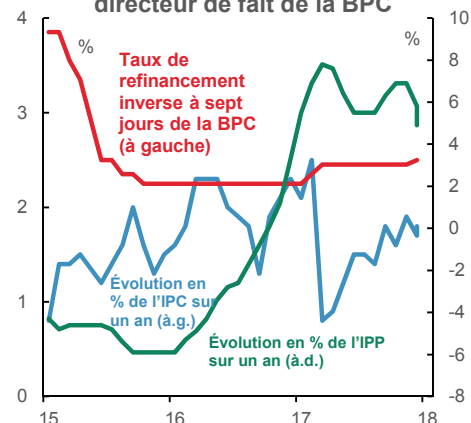
Dépenses de consommation étayées par les gains des revenus



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 4

Taux d'inflation et taux directeur de fait de la BPC



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Japon

- **Croissance économique harmonieuse sur fond de conjoncture politique favorable.**
- **Différentiation entre la politique monétaire de la Banque du Japon et celle d'autres grandes banques centrales.**

LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE SE MAINTIENDRA PROBABLEMENT AU-DELÀ DE SON POTENTIEL EN 2018

La croissance économique du Japon est bien équilibrée, entre la demande intérieure et le commerce extérieur. La progression des bénéfices des sociétés dynamise l'investissement en immobilisations, alors que l'amélioration de la conjoncture du marché du travail porte les dépenses des ménages. La reprise de la demande mondiale a redonné de la vigueur à l'activité dans les secteurs manufacturier et industriel du Japon (graphique 1). Effectivement, la croissance du volume des exportations du pays s'est établie à une moyenne de plus de 5 % sur un an en 2017, essentiellement grâce à la vigueur de la demande exprimée par l'Asie pour les biens du Japon dans le domaine des TI. Nous nous attendons à ce que la croissance du PIB réel du Japon s'établisse à une moyenne de 1,4 % sur un an en 2018, dans la foulée d'un gain estimé à 1,8 % en 2017. Alors que l'amélioration de la productivité et l'accroissement de la participation à la population active ont légèrement relevé le taux de la croissance potentielle du Japon à 0,5 %-1 % sur un an, l'économie continuera de faire mieux que sa cadence tendancielle et maintiendra l'écart de production positif qui s'est fait jour en 2017. En 2019, la croissance de la production est appelée à se décélérer à un niveau plus tenable de l'ordre de 1 % sur un an, en tenant compte des facteurs cycliques et de l'augmentation programmée du taux de la taxe à la consommation en octobre 2019.

La conjoncture politique du Japon est propice au maintien des politiques de relance de l'économie. Le Parti libéral-démocrate (PLD) du premier ministre Shinzo Abe et son partenaire dans la coalition, le Parti Komeito, ont conservé leur super majorité des deux tiers à la chambre basse après l'élection générale d'octobre 2017. Grâce à cette solide position, la coalition pourra adopter des lois sans l'approbation de la chambre haute. M. Abe est parfaitement en mesure de continuer de diriger le PLD dans la foulée du scrutin sur la direction du parti en septembre 2018, ce qui veut dire qu'il restera probablement premier ministre jusqu'en 2021.

LA POLITIQUE MONÉTAIRE RESTERA ULTRA CONCILIANTE EN 2018

Les mesures de relance monétaire resteront en vigueur en 2018-2019 puisque la Banque du Japon (BoJ) s'est engagée à atteindre sa cible inflationniste de 2 % sur un an. Alors que d'autres grandes banques centrales ont commencé à dénouer leurs politiques monétaires conciliantes, nous prévoyons le statu quo au Japon en raison de la léthargie des perspectives inflationnistes et de la hausse imminente de la taxe de vente, qui pourraient enrayer la reprise de l'économie. La BoJ maintiendra probablement son taux directeur à court terme à -0,1 % et rajustera le volume de ses rachats d'obligations selon l'évolution de la conjoncture, afin de veiller à ce que les rendements obligataires à dix ans restent proches de 0 %. La réduction du volume des rachats d'obligations ne préfigure pas un dénouement des mesures de relance monétaires tant que la BoJ ne changera pas l'objectif de rendement à dix ans. La BoJ a précisé que le stock cumulatif de rachats d'obligations se répercute sur les taux d'intérêt plus que chaque opération sur la trésorerie.

L'inflation du Japon reste discrète, à une moyenne de l'ordre de 0,5 % sur un an en 2017. Nous ne nous attendons qu'à un léger relèvement de l'inflation en 2018, ce qui portera le taux de synthèse à 1,1 % sur un an d'ici la fin de l'année. Malgré la croissance relativement solide de la production du Japon et sa situation de quasi-plein-emploi, l'inflation des salaires reste proche de zéro (graphique 2), ce qui tient en laisse l'inflation portée par la demande dans l'avenir prévisible. Nous ne nous attendons pas à ce que la cible inflationniste de 2 % sur un an de la BoJ soit atteinte en 2018, à moins que les gains de salaires — ou les cours mondiaux de l'énergie — augmentent plus sensiblement. La hausse programmée du taux de la taxe à la consommation (de 8 % à 10 %) portera pour un temps l'inflation de synthèse au-delà de la barre des 2 % à la fin de 2019.

RENSEIGNEMENTS

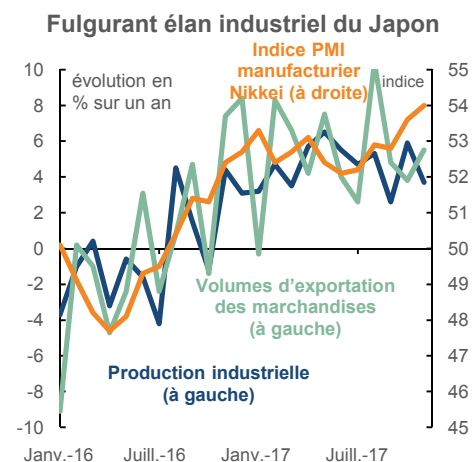
Tuuli McCully

65.6305.8313 (Singapour)

Études économiques de la Banque Scotia

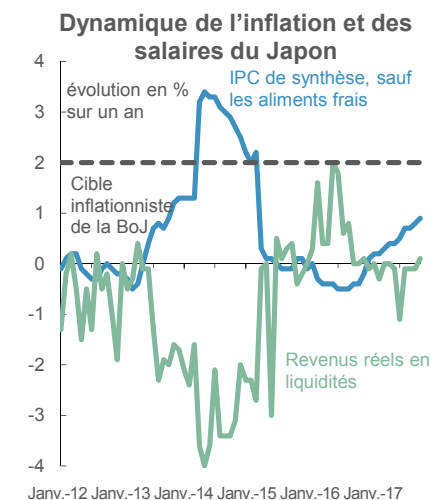
tuuli.mccully@scotiabank.com

Graphique 1



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 2



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Inde

- **Les premiers signes de la reprise de la croissance économique se font jour.**
- **L'intensification de l'inflation permettra d'éviter un nouvel assouplissement monétaire.**
- **Les efforts des dirigeants pour assainir les bilans des banques sont encourageants.**
- **Dérapage budgétaire : les inquiétudes perdurent.**

L'ÉCONOMIE INDIENNE PREND DU MIEUX

La croissance économique de l'Inde sort de la convalescence causée par la mise en œuvre de réformes dérangeantes, par exemple l'initiative de démonétisation d'il y a un an et la taxe sur les produits et services de juillet 2017. Effectivement, la confiance des entreprises dans le secteur manufacturier et dans les services donne des signes de reprise de concert avec le raffermissement de l'activité des secteurs industriel et exportateur (graphique 1). Toujours est-il que la confiance des consommateurs doit encore se ressaisir.

À notre avis, l'économie indienne sera bien positionnée pour profiter des répercussions à moyen et à plus long termes des récentes réformes structurelles, dans la foulée des effets pervers à court terme qui continuent de se résorber. En fait, les efforts catégoriques du gouvernement de corriger les multiples problèmes structurels de l'économie, grâce à la réforme fiscale, à un nouveau code sur les faillites, à la recapitalisation des banques et à différents efforts pour officialiser l'économie, devraient améliorer la conjoncture et entraîner un relèvement soutenu de l'investissement dans les immobilisations. Dans le même temps, nous nous attendons à ce que le raffermissement de la conjoncture économique se traduise par une amélioration des perspectives des revenus et de l'emploi, en dynamisant l'humeur des ménages et les dépenses de consommation dans les prochains trimestres. En outre, les entreprises indiennes exportatrices profiteront du raffermissement du commerce mondial même si l'économie est davantage portée par la demande intérieure par rapport aux autres économies régionales surtout exportatrices. Compte tenu de ces perspectives assez favorables, nous prévoyons que la croissance économique de l'Inde continuera de se renforcer, pour s'établir à une moyenne de 7,5 % sur un an en 2018-2019, après un gain estimé à 6,3 % en 2017 (graphique 2).

LES TENSIONS INFLATIONNISTES REFONT SURFACE

Les tensions inflationnistes se multiplient en Inde : l'inflation de synthèse a monté à environ 5 % sur un an depuis le creux de 1,5 % en juin. Nous nous attendons, dans les prochains mois, à une nouvelle et légère accélération (graphique 3); or, l'inflation continuera probablement de s'inscrire dans la cible à moyen terme de 4 % \pm 2 % sur un an de la Reserve Bank of India (RBI). Bien que la hausse des prix des aliments et du carburant explique surtout la récente progression de l'inflation, l'inflation sous-jacente s'est elle aussi accélérée : notre estimation de l'inflation fondamentale a augmenté pour passer de 3,9 % sur un an au milieu de 2017 à 4,9 % en novembre 2017. Les tensions sur les prix en raison de la demande s'intensifient en partie à cause du relèvement de l'indemnité de loyers attribuée aux employés de l'État. C'est pourquoi la RBI continuera d'être très attentive au risque de dérapage budgétaire du gouvernement en évaluant l'à-propos de l'orientation de la politique monétaire en vigueur.

Nous nous attendons à ce que la RBI s'abstienne de relever ses taux en 2018. Le taux de refinancement directeur a été comprimé de 25 points de base à 6,0 % en août 2017. En raison de la reprise économique qui se fait jour et de l'accélération de l'inflation, nous croyons que la prochaine intervention monétaire consistera à relever les taux, ce qui se produira probablement au premier trimestre de 2019 (graphique 3).

RENSEIGNEMENTS

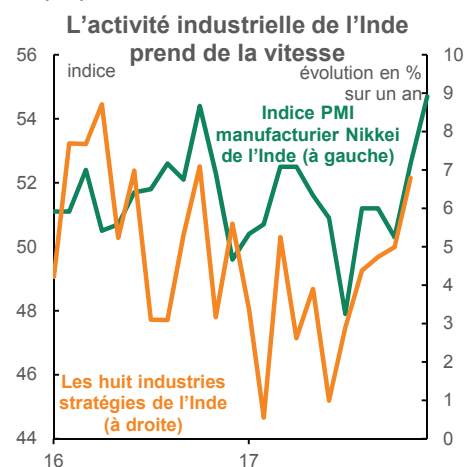
Tuuli McCully

65.6305.8313 (Singapour)

Études économiques de la Banque Scotia

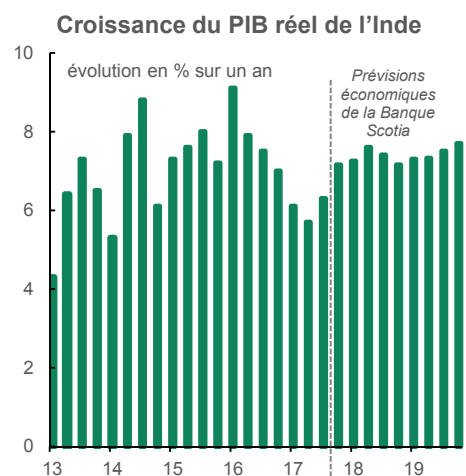
tuuli.mccully@scotiabank.com

Graphique 1



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 2



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

LES RÉFORMES DU SECTEUR FINANCIER PORTENT LES PERSPECTIVES

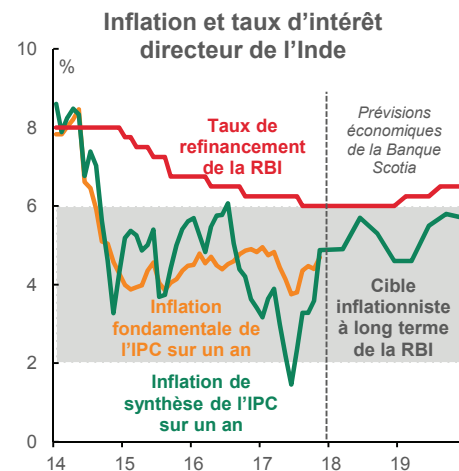
L'une des principales mesures de relance de l'économie indienne a été adoptée à la fin d'octobre 2017 : le gouvernement de l'Inde a approuvé un plan massif de recapitalisation de deux ans des banques du secteur public du pays, malmenées par des actifs massifs et non performants. La léthargie des bilans des banques est l'une des raisons pour lesquelles la diffusion de la politique monétaire dans l'économie n'a pas été à la hauteur et les baisses des taux d'intérêt directeurs de la RBI n'ont pas été répercutées complètement sur les taux de crédit, ce qui n'a pas permis d'améliorer la croissance économique. Plus de la moitié des sommes consacrées à la recapitalisation (de l'ordre de 32,4 G\$ US) proviendront de la vente d'obligations spéciales de recapitalisation, et le reste, de la vente des actions des banques et des provisions budgétaires de l'État. La RBI, qui a salué l'initiative, a précisé que le plan précède les injections de capitaux en décalant les incidences budgétaires connexes sur une certaine durée. De même, nous jugeons que ce plan est favorable et croyons qu'il encouragera un relèvement du crédit dans l'économie indienne. Le programme de recapitalisation des banques vient étayer le Code de l'insolvabilité et de la faillite — en vigueur depuis décembre 2016 —, ce qui allège le fardeau des entreprises et améliore encore la conjoncture économique du pays.

LE RISQUE DE DÉRAPAGE BUDGÉTAIRE NUIT AUX PERSPECTIVES

Des points faibles et des risques pèsent sur les fondamentaux de l'Inde du point de vue budgétaire (graphique 4). La croissance économique toujours discrète — même si elle s'améliore — pourrait amener le gouvernement indien à envisager de nouvelles mesures de relance budgétaires pour porter la demande intérieure, en particulier les dépenses des ménages. Dans le même temps, la RBI a signalé à maintes reprises que le dérapage budgétaire est l'un des grands risques pour les perspectives inflationnistes du pays. C'est pourquoi la hausse des rendements sur les obligations de l'État démontre que la spéculation sur un relâchement de la rigueur budgétaire inquiète les investisseurs à propos de l'évolution de la conjoncture inflationniste du pays et de la pérennité de la situation budgétaire de l'Inde.

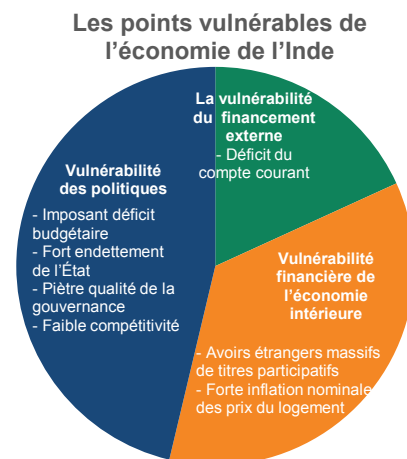
Le déficit cumulatif pour l'EF 2017-2018 (d'avril à mars) a atteint 112 % de la cible budgétée en novembre 2017. C'est pourquoi il paraît improbable que l'administration indienne soit en mesure de respecter l'objectif de déficit du gouvernement central de 3,2 % du PIB au cours de cet exercice financier. (Pour l'ensemble du gouvernement, le déficit budgétaire de l'Inde est beaucoup plus important, soit environ 6,5 % du PIB.) Le Budget de l'Union pour l'EF 2018-2019 devrait être rendu public le 1^{er} février 2018; en raison d'une dynamique terne de croissance des recettes et de la hausse des emprunts à contracter, il se pourrait que le gouvernement doive réviser sa cible de réduction du déficit budgétaire à 3 % du PIB d'ici l'EF 2018-2019. En outre, la possibilité d'un budget à caractère populiste — puisqu'il s'agira du dernier budget complet avant les élections générales de 2019 — sera l'un des grands enjeux à surveiller dans un proche avenir.

Graphique 3



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 4



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, IIF.

Corée du Sud

- **La Corée du Sud continuera de connaître une solide croissance économique malgré le spectre brandi par la Corée du Nord et les incertitudes liées au commerce.**
- **La Banque de Corée mène le durcissement monétaire en Asie.**

L'ÉCONOMIE SUD-CORÉENNE DÉJOUÉ LES RISQUES MAJEURS

L'économie sud-coréenne continuera probablement d'inscrire une solide croissance malgré les fortes incertitudes géopolitiques et commerciales. L'activité est toujours portée par la croissance de l'investissement dans les immobilisations et des exportations, qui illustre la fermeté de la demande mondiale. La confiance des consommateurs sud-coréens est solidement ancrée, ce qui laisse entendre que les dépenses des ménages continuent de prendre de la vitesse; les perspectives seront encore dynamisées par la hausse (de 16 %) des salaires minimums en janvier. Dans le même temps, le budget 2018 de l'État reste fidèle à une politique budgétaire favorable alors que la conjoncture monétaire reste conciliante même si elle revient graduellement à la normale. Nous nous attendons à ce que le PIB réel de la Corée du Sud gagne 3,0 % sur un an jusqu'en 2019, après un gain estimé à 3,2 % en 2017.

Les ambitions nucléaires de la Corée du Nord représentent le plus grand risque pour les perspectives économiques de la Corée du Sud en 2018. La montée des tensions géopolitiques dans la péninsule coréenne pourrait miner la confiance des consommateurs et des entreprises, ce qui nuirait aux dépenses des ménages et à l'investissement des entreprises. En outre, une escalade du risque nord-coréen pourrait également ameuter les marchés financiers; or, les dirigeants sud-coréens devraient intervenir efficacement pour préserver la stabilité financière.

Les partis pris protectionnistes aux États-Unis constituent un autre risque pour l'économie fortement exportatrice de la Corée du Sud. Cette dernière s'est engagée à renégocier l'accord de libre-échange bilatéral entre la Corée du Sud et les États-Unis (l'ALÉ KORUS) en raison de la pression exercée par les États-Unis pour mettre fin à ce pacte commercial. Les heurts commerciaux potentiels produits par les renégociations interviennent au plus mauvais moment, puisque l'impasse avec la Corée du Nord réclame une relation harmonieuse entre les États-Unis et la Corée du Sud.

LA POLITIQUE MONÉTAIRE DOIT SE DURCIR PRUDEMMENT EN 2018

Une phase de normalisation monétaire s'est amorcée en Corée du Sud dans la foulée de la décision de la Banque de Corée (BoK), à la fin de novembre 2017, de relever de 25 points de base, à 1,50 %, le taux de refinancement à sept jours; il s'agissait de la première hausse de taux depuis plus de six ans. La banque centrale adoptera probablement une approche circonspecte dans le durcissement monétaire dans les prochains trimestres, en raison de la très légère pression à la hausse sur les prix et des risques externes liés aux interventions monétaires des grandes puissances économiques, au commerce et à la géopolitique. Nous nous attendons à deux autres hausses de taux en 2018 — qui auront probablement lieu au deuxième et au quatrième trimestres — ce qui portera le taux d'intérêt directeur à 2,0 % d'ici la fin de l'année (graphique 2), avant d'enchaîner avec un autre relèvement des taux en 2019.

La solide reprise économique en Corée du Sud donnera probablement lieu à un relèvement graduel des tensions inflationnistes portées par la demande dans les prochains trimestres. Même si nous estimons que l'inflation de synthèse restera légèrement inférieure à la cible inflationniste de 2 % sur un an de la BoK dans le premier semestre de 2018, les pressions sur les prix s'intensifieront probablement graduellement vers la fin de 2018. Il n'empêche que le durcissement de la politique monétaire de la BoK permettra de tenir l'inflation en laisse, en deçà de 2,5 % sur un an jusqu'en 2019.

RENSEIGNEMENTS

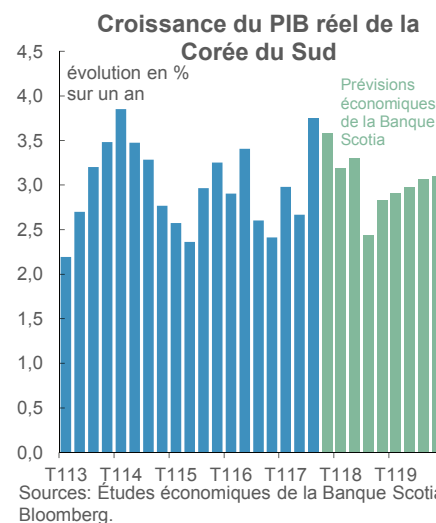
Tuuli McCully

65.6305.8313 (Singapour)

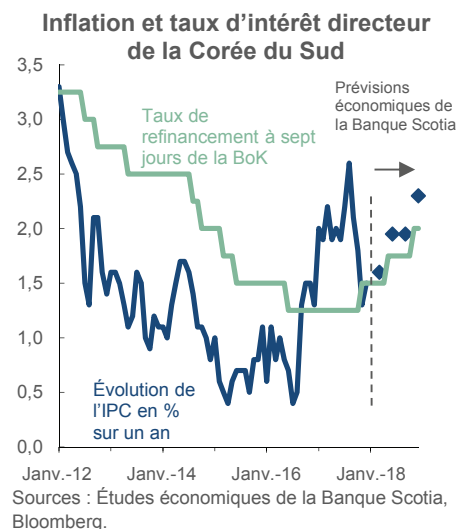
Études économiques de la Banque Scotia

tuuli.mccully@scotiabank.com

Graphique 1



Graphique 2



Australie

- La vigueur du marché du travail étayera les salaires et la demande intérieure.
- La RBA entrera probablement dans la ronde du durcissement monétaire à la fin de 2018.

LE MARCHÉ DU TRAVAIL JOUE UN RÔLE PRÉPONDÉRANT DANS LES PERSPECTIVES DE L'AUSTRALIE

Les perspectives économiques de l'Australie pour 2018 sont prometteuses. Nous nous attendons à ce que le PIB réel du pays progresse de 2,7 % en 2018 — ce qui cadre avec son taux de croissance potentielle — après avoir gagné environ 2,4 % l'an dernier. Malgré l'accroissement du volume des exportations, la balance commerciale nette ne contribue pas à la croissance du PIB réel de l'Australie en raison d'une conjoncture commerciale léthargique — qui s'explique en partie par la baisse des prix du minerai de fer, qui intervient pour le quart dans les exportations australiennes — de concert avec un ralentissement de la croissance de la demande de produits de base en Chine, principale destination des exportations de l'Australie. C'est pourquoi la vigueur de la conjoncture de la demande intérieure est essentielle pour continuer de donner de l'élan à la croissance. Fait encourageant, l'amélioration de la confiance des entreprises et la politique monétaire conciliante ont permis de relancer l'investissement non minier. Une conjoncture économique plus favorable porte également l'embauche, ce qui est une très bonne nouvelle, puisque le pouvoir de dépenses des consommateurs australiens est tenu en laisse par le fort endettement des ménages. L'investissement dans les infrastructures du secteur public viendra mieux étayer l'activité économique.

Les perspectives de l'économie intérieure de l'Australie seront fortement malmenées par le marché du travail. Si la récente tendance favorable dans la création d'emplois se maintient, l'économie se doterait d'assises plus saines. Effectivement, le raffermissement du marché du travail relancerait les dépenses de consommation, facteur fondamental de l'activité économique australienne. La conjoncture de l'emploi du pays s'est considérablement renforcée dans les derniers trimestres, puisque l'emploi à temps plein a inscrit une hausse fulgurante (graphique 1). Même si la participation à la population active a augmenté, le taux de chômage de l'Australie a baissé à 5,4 %, soit son plus creux depuis 2013. Malgré tout, les gains des salaires réels sont restés proches de zéro; or, nous nous attendons à ce que cette dynamique change en 2018. En fait, la conjoncture économique australienne devrait continuer de s'améliorer dans les prochains trimestres, ce qui viendra durcir encore le marché du travail. C'est pourquoi nous nous attendons à un relèvement plus durable de l'inflation des salaires.

LE DURCISSEMENT MONÉTAIRE DOIT S'AMORCER À LA FIN DE 2018

La politique monétaire de l'Australie restera conciliante pour porter la demande intérieure. Toujours est-il que nous nous attendons à ce que la Reserve Bank of Australia (RBA) s'allie à la plupart des autres grandes banques centrales dans leurs efforts de normalisation des politiques monétaires à la fin de 2018, puisque la hausse prévue des salaires donnera lieu à des tensions inflationnistes portées par la demande. Effectivement, nous nous attendons à un léger relèvement de l'inflation de synthèse dans les prochains trimestres (graphique 2); or, le taux d'inflation gravitera probablement autour du point médian de la fourchette cible de 2 % à 3 % de la RBA en 2018. Il est probable que les gains de prix s'intensifient en 2019, pour atteindre 2,66 % sur un an d'ici la fin de l'année.

En réaction à une accélération graduelle de l'inflation des prix et des salaires, nous nous attendons à ce que la première hausse des taux d'intérêt directeurs de la RBA intervienne au quatrième trimestre de 2018. La banque centrale durcira probablement sa politique monétaire avec circonspection, et d'autres hausses des taux sont attendues au deuxième et au quatrième trimestres de 2019, ce qui portera le taux directeur de base à 2,25 % d'ici la fin de l'année.

RENSEIGNEMENTS

Tuuli McCully

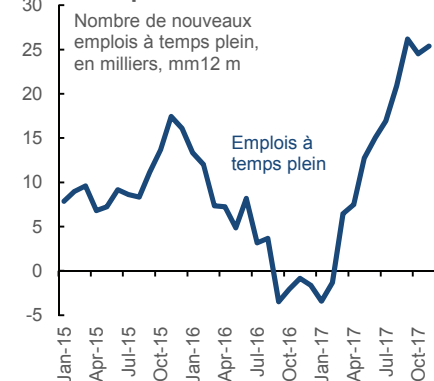
65.6305.8313 (Singapour)

Études économiques de la Banque Scotia

tuuli.mccully@scotiabank.com

Graphique 1

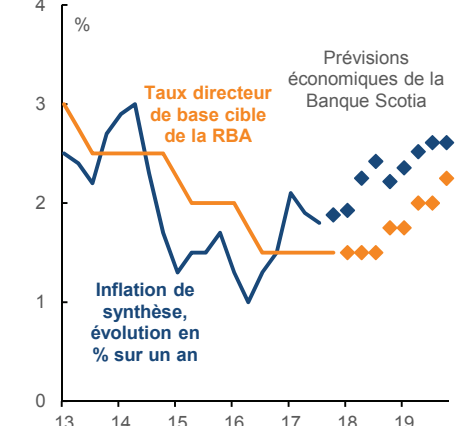
Évolution de l'emploi à temps plein en Australie



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bureau de la statistique de l'Australie.

Graphique 2

Inflation et taux d'intérêt directeur de l'Australie



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Produits de base

L'ÉNERGIE ET LES MÉTAUX DE BASE S'ILLUSTRENT GRÂCE À LA VIGUEUR DE LA DEMANDE MONDIALE ET AU RALENTISSEMENT DE L'OFFRE

Les marchés des produits de base ont commencé la nouvelle année en force et la quasi-totalité des matériaux industriels reste orientée à la hausse après avoir conforté les solides gains réalisés dans le dernier semestre de 2017. Dans la colonne de l'offre du grand livre, la croissance de la production se ralentit, puisque le carnet des projets sanctionnés sur fond de cours élevés au milieu des années 2010 se vide sur l'horizon prévisionnel. Or, comme la plupart des remontées concertées des cours des matières premières, ce dernier relèvement a été porté par les considérations propres à la demande, puisque les marchés s'attendent à une forte hausse de la demande d'énergie et de métaux grâce à la première accélération économique mondiale synchronisée depuis la grande crise financière.

Le discours sur la croissance mondiale synchronisée est venu étayer la progression soutenue des marchés boursiers et d'autres actifs à risque comme les produits de base. Et bien que nous soyons toujours essentiellement constructifs dans nos prévisions sur le complexe des produits de base à terme, tout porte à croire que les récents gains des cours ont été plus importants et sont intervenus plus tôt que le justifient à eux seuls les fondamentaux. Cette affirmation se vérifie en particulier pour le « D^r Cuivre » — ainsi appelé en raison du rapport historique entre le cours du métal et le cycle économique mondial —, puisque les mises spéculatives du produit de base sur la macrocroissance seront probablement concentrées et se répercuteront sur les autres produits du complexe des métaux industriels. Ce discours s'étend également au secteur de l'énergie, dans lequel les fortes attentes à l'égard de la demande viennent réduire encore plus les soldes de l'offre pétrolière, en complétant le contingentement de l'offre de l'OPEP+ et en permettant de relever les positions spéculatives nettes à de nouveaux sommets de plus d'un milliard de barils sur papier entre le WTI et le Brent.

Nous nous attendons à un durcissement des conditions de l'offre pour la plupart des produits industriels de base en 2018, et les cours seront portés à la hausse par la dévalorisation du dollar et par un cortège de risques géopolitiques. Or, nous croyons que les récents gains du complexe des produits de base se modéreront en raison de la léthargie saisonnière de la demande au premier trimestre et de la rationalisation nécessaire des positions spéculatives avant de reprendre ensuite une trajectoire à la hausse justifiée par les fondamentaux (graphique 1).

ÉNERGIE : LE MARCHÉ DU PÉTROLE SE RESSENT DU DURCISSEMENT DE L'OFFRE

Au terme de 2017, les marchés pétroliers affichaient tous les signes avant-coureurs d'un durcissement des fondamentaux; à l'heure actuelle, les cours s'inscrivent à des sommets depuis trois ans (WTI > 63 \$/baril). L'accélération de l'économie mondiale a continué de faire monter la demande déjà vigoureuse, l'OPEP+ a réussi à améliorer les niveaux historiques de respect des contingents de production, les gisements pétroliers des pays non membres de l'OPEP à l'extérieur de l'Amérique du Nord connaissent une croissance anémique, s'ils ne sont pas purement et simplement en train de s'effondrer, et le secteur des hydrocarbures de schiste aux États-Unis continue de représenter la seule source importante de gains de l'offre mondiale. Bien que nous nous attendions à un léger excédent saisonnier au premier trimestre de 2018, ce qui pourrait enrayer la hausse actuelle du brut, l'équilibre des marchés devrait rester déficitaire pendant la plus grande partie de l'horizon prévisionnel (graphique 2). **Le durcissement de la conjoncture des marchés nous a amenés à relever nos prévisions des cours du pétrole : le WTI devrait désormais s'établir à une moyenne de 57 \$/baril en 2018 et de 60 \$/baril en 2019** (contre 52 \$/baril et 56 \$/baril pour le dernier trimestre de 2017). En plus de toutes les variables types, l'année 2018 paraît également mûre pour l'énigme géopolitique : qu'il s'agisse des manifestations iraniennes les plus importantes depuis 2009 ou du chaos dans lequel a rapidement été plongé l'État vénézuélien, il est probable que

RENSEIGNEMENTS

Rory Johnston

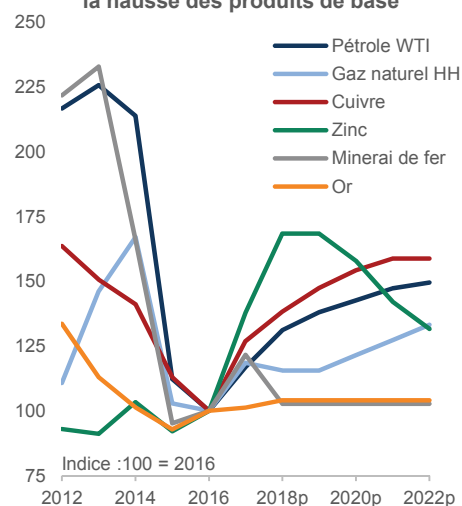
416.862.3908

Études économiques de la Banque Scotia

rory.johnston@scotiabank.com

Graphique 1

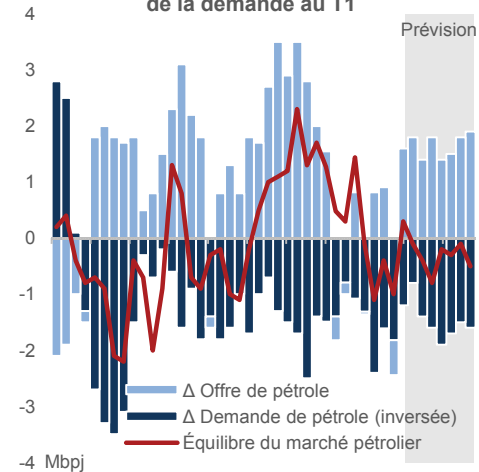
L'énergie et les métaux de base portent la hausse des produits de base



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 2

Les déficits de l'offre pétrolière appelés à perdurer après la léthargie de la demande au T1



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, SBMM de la Banque Scotia, AIE, EIA, JODI, OPEP.

les cours du brut continueront de profiter de primes de risque valant quelques dollars dans l'année à venir.

Le feuilleton des marchés évolue essentiellement en faveur de l'offre dans le grand livre; or, le facteur le plus constant dans la reprise récente des cours du brut est constamment la vigueur de la croissance de la demande. La consommation des liquides a augmenté d'environ 1,6 Mbpj en 2017, et nous nous attendons à ce que ce rythme perdure en 2018-2019 grâce à l'accélération de la macroconjoncture mondiale. Les risques pour nos prévisions de la demande paraissent également orientés à la hausse, en raison de la croissance récente réalisée presque entièrement sans l'aide de l'Inde, qui a le plus contribué à la croissance en 2016 (graphique 3); un rebond de la croissance de la consommation indienne représenterait probablement encore 0,1-0,2 Mbpj en gains de la demande par an, ce qui permettrait de compenser une partie du risque à la hausse dans notre profil de croissance de l'offre américaine.

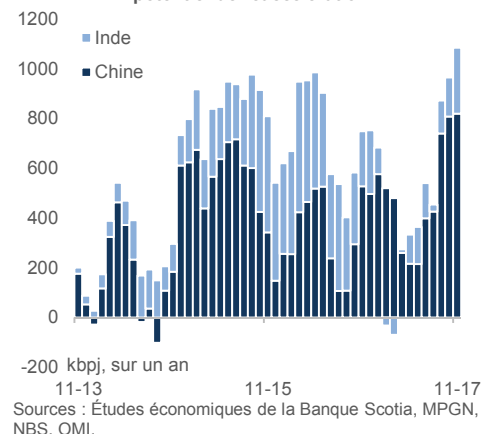
Sur fond de croissance vigoureuse et constante de la demande, les gains de l'offre se sont faits discrets et volatils, en montant d'à peine 0,5 Mbpj sur un an en 2017 par rapport à une augmentation de 1,6 Mbpj de la consommation. Bien que les gains de la production mondiale de liquides se soient accélérés à 0,7-0,8 Mbpj à la fin de l'année, cette croissance a été presque entièrement fonction d'un rebond du secteur des hydrocarbures de schiste aux États-Unis et d'une expansion stable des sables bitumineux canadiens, qui ont compensé la baisse généralisée de la production des pays non membres de l'OPEP+ hors de l'Amérique du Nord (graphique 4). Nous nous attendons essentiellement au même scénario en 2018 : l'OPEP+ devrait rester fidèle à sa politique de contingentement de l'offre, les chantiers canadiens devraient lentement augmenter leur cadence de production, et la quasi-totalité du fardeau de la croissance de l'offre mondiale devrait être portée par le secteur volatil et toujours incertain des hydrocarbures de schiste américains.

Nous nous attendons à ce que l'offre de pétrole liquide américain augmente de l'ordre de 1 Mbpj en 2018; or, les prévisions s'inscrivent dans une vaste fourchette comprise entre 0,8 et 1,2 Mbpj en raison de l'incertitude soutenue qui pèse sur la durabilité du modèle de production d'hydrocarbures de schiste aux niveaux des cours actuels. En revanche, les cours actuels du WTI à plus de 60 \$/baril, s'ils sont maintenus, relanceraient décisivement la production américaine après que la plupart des entreprises aient consacré l'année 2017 à annoncer des stratégies générales adaptées à un niveau de 50 \$/baril. Par contre, l'écart entre le WTI et le Brent reste important (graphique 5) en raison de l'encombrement des oléoducs entre Cushing et la côte américaine du golfe du Mexique (CAGM) — ce qui prive les producteurs américains de cours mondiaux encore plus élevés — et nous entrevoyons les premiers signes d'un amincissement des gains de productivité alors que les producteurs délaissent les points les moins sulfureux sur lesquels se sont concentrées de nombreuses entreprises au plus creux de l'effondrement des cours. Bien que nous nous attendions à ce que le problème actuel d'engorgement de l'oléoduc entre Cushing et la CAGM soit réglé au premier semestre de 2018, la croissance soutenue de 1 Mbpj ou plus créera inévitablement, à nouveau, une surchauffe des infrastructures et les écarts entre le WTI et le Brent devraient rester structurellement supérieurs, à 4 \$-5 \$/baril à terme.

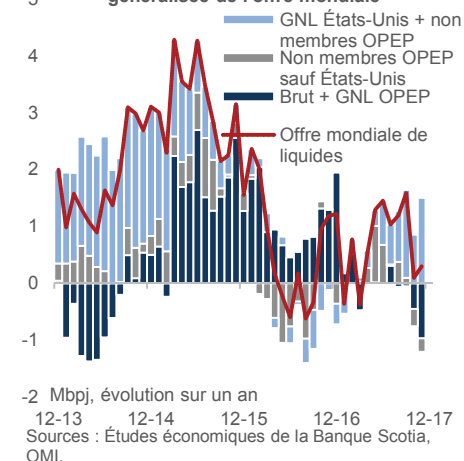
L'encombrement des infrastructures, thème tenace dans le secteur pétrolier canadien, explique la récente explosion de l'écart entre le WTI et le WCS (principal indice repère du Canada pour l'exportation du pétrole lourd) à 27 \$/baril, contre les 11 \$-12 \$/baril atteints en moyenne, approximativement, avant novembre (graphique 5). Bien que l'on s'attende, dans les deux prochaines années, à une hausse du rabais du WCS, le déversement qui s'est produit en novembre, puis la mise hors service de l'oléoduc Keystone pendant deux semaines ont accéléré cette dynamique. Le différentiel entre le WCS et le WTI devait, selon les prévisions, se creuser en 2018-2019 alors que la croissance de la production — étayée par la mise en service des chantiers de sables pétrolifères de Fort Hills et d'Horizon — a supplanté la capacité de l'oléoduc et a amené les producteurs à faire appel au transport ferroviaire plus cher pour acheminer les barils jusqu'aux marchés cibles. Même si le transport ferroviaire n'a pas pu absorber toute l'offre supplémentaire, le stockage dans les provinces devait servir de dernière vanne de détente, qui permettait de mettre ces barils en réserve jusqu'à ce que de nouveaux oléoducs soient mis en service. Aujourd'hui toutefois, l'essentiel de ce coussin de l'offre a été prématurément comblé par les barils qui auraient normalement dû prendre le chemin du sud dans l'oléoduc Keystone pendant la panne qui a duré deux semaines. Nous croyons que les rabais baisseront, par rapport aux niveaux actuellement gonflés de 25 \$/baril, pour se rapprocher des 18 \$/baril lorsqu'on signera des accords de transport du brut par train en raison d'une conjoncture

Graphique 3

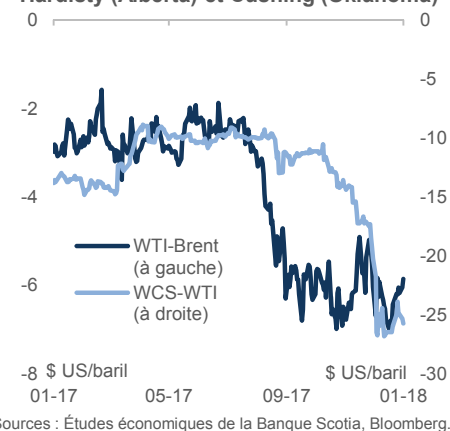
Ralentissement de la croissance de la demande de pétrole en Inde et basculement de la hausse du risque de la demande mondiale grâce au potentiel de réaccélération


Graphique 4

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


Graphique 5

L'encombrement des oléoducs déprime les indices repères du brut en difficulté à Hardisty (Alberta) et Cushing (Oklahoma)



économique favorable, mais qu'ils se maintiendront probablement à ce niveau supérieur jusqu'à ce que la Ligne 3 soit mise en service au deuxième semestre de 2019.

L'OPEP+ a commencé l'année sur une bonne note, puisque les données sur la production de novembre sont venues confirmer les meilleurs niveaux de fidélité au contingentement depuis que le pacte de production a pris effet en janvier 2017 (graphique 6). Le fardeau de la conformité au pacte a également été beaucoup mieux réparti entre les grands groupes dans le cadre de cet accord, ce qui a réduit la probabilité que le pacte vole en éclats sur des accusations de tricherie. Il ne faut pas se méprendre : notre prévision de base et la vigueur soutenue du marché pétrolier mondial restent essentiellement tributaires de la rigueur dont continueront de faire preuve les pays membres de l'OPEP+ dans leurs efforts de production au cours des 12 prochains mois; or, les niveaux de conformité antérieurs et les déclarations catégoriques du groupe de producteurs sont venus rassurer le marché. L'OPEP+ continuera de surveiller les stocks commerciaux de l'OCDE (par rapport à leur niveau moyen sur cinq ans) en s'en inspirant comme principal indicateur pour mesurer la situation du rééquilibrage entre l'offre et la demande, et nous nous attendons à un retour graduel des barils stockés d'ici le début de 2019. Il est probable que nous assistions, dans la foulée de la réunion prévue en juin, à une première communication sur la sortie du pacte, dont le moment dépendra probablement le plus du rendement des producteurs d'hydrocarbures de schiste américains dans les prochains mois. Il faut aussi tenir compte du problème de la Libye et du Nigeria, exemptés du pacte de l'OPEP+ en raison de difficultés permanentes de production liées à des conflits armés sur leur territoire. Ces pays ont pesé sur les perspectives de l'an dernier, puisque les gains de production effriteraient une partie de l'effet des engagements adoptés dans l'ensemble par l'OPEP+. Aujourd'hui, la Libye et le Nigeria viennent relancer l'optimisme à l'égard des cours au début de 2018 : après avoir relevé leur production collective de près de 1,5 Mbj depuis l'été 2016, ces deux pays producteurs se rapprochent de leur capacité de production et ont donné, à leurs alliés de l'OPEP, l'assurance qu'ils ne dépasseront pas le niveau maximum de production de l'an dernier. Effectivement, en raison de la volatilité récente de la production et du potentiel limité de hausse, la Libye et le Nigeria ont de meilleures chances de continuer de durcir les marchés pétroliers en raison de la possibilité de nouveaux attentats contre leurs infrastructures et de la baisse de la production qui s'ensuivra.

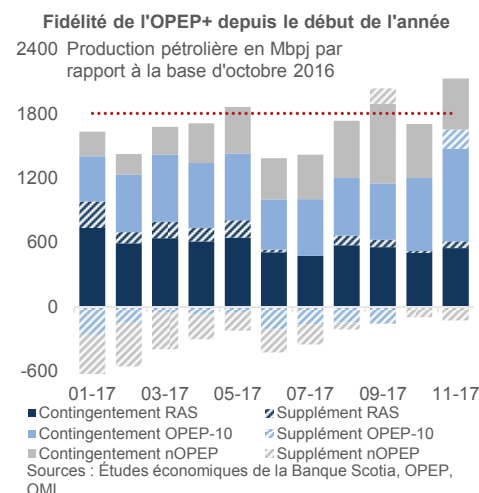
Les stocks mondiaux confirment le rapprochement continu dans les estimations de l'offre et de la demande. Les stocks commerciaux de pétrole de l'OCDE baissent graduellement pour revenir à leur niveau moyen sur cinq ans, et en 2017, les complexes de réservoirs américains ont inscrit leur plus important repli annuel dans le total des stocks de pétrole depuis le début du millénaire. Le marché des contrats à terme télégraphie lui aussi un rapprochement sur le marché au comptant dans la foulée des retraits des stocks visibles. Les opérations mixtes horizontales ont été plongées dans un profond contango — structure du marché dans laquelle les prix pour un embarquement rapide sont moins chers que les contrats de livraison à terme, ce qui laisse entrevoir un excédent de l'offre et encourage le stockage — depuis que les cours ont commencé à s'effondrer à la fin de 2014; or, les écarts ont inversé leur orientation et se sont placés décisivement en déport dans le dernier trimestre de 2017. Les livraisons de WTI prêtes à embarquer réclament actuellement un supplément de 3 \$/baril (5 %) par rapport aux livraisons de l'an prochain puisque les consommateurs se ruent pour garantir leurs livraisons (graphique 7).

MÉTAUX ET MINÉRAUX : ÉQUILIBRE PLUS TENDU ET MEILLEUR SOUTIEN MACROÉCONOMIQUE

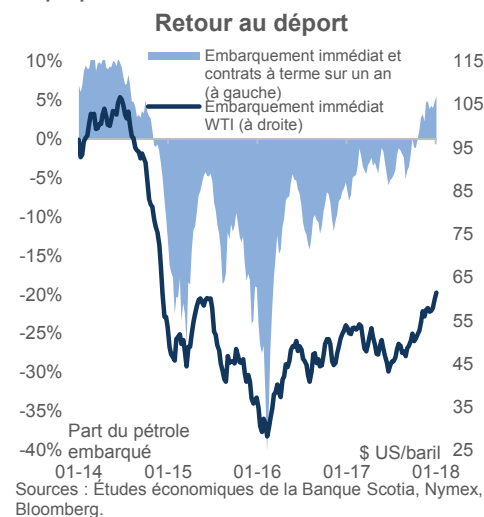
L'humeur du marché des métaux est intimement liée à l'état de santé perçu du secteur industriel et les prix ont remonté de concert avec les attentes vis-à-vis de la croissance mondiale. En particulier, les métaux de base ont inscrit depuis l'été dernier des gains considérables, de l'ordre de 20 % à 40 %, selon le métal. Dans le même temps, les produits de base en vrac comme le minerai de fer, qui étaye la sidérurgie, ont inscrit une performance plus discrète, en baissant depuis l'été 2017.

Une partie de la dislocation entre les métaux industriels s'explique par le fait que bien que la croissance mondiale paraisse synchronisée dans l'ensemble des pays, on ne peut en dire autant de la croissance parmi les industries. En particulier, bien que l'activité manufacturière revienne en force dans les grandes puissances économiques et les pays en développement, les perspectives de l'investissement dans l'immobilier et les infrastructures en Chine se ralentissent alors que les dirigeants chinois retirent progressivement leurs mesures de relance monétaires (graphique 8). La croissance de

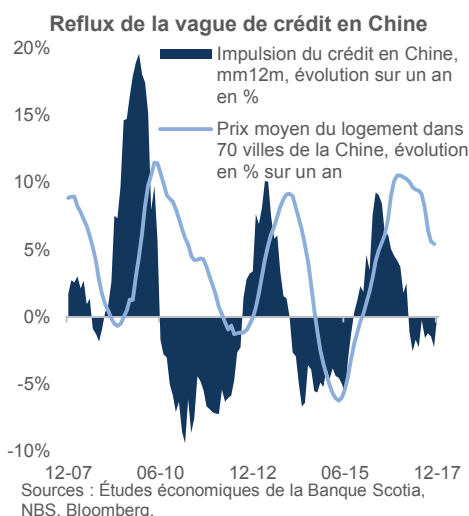
Graphique 6



Graphique 7



Graphique 8



l'industrie manufacturière, en particulier dans les marchés évolués, est une bonne nouvelle pour la demande de métaux de base, alors que la production d'électroménagers et de produits électroniques grand public augmente; toutefois, le ralentissement de la construction en Chine pèsera sur les produits de base liés à l'acier et pourrait tempérer les gains dans des produits de base comme le cuivre, très présent dans le câblage des bâtiments et dans l'infrastructure de transport et de distribution de l'électricité. Le complexe des métaux de base n'est pas seulement largement étayé par l'industrie manufacturière : la fébrilité dans la production des véhicules électriques vient encore dynamiser les perspectives pour les métaux liés aux batteries comme le nickel et le cobalt, ainsi que le cuivre, omniprésent dans tout ce qui est électrifié.

Dans le complexe des métaux, le zinc affiche toujours les fondamentaux les plus solides et les prix restent proches de leur sommet depuis plus d'une dizaine d'années. L'avènement d'un déport aigu au quatrième trimestre reste le signal le plus palpable du durcissement du marché physique du zinc depuis longtemps; le repli temporaire en contango à la fin de décembre s'est révélé de courte durée et a probablement été plus attribuable à un positionnement inégal sur la courbe à terme qu'à un relâchement réel des conditions du marché au comptant (graphique 9). Glencore a commencé à remettre en service une partie de la capacité des mines de zinc mises hors service par cette société en 2015 sur fond de léthargie des prix, même si les opérations devraient reprendre sur un calendrier échelonné et que les mises en service se feront graduellement, comme l'avait évoqué auparavant la direction dans ses déclarations. **Nous avons relevé nos prévisions pour le zinc à 1,60 \$/livre en 2018-2019**, même si les cours devraient être nettement supérieurs à cette moyenne annuelle lorsque le rapprochement entre l'offre et la demande sera à son plus haut vers la fin de l'année.

Bien qu'il soit toujours plus avancé que le zinc dans son cycle de rééquilibrage, le cuivre est le métal dont les perspectives fondamentales se sont le plus améliorées depuis nos dernières prévisions trimestrielles. **Nous nous attendons désormais à ce que le métal rouge s'établisse à une moyenne de 3,05 \$/livre en 2018 avant de monter à 3,25 \$/livre en 2019, alors que s'établira un équilibre entre les stocks physiques et la demande et que les négociations collectives à court terme dans l'industrie feront basculer les risques à la hausse.** Les conventions collectives, qui étayent plus du cinquième de la capacité mondiale d'extraction du cuivre au Chili et au Pérou, devraient arriver à expiration et devront être renégociées. Il s'agit, proportionnellement, de la plus importante renégociation collective dans le domaine de l'offre depuis près d'une dizaine d'années, et elle s'étend à de nombreux projets majeurs, dont Escondida (le plus vaste chantier de cuivre du monde, qui représente 6 % de l'offre minière mondiale), Antamina et Cerro Verde (~2 % chacun). Bien que l'essentiel de ces renégociations n'entraîne aucune perte de production, elles augmentent les chances que l'interruption de l'offre soit supérieure à la moyenne en 2018.

Nos prévisions pour l'or restent inchangées à 1 300 \$/once en 2018-2019; elles sont coincées entre les vents contraires de la hausse des taux d'intérêt dans le monde et les vents favorables de la dévalorisation séculaire du dollar américain.

Graphique 9

Tableau 1

Produits de base	2000-2016			moyenne annuelle			
	Minimum	Moyenne	Maximum	2016	2017	2018p	2019p
Pétrole WTI (\$ US/baril)	17	63	145	43	51	57	60
Pétrole Brent (\$ US/baril)	18	66	146	45	55	62	65
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	1,64	4,94	15,38	2,55	3,02	2,95	2,95
Cuivre (\$ US/lb)	0,60	2,35	4,60	2,21	2,80	3,05	3,25
Zinc (\$ US/lb)	0,33	0,81	2,10	0,95	1,31	1,60	1,60
Nickel (\$ US/lb)	2,00	7,26	24,58	4,36	4,72	6,00	6,50
Aluminium (\$US/livre)	0,56	0,86	1,49	0,73	0,89	0,95	1,00
Minerai de fer (\$US/tonne)	17	67	187	58	72	60	60
Charbon métallurgique (\$US/tonne)	39	127	330	114	187	170	150
Or, à Londres en après-midi (\$ US/once)	256	869	1 895	1 251	1 257	1 300	1 300

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Marché des changes

LE DOLLAR AMÉRICAIN APPELÉ À S'ÉCHANGER PLUS DÉFENSIVEMENT EN 2018

Nous sommes davantage convaincus que la tendance haussière à plus long terme du dollar américain (USD) est appelée à se modérer ou à s'inverser après avoir inscrit un piètre rendement, dans l'ensemble, en 2017. Bien que les pertes du dollar américain se soient ralenties à la fin de l'année écoulée, le billet vert a clôturé l'année sur un recul de 10 % par rapport à son indice DXY (pondéré du marché), soit son pire rendement depuis 2003. Le peu d'action sur les cours du dollar américain en 2017 fait écho à l'évolution des marchés, sur lesquels le dollar américain a atteint des pics séculaires majeurs, en plus de justifier notre conviction que les risques à moyen et à plus long terme sont orientés à la baisse pour le dollar américain dans son ensemble.

L'économie mondiale continue de connaître une reprise généralisée et les banques centrales se remettent à durcir leurs politiques; à notre avis, cette situation attaquera le dollar américain sur deux fronts. Tout d'abord, l'accélération de la croissance dans les autres pays devrait provoquer un exode de l'investissement hors de l'économie américaine, à plus forte raison si la croissance de cette économie dans les premiers mois de l'année déçoit à nouveau. Puis, le durcissement des politiques des banques centrales des autres pays aura tendance à étayer leurs propres monnaies grâce au relèvement des taux d'intérêt — ou aux taux auxquels s'attendent les marchés. À notre avis, les autres tensions qui pèseront sur le dollar américain s'expliqueront par le risque politique moindre aux yeux de l'opinion publique dans la zone euro alors que les risques politiques pourraient se multiplier aux États-Unis. Nous croyons également que la loi qui vient d'être adoptée pour abaisser les impôts aux États-Unis ne permettra guère de relever la croissance en 2018-2019; toutefois, les investisseurs pourraient commencer à se pencher à nouveau sur les déséquilibres structurels de l'économie américaine — le « talon d'Achille » du dollar américain. Les déficits budgétaires et extérieurs combinés se creusent et pèsent sur la performance du dollar américain, ce qui est généralement une mauvaise nouvelle pour cette devise.

Le dollar canadien (CAD) s'est fortement repris à la fin de 2017, grâce à un rebond des données sur l'inflation intérieure (et parce que les cours du marché tiennent compte de la forte probabilité d'un relèvement des taux de la Banque du Canada en janvier). La vigueur du dollar canadien nous plonge dans une situation embarrassante, puisque nous avons déjà atteint notre point prévisionnel pour la fin de 2018. Nous nous attendons à ce que le dollar canadien se replie légèrement dans les prochaines semaines en raison des prises de bénéfices si la Banque du Canada (BdC) confirme le relèvement des taux auxquels nous nous attendons. (Le dollar canadien se repliera encore un peu plus et beaucoup plus rapidement si les investisseurs qui spéculent sur un durcissement de la politique monétaire sont déçus.)

Nous croyons toutefois que les pertes soutenues du dollar canadien devraient être limitées dans leur envergure. La force de la reprise de la croissance mondiale vient rehausser les cours des produits de base, dont la vigueur a permis de dynamiser la hausse du dollar canadien dans le dernier mois ou les dernières semaines. La hausse des cours des produits de base et l'amélioration consécutive de la balance commerciale du Canada ne sont sans doute pas intégralement prises en compte dans le cours du dollar canadien à notre avis. Le relèvement des cours des produits de base pourrait apporter au dollar canadien une certaine protection contre les risques palpables de la conjoncture (ALÉNA et logement, entre autres), ce qui continue de représenter une évidence, même s'il est difficile de la quantifier pour l'instant. Autrement dit, il se pourrait que le dollar canadien ne puisse pas remonter énormément pour l'instant; nous ne croyons toutefois pas qu'il régressera de beaucoup pour l'instant et nous nous attendons à ce qu'il reste solidement étayé même s'il est appelé à baisser dans l'ensemble cette année.

L'euro (EUR) se négocie à un niveau proche de son maximum depuis trois ans puisque l'économie de la zone euro continue de prendre de la vitesse. Les dernières statistiques de l'enquête du PMI laissent entendre que la reprise économique a atteint son zénith depuis 2011. L'inflation reste léthargique, et les statistiques les plus récentes mettent en lumière le fait que la croissance des prix reste nettement inférieure à la cible de 2 % de la Banque centrale européenne (BCE). Or, la vigueur de la croissance économique laisse entendre que

RENSEIGNEMENTS

Shaun Osborne, stratège cambiste en chef
 416.945.4538
 Stratégie des marchés des changes
shaun.osborne@scotiabank.com

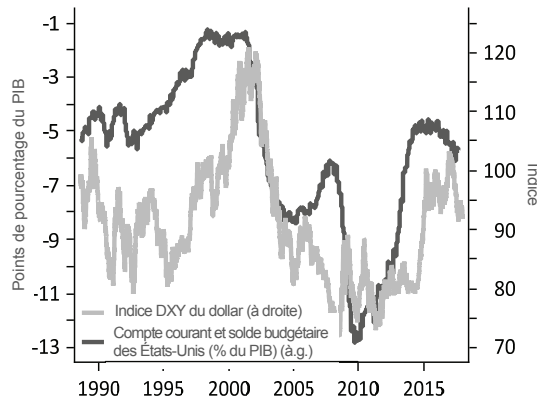
Eduardo Suárez, VP, Études économiques, Amérique latine
 52.55.9179.5174 (Mexique)
 Études économiques de la Banque Scotia
eduardo.suarez@scotiabank.com

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

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

Graphique 1

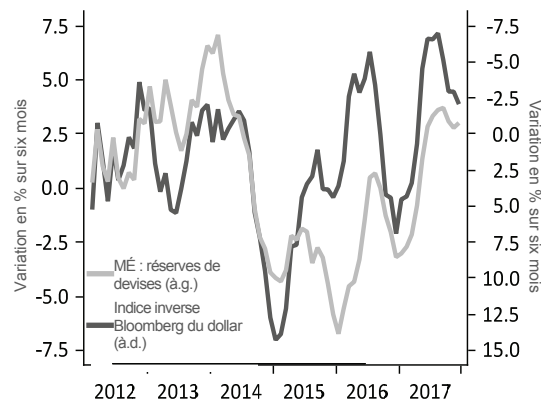
Le double déficit américain refait-il surface?



Sources: Macrobond, Scotiabank FICC Strategy.

Graphique 2

MÉ : hausse des réserves de devises avec la baisse du dollar



Sources: Macrobond, Scotiabank FICC Strategy.

la BCE comprimera progressivement, d'ici la fin de l'année, son programme de rachat d'actifs, malgré la probabilité, toujours d'actualité, qu'elle relève ses taux directeurs en 2019. L'année écoulée a été marquée par un risque politique exacerbé, en raison d'un certain nombre d'élections nationales majeures dans la zone euro. Tous ces scrutins ont eu lieu et ont laissé essentiellement intacts le cœur politique — et le consensus pro-européen. L'imminente élection italienne, qui doit avoir lieu le 4 mars 2018, était considérée comme une éventuelle contrainte pour l'euro; or, puisque les grands partis politiques soutiennent tous l'euro, le risque d'un choc majeur s'est sans doute amenuisé. L'euro devrait profiter du redéploiement du capital vers l'Europe et de la reconstitution des positions des investisseurs partout dans le monde sur la monnaie unique, puisque les risques politiques se dissipent.

La livre sterling (GBP) reste généralement terne; dans l'année écoulée, elle a toutefois constamment augmenté par rapport aux autres grandes monnaies, sauf l'euro, puisque les retombées du Brexit ont été moins désastreuses qu'on l'avait imaginé dans la foulée immédiate du scrutin de 2016. Toujours est-il que l'économie n'est guère vigoureuse : la demande des ménages et le logement sont deux secteurs essentiels de l'économie qui paraissent plutôt fragiles, sur fond de léthargie des gains de salaires réels. L'inflation au Royaume-Uni augmente, notamment en raison de l'atonie du taux de change, qui oblige la Banque d'Angleterre (BoE) à durcir légèrement sa politique monétaire. Nous croyons en outre que les taux directeurs, qui seront probablement légèrement relevés en 2018, mettront l'inflation en échec; or, les risques du Brexit risquent de tenir la livre sterling en laisse et l'incertitude pourrait toujours faire baisser le taux de change par rapport aux niveaux actuels vis-à-vis du dollar américain. Nous continuons toutefois d'affirmer qu'un recul prononcé de la livre sterling ferait en quelque sorte peser sur cette monnaie une tension en fonction de sa valorisation à plus long terme.

Nous sommes pessimistes dans nos prévisions sur le yen (JPY) et nous nous attendons à ce que cette monnaie inscrive une contreperformance relative parmi les grandes monnaies cette année. Le yen restera vulnérable au raffermissement des rendements nominaux ailleurs puisque nous ne nous attendons pas à ce que la Banque du Japon (BoJ) modifie sa politique monétaire ambitieusement conciliante d'ici la fin de 2018, puisque le rythme de l'inflation intérieure, à 0,6 %, est toujours aussi éloigné de l'objectif de la banque centrale. Le relèvement de la croissance mondiale, la hausse des marchés boursiers mondiaux et l'orientation généralisée des stratégies d'investissement favorables aux risques laissent entendre que la demande exprimée pour le yen comme « valeur refuge » restera également discrète pour l'heure.

Le renforcement tendanciel de la croissance mondiale étaye largement les devises des marchés émergents asiatiques; or, les banques centrales régionales seront conscientes de leur obligation de rester régionalement concurrentielles entre elles avec la reprise des exportations. Les excédents énormes des comptes courants soutiennent le won coréen, le baht thaïlandais et le dollar taïwanais alors que la croissance des exportations porte le ringgit malaisien, qui reste à notre avis sous-valorisé en chiffres nominaux et en données effectives réelles. Nous nous attendons à ce que le yuan chinois augmente légèrement cette année puisque les investisseurs étrangers s'intéressent de plus en plus aux actifs libellés en yuans, alors que des rendements élevés préservent l'attrait de la roupie indonésienne. Il semble que les marchés n'aient pas tenu compte de la léthargie de la situation budgétaire de l'Inde, puisque l'accélération de la croissance porte la roupie. Étant donné que le dollar américain devrait rester sur la défensive, les banques centrales de la région asiatique pourraient devenir un peu plus actives dans la gestion de la valorisation des monnaies nationales en 2018. L'accumulation des réserves de devises pourrait porter encore mieux l'euro en 2018, puisque les achats de devises se diversifient pour s'étendre à d'autres monnaies. Nous nous attendons à ce que le yuan chinois s'échange dans une fourchette étroite aux alentours des niveaux actuels au début de l'année et se valorise légèrement d'ici la fin de 2018 pour s'établir à environ 6,45 par rapport au dollar américain.

Le peso mexicain (MXN) a mal terminé l'année 2017, en retombant à un niveau proche de 20 en raison de l'incertitude qui perdure sur les relations commerciales avec les États-Unis et de l'impact de la réforme fiscale américaine sur la croissance intérieure. La remontée de l'inflation devrait s'amenuiser légèrement au début de 2018; or, les marchés continuent de tenir compte du risque d'un durcissement de la politique monétaire. Toutefois, au Mexique comme dans d'autres économies régionales, la conjoncture politique est devrait peser considérablement sur l'évolution des taux de change dans la nouvelle année. Les sondages laissent entendre que les principaux candidats à la présidentielle du Mexique en juillet sont tous les trois sur un pied d'égalité à l'heure actuelle. Nous nous attendons toutefois à ce que le peso mexicain reste essentiellement stable d'ici la fin de 2018. Nous entrevoyons une légère valorisation du sol péruvien (PEN) même si la conjoncture politique intérieure fait peser certains risques de baisse sur la croissance, qui est en quelque sorte tributaire de l'investissement public; nous pensons que la paire USD/PEN clôturera l'année à 3,18. Nous nous attendons à ce que le peso chilien (CLP) reste ferme cette année, sur fond de raffermissement de la croissance intérieure et de fermeté des cours du cuivre. Les marchés pourraient également être influencés par la forme que prendra le nouveau gouvernement du président Piñera. La réforme des régimes de retraite et la présidentielle d'octobre pourraient toutefois maintenir en territoire plus défensif, cette année, les opérations sur le réal brésilien.

ANNEXE 1

International	2000-16	2016	2017e	2018p	2019p	2000-16	2016	2017e	2018p	2019p
	PIB réel (variation annuelle, en %)					Prix à la consommation (variation sur 12 mois, fin de l'année, en %)				
Monde (en parité de pouvoir d'achat)	3,9	3,2	3,7	3,8	3,6					
Canada	2,1	1,4	2,9	2,3	1,7	1,9	1,4	1,8	1,9	2,2
États-Unis	1,9	1,5	2,3	2,5	1,8	2,2	1,8	2,0	2,2	2,4
Mexique	2,2	2,9	2,1	2,4	2,8	4,4	3,4	6,8	4,3	3,8
Royaume-Uni	1,8	1,9	1,8	1,5	1,9	2,0	1,6	3,0	1,9	1,9
Zone euro	1,3	1,8	2,4	2,7	2,5	1,7	1,1	1,5	1,5	1,5
Allemagne	1,3	1,9	2,6	3,0	3,0	1,5	1,7	1,6	1,6	1,9
France	1,3	1,2	1,9	2,5	2,0	1,6	0,8	1,2	1,5	1,5
Chine	9,4	6,7	6,8	6,5	6,2	2,3	2,1	1,8	2,5	2,6
Inde	7,1	7,9	6,3	7,4	7,5	6,9	3,4	4,9	4,6	5,7
Japon	0,9	0,9	1,8	1,4	0,9	0,1	0,3	0,8	1,1	2,3
Corée du sud	4,2	2,8	3,2	2,9	3,0	2,6	1,3	1,5	2,3	2,5
Australie	3,0	2,6	2,4	2,7	2,5	2,8	1,5	1,9	2,2	2,6
Thaïlande	4,0	3,2	3,8	3,5	3,4	2,0	1,1	0,8	1,7	2,1
Brésil	2,6	-3,5	0,6	2,5	2,7	6,7	6,3	4,0	4,1	2,6
Colombie	4,1	2,0	1,7	2,5	3,5	5,1	5,7	4,2	3,3	3,1
Pérou	5,1	3,9	2,5	3,7	4,2	2,8	3,2	1,4	2,0	2,5
Chili	4,1	1,6	1,4	2,8	3,2	3,3	2,7	2,3	2,7	3,0
Produits de base	(moyenne annuelle)									
Pétrole WTI (\$ US/baril)	63	43	51	57	60					
Pétrole Brent (\$ US/baril)	66	45	55	62	65					
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	4,94	2,55	3,02	2,95	2,95					
Cuivre (\$ US/lb)	2,35	2,21	2,80	3,05	3,25					
Zinc (\$ US/lb)	0,81	0,95	1,31	1,60	1,60					
Nickel (\$ US/lb)	7,26	4,36	4,72	6,00	6,50					
Aluminium (\$US/livre)	0,86	0,73	0,89	0,95	1,00					
Minerai de fer (\$US/tonne)	67	58	72	60	60					
Charbon métallurgique (\$US/tonne)	127	114	187	170	150					
Or, à Londres en après-midi (\$ US/once)	869	1 251	1 257	1 300	1 300					

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

ANNEXE 2

Amérique du Nord	2000-16	2016	2017e	2018p	2019p	2000-16	2016	2017e	2018p	2019p
	Canada (var. annuelle en %, sauf indication contraire)					États-Unis (var. annuelle en %, sauf indication contraire)				
PIB réel	2,1	1,4	2,9	2,3	1,7	1,9	1,5	2,3	2,5	1,8
Dépenses de consommation	2,9	2,3	3,6	2,8	1,9	2,4	2,7	2,7	2,6	2,1
Investissement dans le secteur résidentiel	3,7	3,4	2,6	-0,8	-0,9	-0,4	5,5	1,3	1,8	1,7
Investissements des entreprises	2,2	-8,8	1,5	3,6	2,6	2,3	-0,6	4,6	4,4	2,5
Gouvernement	2,2	2,7	2,1	1,8	1,0	1,0	0,8	0,0	0,5	0,4
Exportations	1,3	1,0	1,0	2,3	3,2	3,6	-0,3	3,1	2,6	2,7
Importations	2,9	-1,0	3,3	2,4	2,7	3,4	1,3	3,3	2,8	3,2
PIB nominal	4,2	2,0	5,1	4,3	4,0	3,9	2,8	4,1	4,4	3,8
Indice implicite du PIB	2,1	0,6	2,1	2,0	2,3	2,0	1,3	1,8	1,9	2,0
Indice des prix à la consommation	1,9	1,4	1,6	1,9	2,1	2,2	1,3	2,1	2,2	2,3
IPC hors aliments et énergie	1,6	1,9	1,6	1,8	2,0	2,0	2,2	1,8	2,1	2,2
Bénéfices des sociétés avant impôts	3,6	-1,9	20,0	5,0	1,0	5,5	-2,1	5,0	4,4	0,5
Emploi	1,3	0,7	1,9	1,5	0,8	0,7	1,8	1,5	1,3	1,0
Taux de chômage (en %)	7,1	7,0	6,3	5,9	5,9	6,2	4,9	4,4	4,0	4,0
Solde des paiements courants (en G\$ CA, US)	-17,1	-65,4	-66,8	-66,4	-60,1	-507	-452	-443	-450	-498
Balance commerciale (en G\$ CA, US)	25,1	-25,9	-24,7	-27,4	-24,2	-673	-753	-797	-843	-910
Solde budgétaire fédéral* (EF, en G\$ CA, US)	-2,8	-1,0	-17,8	-16,8	-14,8	-532	-586	-666	-825	-935
pourcentage du PIB	-0,2	0,0	-0,9	-0,8	-0,7	-3,7	-3,1	-3,4	-4,1	-4,5
Mises en chantier (en milliers)	199	198	220	206	196	1,27	1,18	1,21	1,25	1,30
Ventes de véhicules motorisés (en milliers)	1 657	1 949	2 038	2 000	1 950	15,5	17,5	17,1	17,4	17,3
Production industrielle	0,6	0,1	5,2	2,0	1,1	0,7	-1,2	1,8	2,3	1,1
Mexique (variation annuelle, en %)										
PIB réel	2,2	2,9	2,1	2,4	2,8					
Indice des prix à la consommation (fin d'année)	4,4	3,4	6,8	4,3	3,8					
Solde des paiements courants (en G\$ US)	-15,0	-27,9	-25,8	-31,1	-35,7					
Balance commerciale (en G\$ US)	-7,2	-13,1	-9,6	-10,5	-15,3					

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Statistique Canada, SCHL, BEA, BLS, Bloomberg. * Canada, exception faite du rajustement du risque : 1,5 G\$ et 3 G\$ pour EF18-ÉF19.

Prévisions trimestrielles	2017		2018				2019			
	T3	T4e	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Canada										
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	1,7	2,0	2,6	2,2	1,9	1,9	1,6	1,6	1,5	1,5
PIB réel (variation annuelle en %)	3,0	2,9	2,7	2,2	2,2	2,2	1,9	1,8	1,7	1,6
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	1,4	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	2,1	2,1	2,2	2,2
Moyenne des nouveaux indices de référence (évolution sur un an, en %)	1,5	1,7	1,7	1,8	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0
États-Unis										
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	3,2	2,8	2,4	2,2	2,1	1,9	1,6	1,6	1,6	1,6
PIB réel (variation annuelle en %)	2,3	2,5	2,8	2,6	2,4	2,2	2,0	1,8	1,7	1,6
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	2,0	2,0	2,0	2,3	2,3	2,2	2,2	2,3	2,4	2,4
IPC hors aliments et énergie (évolution sur un an, en %)	1,7	1,8	1,8	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3

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

ANNEXE 3

Taux des banques centrales	2017		2018				2019			
	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	
Amérique	(en %, à la fin de la période)									
Banque du Canada	1,00	1,25	1,50	1,50	1,75	2,00	2,25	2,25	2,50	
Réserve fédérale américaine (limite supérieure)	1,50	1,75	1,75	2,00	2,25	2,25	2,50	2,50	2,75	
Banque du Mexique	7,25	7,50	7,50	7,50	7,75	7,75	7,50	7,25	7,00	
Banque centrale du Brésil	7,00	6,75	6,50	6,50	6,75	7,00	7,50	8,00	8,50	
Banque de la République de Colombie	4,75	4,75	4,50	4,50	4,50	4,75	5,00	5,00	5,00	
Banque centrale de réserve du Pérou	3,25	2,75	2,75	2,75	2,75	3,00	3,00	3,25	3,25	
Banque centrale du Chili	2,50	2,50	2,75	3,00	3,25	3,50	3,50	3,75	3,75	
Europe										
Banque centrale européenne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25	0,25	0,50	
Banque d'Angleterre	0,50	0,50	0,75	0,75	1,00	1,00	1,25	1,50	1,50	
Asie/Océanie										
Banque centrale d'Australie	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75	1,75	2,00	2,00	2,25	
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	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,60	4,60	4,85	4,85	
Banque de réserve de l'Inde	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,25	6,25	6,50	6,50	
Banque de Corée	1,50	1,50	1,75	1,75	2,00	2,00	2,25	2,25	2,25	
Banque de Thaïlande	1,50	1,50	1,50	1,75	1,75	2,00	2,00	2,25	2,25	
Devises et taux d'intérêt										
Amérique	(à la fin de la période)									
Dollar canadien (USD/CAD)	1,26	1,28	1,27	1,26	1,25	1,25	1,22	1,22	1,25	
Dollar canadien (CAD/USD)	0,80	0,78	0,79	0,79	0,80	0,80	0,82	0,82	0,80	
Peso mexicain (USD/MXN)	19,66	19,28	19,13	19,19	19,48	19,58	19,40	19,45	19,73	
Real brésilien (USD/BRL)	3,31	3,45	3,50	3,55	3,60	3,55	3,55	3,50	3,50	
Peso colombien (USD/COP)	2 986	3 100	3 100	3 050	3 000	3 000	3 050	3 100	3 100	
Nouveau sol - Pérou (USD/PEN)	3,24	3,22	3,19	3,20	3,18	3,18	3,14	3,15	3,12	
Peso chilien (USD/CLP)	615	606	608	609	610	608	605	602	599	
Europe										
Euro (EUR/USD)	1,20	1,18	1,18	1,20	1,20	1,24	1,24	1,28	1,28	
Livre sterling (GBP/USD)	1,35	1,35	1,35	1,37	1,37	1,38	1,38	1,40	1,40	
Asie/Océanie										
Yen - Japon (USD/JPY)	113	114	114	115	115	118	118	120	120	
Dollar australien (AUD/USD)	0,78	0,79	0,79	0,80	0,80	0,81	0,81	0,82	0,82	
Yuan - Chine (USD/CNY)	6,51	6,50	6,50	6,45	6,45	6,40	6,40	6,30	6,30	
Roupie - Inde (USD/INR)	63,9	63,0	63,0	62,0	62,0	61,0	61,0	60,0	60,0	
Won - Corée du sud (USD/KRW)	1 067	1 060	1 060	1 040	1 040	1 030	1 030	1 020	1 020	
Baht - Thaïlande (USD/THB)	32,6	32,2	32,2	32,0	32,0	31,5	31,5	31,0	31,0	
Canada (rendements, %)										
Bon du Trésor à 3 mois	1,06	1,30	1,55	1,55	1,80	2,05	2,30	2,30	2,50	
Obligation du Canada à 2 ans	1,69	1,90	2,05	2,20	2,30	2,40	2,50	2,55	2,65	
Obligation du Canada à 5 ans	1,87	2,05	2,15	2,30	2,45	2,55	2,60	2,65	2,75	
Obligation du Canada à 10 ans	2,05	2,20	2,30	2,45	2,60	2,65	2,70	2,75	2,85	
Obligation 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 (rendements, %)										
Bon du Trésor à 3 mois	1,38	1,80	1,80	2,05	2,30	2,30	2,55	2,60	2,80	
Obligation du Trésor à 2 ans	1,88	2,20	2,30	2,50	2,60	2,70	2,75	2,85	2,90	
Obligation du Trésor à 5 ans	2,21	2,50	2,60	2,70	2,75	2,85	2,90	3,00	3,05	
Obligation du Trésor à 10 ans	2,40	2,70	2,80	2,85	2,90	3,00	3,05	3,15	3,20	
Obligation 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.

Stratégie des titres à revenu fixe (Londres)

www.gbm.scotiabank.com

© 2016, La Banque de Nouvelle-Écosse

Le présent document, son contenu ou les exemplaires de ce document et de son contenu ne peuvent pas être modifiés d'une manière ou d'une autre, ni être transmis, reproduits ou diffusés à l'intention de tiers sans que la Banque Scotia^{MC} donne par écrit son accord préalable explicite. Ce document, qui n'a pas été préparé par un membre du personnel du service de la recherche de la Banque Scotia, s'adresse exclusivement aux investisseurs institutionnels aguerris et ne comprend ni des conseils de placement, ni des recommandations personnelles d'investir dans un instrument financier, ni non plus une « investment research » (recherche de placement) au sens défini par la Prudential Regulation Authority ou la Financial Conduct Authority du Royaume-Uni. Ce document est publié uniquement à titre d'information et pour discussion. On ne doit pas prendre de décision de placement exclusivement en s'en remettant au contenu de ce document. Il ne constitue pas et ne se veut pas non plus une offre visant à vendre ni une invitation à offrir d'acheter des instruments financiers et ne vise pas à répondre aux objectifs de placement, aux exigences de la situation financière ou aux besoins particuliers précis du destinataire. Il ne vise pas à donner de conseils juridiques, fiscaux, comptables ou autres, et les destinataires doivent s'adresser à leurs propres conseillers professionnels juridiques, fiscaux, comptables ou autres conseillers compétents pour obtenir des conseils professionnels précis avant d'adopter une ligne de conduite, quelle qu'elle soit. L'information reproduite dans ce document est établie à partir de renseignements du domaine public, et bien qu'elle ait été compilée à partir de sources jugées fiables ou obtenue auprès de ces sources, cette information n'a pas été vérifiée indépendamment, et aucune garantie, déclaration ni certitude, explicite ou implicite, n'est donnée ou faite quant à son exactitude, à son exhaustivité ou à son adéquation. L'information reproduite dans ce document en ce qui a trait au rendement comparatif (rétrospectif ou prospectif) ou simulé (rétrospectif ou prospectif) n'est pas un indicateur fiable des rendements éventuels.

Le présent document ne s'adresse pas et n'est pas destiné non plus à quiconque réside ou est domicilié dans un pays où la diffusion de cette information est contraire aux lois. La Banque Scotia et ses administrateurs, dirigeants, employés ou clients peuvent, à l'heure actuelle ou éventuellement, être porteurs ou détenteurs de participations dans des positions à long ou à court terme sur des titres visés dans le présent document et peuvent à tout moment acheter ou vendre ces titres en qualité de mandants ou de placeurs. De plus, la Banque Scotia peut avoir fourni ou peut fournir, aux sociétés visées dans cette communication, des services de gestion bancaire des placements, d'achat de titres sur les marchés financiers ou d'autres services.

^{MC} Marque de commerce de La Banque de Nouvelle-Écosse. Marque utilisée sous licence, le cas échéant. La Banque de Nouvelle-Écosse est autorisée et réglementée par le Bureau du surintendant des institutions financières du Canada. 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 Scotia Capital Inc., Scotia Capital (USA) Inc., 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. et Scotia Inverlat Derivados, S.A. de C.V. – tous membres du groupe de la Banque Scotia et utilisateurs de la marque Banque Scotia. La Banque de Nouvelle-Écosse est constituée au Canada sous le régime de la responsabilité limitée. Scotia Capital Inc. est membre du FCPE. Scotia Capital (USA) Inc. est un courtier-négociant enregistré auprès de la SEC et fait partie de la NASD et de la SIPC. La Banque de Nouvelle-Écosse, Scotia Capital Inc. et Scotiabank Europe plc sont autorisées par la Prudential Regulation Authority du Royaume-Uni. La Banque de Nouvelle-Écosse et Scotia Capital Inc. sont assujetties, au Royaume-Uni, à la réglementation de la Financial Conduct Authority et à la réglementation limitée de la Prudential Regulation Authority. Au Royaume-Uni, Scotiabank Europe plc est autorisée par la Prudential Regulation Authority et réglementée 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. Scotiabank Inverlat, S.A., Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V. et Scotia Derivados, S.A. de C.V. sont toutes autorisées et réglementées par les autorités financières mexicaines.

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.