

À l'unisson

- La croissance mondiale se conforte alors même que certaines grandes puissances économiques dénouent leurs mesures de relance monétaires. Cette croissance mondiale est généralisée : les 45 pays industrialisés de l'OCDE et les marchés émergents liés sont tous censés croître cette année, pour la première fois depuis la crise financière mondiale.
- Les pressions sur les prix sont toujours aussi discrètes; or, les signes de l'inflation se multiplient au Canada et aux États-Unis.
- On s'attend, au cours de cet exercice financier, à un déficit fédéral de 17 G\$ CA, qui baissera pour s'établir à 16 G\$ CA d'ici les prochaines élections.
- Malgré sa vigueur récente, le dollar américain devrait fléchir à terme, et les devises comme le dollar canadien devraient s'apprécier considérablement d'ici la fin de 2018.
- On s'attend à une hausse graduelle des taux directeurs aux États-Unis et au Canada; or, le dollar canadien fera une partie du travail de la Banque du Canada. Il se pourrait qu'il soit nécessaire de relever plus rapidement les taux si le huard ne s'apprécie pas comme nous le prévoyons.
- Les risques géopolitiques monopolisent l'attention. Bien que les risques économiques méritent d'être surveillés, l'évolution potentielle de l'actualité en Corée du Nord est beaucoup plus préoccupante.

Pour la première fois depuis la crise financière mondiale (CFM), les 45 pays industrialisés de l'OCDE et les marchés émergents liés sont tous censés croître (graphique 1). Il s'agit d'une confirmation du scénario qui se déroule depuis le début de l'année et selon lequel les sources de croissance se généralisent parmi les pays et sur leur territoire. On peut d'ores et déjà relever des signes concrets confirmant que les entreprises contribuent, de concert avec les ménages, à la reprise dans la plupart des pays. Il s'agit d'une très bonne nouvelle, en raison de la léthargie générale de l'investissement des entreprises partout dans le monde depuis la CFM. En fait, dans les pays les plus stables de l'OCDE, les dépenses d'investissement progressent à un rythme sans précédent depuis plus de trois ans (graphique 2). Cette reprise de l'investissement semble s'expliquer par un certain nombre de puissants facteurs : un regain de confiance, puisque les indicateurs de l'ISM fracassent des records établis sur plusieurs années; le coût du capital, toujours aussi faible; les contraintes de capacité dans certains pays et l'accroissement général de l'activité des partenaires commerciaux, également capté par l'accélération de la croissance du commerce mondial. L'envergure géographique de la croissance et sa diversité grandissante dans les pays permettent toujours de conforter la croissance mondiale au moins jusqu'en 2018.

Le Canada affiche une dynamique comparable, puisque l'économie de toutes les provinces, sauf Terre-Neuve-et-Labrador, est censée croître cette année. Dans l'ensemble du pays, la croissance devrait atteindre un rythme intenable de 3,1 % en 2017, ce qui correspond essentiellement au double des estimations de la croissance potentielle de l'économie canadienne cette année, avant de se ralentir à 2,0 % en 2018 puis à 1,5 % en 2019, lorsque les vents favorables de la consommation canadienne commenceront à tomber et que l'économie reprendra son rythme de croissance potentielle.

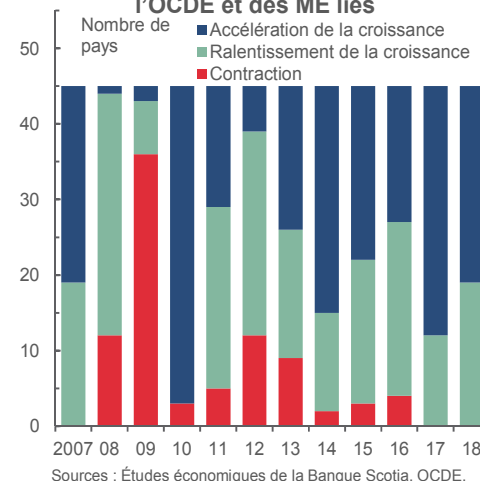
RENSEIGNEMENTS

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	4–9
Provinces	10–11
États-Unis	12–16
La politique monétaire et les marchés financiers aux États-Unis et au Canada	17–20
Mexique	21–22
Royaume-Uni	23–24
Zone euro	25–26
Amérique latine	27–34
Asie	35–39
Produits de base	40–43
Marché des changes	44–46
Tableaux des prévisions sommaires	A1–A3

Graphique 1
Croissance synchronisée des pays de l'OCDE et des MÉ liés



L'Alberta et la Colombie-Britannique prendront la tête en 2017 : l'Alberta progressera de près de 4 %, et la Colombie-Britannique, de 3,5 %. La croissance de la Colombie-Britannique s'inscrit dans la foulée de plusieurs années de croissance supérieure à la moyenne nationale, alors que la tenue exceptionnelle de l'Alberta s'explique dans une certaine mesure par un rebond normal de l'activité après une très forte récession et la reconstruction dans la foulée des incendies forestiers de Fort McMurray. Ainsi, bien que la croissance albertaine laisse loin derrière celle des autres provinces, une capacité nettement excédentaire perdue et l'économie ne donne pas l'impression d'être à l'avant-garde de la croissance au Canada.

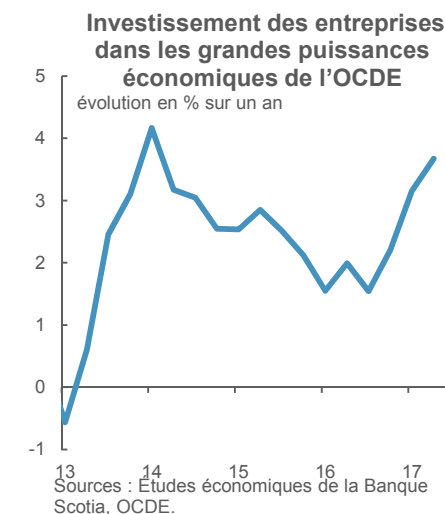
L'envergure sectorielle de la reprise au Canada est elle aussi exceptionnelle. Les secteurs en croissance à l'heure actuelle sont plus nombreux qu'ils n'ont jamais été depuis la CFM, ce qui est un autre indice de la généralisation et de la solidité de la croissance (graphique 3).

La vigueur de la croissance canadienne offre l'occasion de dégager de meilleurs résultats budgétaires. Nous nous attendons à ce que le gouvernement fédéral tâche de se présenter aux prochaines élections avec un meilleur solde budgétaire, grâce à des résultats nettement supérieurs aux attentes comptabilisés pour l'exercice financier en cours. Selon notre hypothèse opérationnelle, le déficit fédéral, qui s'établira à 17 G\$ CA pour l'exercice 2017-2018, se réduira à 16 G\$ CA d'ici l'exercice 2019-2020, puisqu'il ne sera toujours pas nécessaire de se prévaloir de la correction du risque.

Les ouragans Harvey et Irma ont régné sur l'actualité américaine ces dernières semaines; or, malgré la dévastation qu'ils ont semée dans les États méridionaux des États-Unis et à Porto Rico, ni l'un ni l'autre ne devrait avoir d'impact considérable sur l'ensemble de l'activité économique américaine. La croissance des États-Unis, qui s'est établie à une moyenne légèrement supérieure à 2 % au premier semestre de 2017, semble vouloir tenir ce rythme au deuxième semestre, dans le sillage des tempêtes. Cette régularité de la croissance, projetée à 2,2 % sur un an en 2017 et à 2,3 % sur un an en 2018, n'en reste pas moins supérieure aux estimations de la croissance potentielle de la Fed et des Études économiques de la Banque Scotia, soit 1,8 % environ jusqu'en 2019. La forte croissance de la consommation, de pair avec un rebond de l'activité industrielle, devrait faire basculer l'économie américaine dans le territoire de la demande excédentaire dans les deux prochaines années même si Washington est incapable de réaliser ses importantes réformes de la fiscalité et des dépenses.

La croissance et l'inflation vont essentiellement de pair aux États-Unis et au Canada. Les pressions sur les prix se multiplient dans ces deux pays, même si l'inflation reste nettement inférieure aux niveaux ciblés. Aux États-Unis, certains facteurs transitoires tiennent les prix en laisse. Lorsque ces facteurs cesseront de produire leurs effets et que la croissance des salaires s'accélénera, l'inflation devrait graduellement monter à 2 %. Nous continuons de croire que la Fed tiendra son rythme graduel de durcissement monétaire, en relevant son taux directeur de 25 points de base en décembre, puis en le rehaussant deux autres fois l'an prochain. Notre analyse empirique laisse entendre que le lien entre l'inflation et la production paraît plus étroit au Canada qu'aux États-Unis. Comme chez nos voisins du sud, l'évolution du marché du travail canadien reste essentielle à la dynamique de l'inflation, et la récente remontée des salaires au Canada laisse entendre que les hausses de prix prendront de la vitesse dans les prochains mois, ce qui explique qu'à notre avis, la Banque du Canada haussera graduellement son taux directeur : la prochaine hausse, qui devrait intervenir en décembre, sera suivie de deux autres en 2018. De part et d'autre de la frontière, les taux d'intérêt à plus long terme augmenteront lorsque la Fed allégera son bilan et que les taux à court terme seront rehaussés; or, en Europe et au Japon, le maintien des programmes d'assouplissement quantitatif limitera la mesure dans laquelle les taux à plus long terme augmenteront aux États-Unis et, par contrecoup, au Canada.

À ce stade, nous croyons qu'il y a des risques de hausse dans la prévision des taux d'intérêt au Canada par rapport aux États-Unis. Le lien plus étroit entre la production et les prix au nord de la frontière pourrait donner lieu à de plus grandes surprises inflationnistes au Canada par rapport aux États-Unis, ce qui laisse entendre que le dollar canadien pourrait s'apprécier dans la prochaine année. Nos modèles évoquent une juste valeur de 0,83 \$ environ pour le dollar canadien, sur la foi de nos prévisions des variables qui influent sur le dollar; nous nous attendons toutefois à ce que les marchés surciblent ce niveau lorsque le huard reviendra dans les bonnes grâces du marché. Si le dollar canadien continue de s'inscrire à ses niveaux actuels, la Banque du Canada devra sans doute durcir sa politique, en relevant éventuellement de nouveau, de 25 à

Graphique 2

Graphique 3


50 points de base, le taux directeur d'ici le début de 2019 par rapport à nos prévisions actuelles.

La conjoncture politique continue d'attirer l'attention dans les pays de l'Alliance du Pacifique. Les élections qui auront lieu au Chili, en Colombie et au Mexique et les tumultes politiques au Pérou comportent certains risques pour les perspectives économiques; cependant, nous nous attendons à ce que la croissance se conforte considérablement en 2018, lorsque l'incertitude se dissipera, que l'investissement privé et public reprendra et que la région continuera de profiter de la vigueur des grandes économies mondiales, ce qui aura pour effet d'accroître la demande de produits de base et les autres exportations des grands marchés émergents.

La synchronicité de la reprise qui se déroule actuellement augure bien de sa longévité. On continue de s'inquiéter de l'impact potentiel des efforts que consacre la Fed à l'allègement de son bilan, de la possibilité que d'autres banques centrales durcissent leur politique monétaire et des préoccupations nationales portant par exemple sur l'endettement des ménages au Canada. Ces risques sont assez bien compensés, entre autres, par la possibilité que les cours des actifs puissent rester euphoriques, que la confiance continue de s'améliorer et que l'investissement s'accélère plus rapidement que prévu actuellement.

Essentiellement, nos prévisions ne tiennent pas compte de l'impact de l'éventuelle réforme fiscale américaine. À notre avis, les plus grands risques, pour l'économie mondiale, se rapportent à l'évolution de la situation avec la Corée du Nord, puisqu'un faux pas, d'un côté comme de l'autre, pourrait donner lieu à des résultats désastreux pour la région, à des risques importants de contagion sur les marchés financiers et à des chocs violents pour la confiance des ménages et des entreprises partout dans le monde.

Tableau 1

PIB réel mondial	2000-16	2016	2017p	2018p	2019p
	(variation annuelle, en %)				
Monde (en PPA)	3,9	3,2	3,6	3,6	3,5
Canada	2,1	1,5	3,1	2,0	1,5
États-Unis	1,9	1,5	2,2	2,3	1,7
Mexique	2,4	2,3	2,4	2,7	3,1
Royaume-Uni	1,8	1,8	1,5	1,2	2,0
Zone euro	1,2	1,6	2,3	2,0	1,8
Allemagne	1,3	1,7	2,3	2,6	2,2
France	1,3	1,2	1,8	2,0	1,8
Chine	9,4	6,7	6,7	6,4	6,1
Inde	7,0	7,6	6,5	7,4	7,6
Japon	0,9	1,0	1,6	1,0	0,8
Corée du sud	4,2	2,8	2,8	2,7	3,0
Australie	2,9	2,5	2,4	2,7	2,5
Thaïlande	4,0	3,2	3,3	3,2	3,4
Brésil	2,6	-3,6	0,3	2,5	2,7
Colombie	4,0	2,0	1,9	2,5	3,1
Pérou	5,1	4,0	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 se chiffrer à 3,1 % en 2017, soit plus du double de la plupart des estimations de la croissance potentielle sous-jacente de l'économie canadienne cette année, avant de se ralentir à 2,0 % en 2018 et à 1,5 % en 2019, lorsque commenceront à tomber les vents favorables qui soufflent sur l'économie canadienne grâce à la consommation.
- L'investissement, l'activité industrielle et les exportations commencent à porter une plus grande part du fardeau de la croissance, ce qui permet d'entrevoir des perspectives plus durables et équilibrées.
- Malgré l'augmentation constante de la dette sur un an, les ménages canadiens ont constaté une hausse encore plus forte de la valeur de leurs actifs, ce qui leur permet de se prémunir progressivement contre la hausse des taux d'intérêt, en raison de la valeur nette relativement élevée de leurs maisons.

GÉNÉRALISATION DE LA CROISSANCE ET HAUSSE DU POTENTIEL

L'économie canadienne a accompli un prodigieux bond au premier semestre de 2017, en dépassant nettement son potentiel, pour atteindre des taux annualisés, en glissement trimestriel, de 3,7 % au T1 avant de reprendre de la vitesse pour atteindre 4,5 % au T2. Nous nous attendons à ce que l'économie poursuive son élan au deuxième semestre (tableau 1), pour soutenir la croissance prévue du PIB réel de 3,1 % pour l'ensemble de 2017 — ce qui représente une hausse substantielle par rapport aux 2,0 % prévus par la Banque Scotia et le consensus au début de l'année. Même si ses sources se multiplient, la croissance canadienne s'en remet toujours essentiellement à la consommation, qui ne pourra guère tenir le même rythme en raison de la hausse des taux d'intérêt.

Nous nous attendons à ce que la croissance de l'économie canadienne se ralentisse pour s'inscrire à environ 2,0 % en 2018 et à 1,5 % en 2019, lorsque se manifesteront les effets du durcissement de la politique monétaire de la Banque du Canada et que la croissance reviendra au potentiel sous-jacent de l'économie (tableau 2). Dans son *Rapport sur la politique monétaire* d'avril 2017, la Banque du Canada prévoyait que la croissance potentielle du PIB — soit le taux qui correspond à sa cible inflationniste de 2 % — varierait entre 1,0 % et 1,6 % en 2017, 1,1 % et 1,7 % en 2018, et 1,1 % et 1,9 % en 2019, soit une moyenne de 1,4 % pour la période de 2017 à 2019. À terme, le service des Études économiques de la Banque Scotia s'attend à ce que la croissance potentielle s'établisse à une moyenne de 1,7 % en 2017-2019, soit la limite supérieure des projections de la Banque du Canada. Nous nous attendons à ce que cette dernière révise également à la hausse ses attentes vis-à-vis de la croissance potentielle pour tenir compte de l'amélioration de la productivité de la main-d'œuvre, de l'investissement et de l'intensification du capital — ce qui laisse entendre que la demande excédentaire diminuera (graphique 1) et qu'il faudra compter sur d'autres hausses des taux, qui ne seront que graduelles, selon les axes que nous avons projetés (tableau 1).

Ces projections des taux de croissance sous-jacente potentielle du Canada sont toujours nettement inférieures à l'estimation de 2,0 % de la Banque du Canada pour la période de 2010 à 2014. Après une croissance relativement rapide en l'espace d'un an, en 2017, nous nous attendons à ce que la croissance se ralentisse de nouveau pour s'inscrire dans une tendance sous-jacente moyenne, ce qui devrait susciter un regain des efforts consacrés au relèvement de la productivité canadienne lorsque se dissiperont les incertitudes qui planent sur nos relations commerciales avec les États-Unis.

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

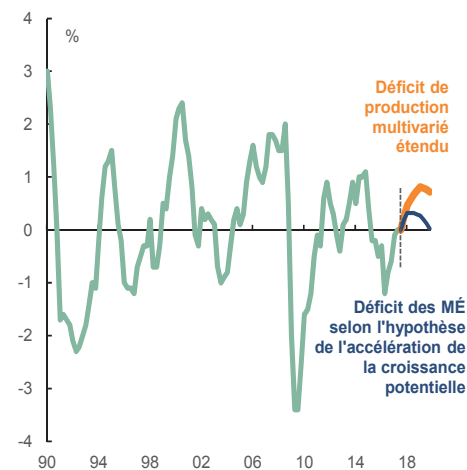
Juan Manuel Herrera
 416.866.6781
 Études économiques de la Banque Scotia
juanmanuel.herrera@scotiabank.com

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

La demande est-elle excédentaire ou non?



Source : Études économiques de la Banque Scotia.

LES VENTS FAVORABLES DE LA CONSOMMATION SE CALMENT

La consommation, qui est toujours le premier facteur porteur de l'activité économique canadienne, commence toutefois à passer le relais de la croissance à d'autres secteurs de l'économie réelle. En 2017, la consommation des ménages devrait apporter deux points de pourcentage à la progression globale du PIB du Canada, ce qui représenterait sa plus forte contribution depuis sept ans. La confiance des consommateurs atteint un sommet depuis dix ans et les projets d'achats majeurs restent très vigoureux.

Les revenus et le pouvoir d'achat ont été dynamisés par l'augmentation des transferts nets du gouvernement et par la solide conjoncture du marché du travail. La croissance fulgurante de l'emploi — sans précédent depuis quatre ans — a fait plonger le taux national de chômage à un creux cyclique de 6,2 %, soit l'équivalent de 5,4 % selon la méthodologie américaine. Le ratio emploi-population pour les classes d'âge de forte activité frôle le record de 82,3 %, ce qui laisse entendre que la marge d'emploi du marché du travail est presque entièrement absorbée.

Les progrès de la richesse associés à la hausse des prix des maisons ont eux aussi énergisé la croissance. Les biens immobiliers résidentiels ont permis d'accroître de 236 G\$ CA l'avoir net des ménages par rapport à l'an dernier. En supposant un effet d'enrichissement de cinq cents par dollar, cette évolution a probablement fait monter d'un point de pourcentage la progression annuelle des dépenses de consommation.

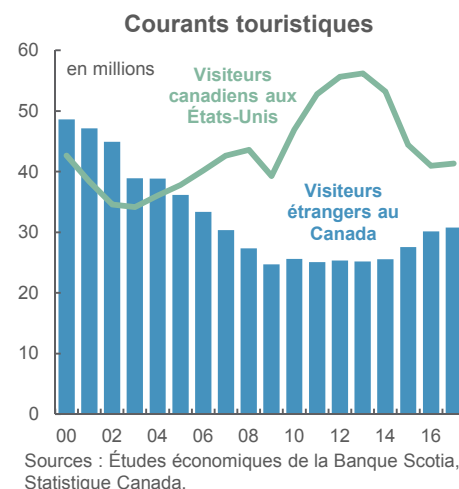
Le Canada a souligné cette année plusieurs faits marquants de son histoire, dont le cent cinquantième anniversaire de la Confédération, ce qui explique la hausse considérable des dépenses liées au tourisme, notamment dans le transport aérien et ferroviaire, l'hôtellerie, la restauration et les boissons, ainsi que les arts et les loisirs. Cette année, le nombre de touristes étrangers au Canada n'a jamais été aussi élevé depuis 2006 (graphique 2), alors que l'augmentation de l'achalandage des liaisons en passant par les plaques tournantes aériennes internationales du Canada et le durcissement des restrictions imposées aux touristes aux États-Unis viennent accroître encore le nombre de nos visiteurs. Dans le même temps, le dollar canadien, dont la moyenne est inférieure à 0,80 \$ US depuis le début de 2017, a limité les déplacements transfrontaliers des Canadiens qui vont faire leurs emplettes aux États-Unis (graphique 2).

Il est improbable que les consommateurs puissent soutenir l'élan récent de leurs dépenses. Bien que les enquêtes sur l'embauche restent bien orientées, le rythme de croissance de l'emploi devrait se ralentir puisque le marché du travail se rapproche du plein-emploi un peu partout au pays et que la confiance des entreprises est minée dans certains secteurs. Les entreprises sont plus nombreuses à se plaindre d'une pénurie de main-d'œuvre qui pourrait limiter la croissance de la masse salariale. Les hausses récentes et prochaines des salaires minimums dans certaines provinces pourraient aussi tenir l'embauche en laisse.

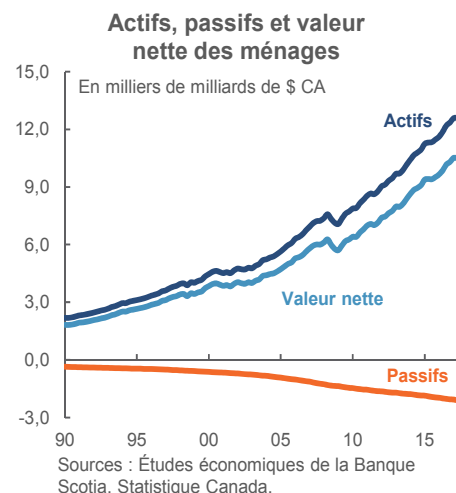
Plusieurs autres facteurs devraient conforter une tendance plus prudente dans les dépenses de consommation. L'accélération des revenus grâce à la mise en place de l'allocation canadienne pour enfants au milieu de 2016 a atteint sa pointe et devrait se ralentir dans la prochaine année. La croissance du revenu disponible des ménages devrait manquer de souffle et passer de 4,5 % en 2017 à une moyenne de 3,5 % en 2018-2019.

La probabilité d'une autre légère modération des ventes nationales de maisons pourrait peser sur les achats de biens durables et la demande de matériaux de rénovation. Les ventes de véhicules automobiles devraient reculer en 2018-2019, après avoir pulvérisé des records pendant cinq années consécutives grâce aux sommets sans précédent des achats des ménages.

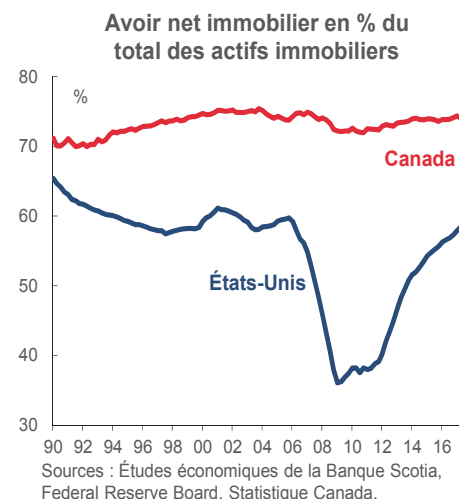
Graphique 2



Graphique 3



Graphique 4



La hausse des taux d'intérêt pourrait aussi comprimer les budgets des ménages et distraire certaines dépenses discrétionnaires. Une augmentation de 100 points de base du taux d'intérêt réel, en données constantes, hausserait le ratio global de la charge de la dette des ménages par rapport au revenu personnel disponible (RPD), qui passerait de son niveau actuel de 14,2 % à un peu moins de 16 %. En raison de la croissance des passifs hypothécaires, qui s'établissent à une moyenne de plus de 6 % sur un an depuis 2015, le total des remboursements de capital a détrôné, à la fin de l'an dernier, les paiements d'intérêts sur la dette du logement, même si la charge de la dette non hypothécaire continue de peser le plus lourdement sur les revenus mensuels.

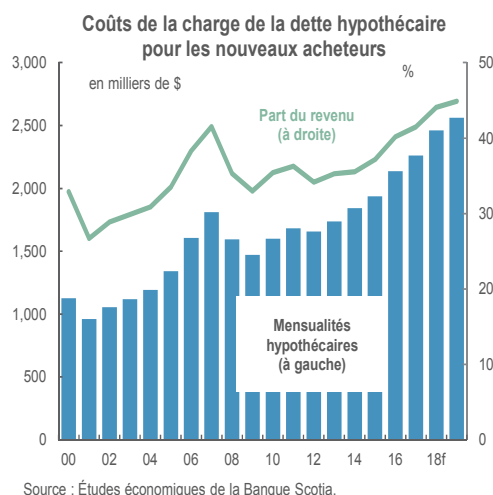
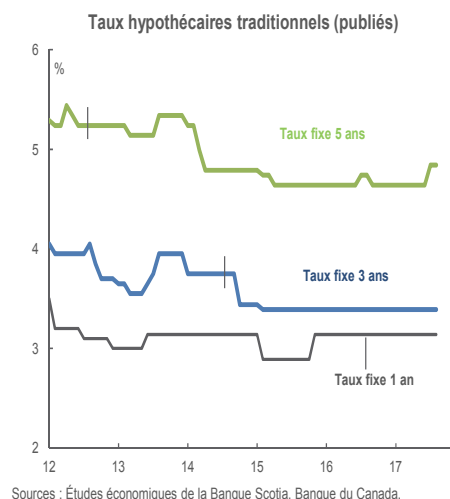
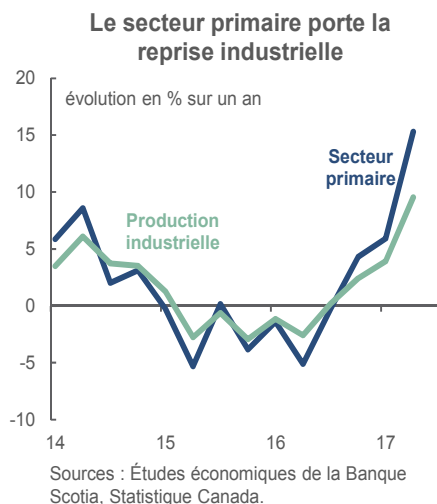
Or, les ménages canadiens semblent pouvoir compter sur des bilans qui leur permettront de résister aux hausses récentes et attendues des taux directeurs de la Banque du Canada. Bien que les passifs des ménages aient augmenté rapidement ces dernières années, leurs actifs ont crû trois fois plus rapidement au cours des 25 dernières années (graphique 3). Même si l'immobilier représente environ 40 % de l'actif des ménages canadiens contre 20 % approximativement pour les ménages américains, la part nette des Canadiens dans la valeur de leur maison reste constamment supérieure à celle des Américains (graphique 4), et il n'y a presque pas de cas dans lesquels l'avoir net est négatif.

AU CANADA, LE CYCLE DU LOGEMENT A PROBABLEMENT ATTEINT SON ZÉNITH

La détérioration de l'abordabilité du logement, la hausse modérée des coûts du crédit et les cycles consécutifs de l'évolution des politiques réglementaires ont ralenti l'activité de vente à l'échelle nationale. C'est dans la région du Grand Toronto et dans les municipalités voisines que se concentre l'essentiel du ralentissement récent des ventes et de la baisse des prix, dans la foulée de la mise en œuvre d'une série de mesures provinciales au printemps de 2017. L'activité de la région semble vouloir se stabiliser, ce qui laisse entendre que l'humeur des marchés s'est aujourd'hui essentiellement adaptée à cette très récente évolution des règles.

Le faible taux de chômage et la solide création des ménages, renforcés par le vieillissement des milléniaux et la forte immigration, continuent d'étayer la demande de logements, à son tour confortée par les apports de capitaux étrangers. Toujours est-il que nous nous attendons à une certaine modération des ventes de maisons sur l'horizon prévisionnel, puisque la hausse des coûts du crédit et le durcissement des critères d'admissibilité aux prêts hypothécaires ont pour effet d'éroder davantage l'abordabilité, surtout pour les acheteurs d'une première maison dans les grands marchés urbains. Selon nos prévisions de base sur les taux d'intérêt et en supposant que les prix des maisons resteront relativement stables, la moyenne des coûts du financement hypothécaire pour les nouveaux acheteurs devrait s'accroître d'environ 8 % en 2018 et de 4 % encore en 2019, ce qui dépasse facilement la croissance annuelle moyenne, de l'ordre de 2,5 %, du revenu des ménages par habitant (graphique 5). On devrait annoncer, vers la fin de l'année, d'autres changements des règles, notamment les critères de résistance plus rigoureux pour le crédit hypothécaire non assuré, ce qui alourdirait le fardeau des nouveaux acheteurs.

Les emprunteurs hypothécaires existants, qui ne représentent que le tiers environ des ménages canadiens, sont déjà en quelque sorte protégés contre la hausse des taux. La plupart des emprunts hypothécaires au Canada prévoient des taux fixes, et le terme de cinq ans est de loin le plus répandu. C'est pourquoi la hausse des coûts du crédit ne se répercute que graduellement sur les emprunteurs hypothécaires. En fait, la majorité des emprunts hypothécaires à taux fixe qui arrivent à échéance à court terme sera renouvelée à des taux d'intérêt comparables ou inférieurs à ceux qui sont payés depuis l'origine (graphique 6). Bien des ménages qui ont un actif net suffisant sur leur maison pourront aussi étendre leur délai de remboursement afin de réduire encore la charge mensuelle de leur dette.

Graphique 5

Graphique 6

Graphique 7


La construction de maisons neuves et la rénovation restent très vigoureuses, mais devraient baisser tendanciellement, puisque la conjoncture du marché de la revente se ralentit. Les mises en chantier de logements devraient atteindre un sommet, en cinq ans, de 212 000 logements en 2017, avant de baisser à 198 000 et 188 000 logements respectivement en 2018 et 2019 (tableau 2) — malgré la hausse de la demande des milléniaux qui vieillissent et qui entrent dans leurs premières années de formation de ménages et en dépit des taux d'immigration étrangère toujours élevés. Pour 2018, notre prévision, supérieure au consensus, tient compte du très grand nombre actuel de permis, qui s'établissent tendanciellement à environ 230 000, des ventes record de logements en copropriété préconstruits à Toronto, des initiatives de promotion du logement abordable dans certaines provinces et de la reconstruction en Alberta. Les effets de la baisse de l'investissement résidentiel se généraliseront et pénaliseront différentes industries de biens et de services, dont le secteur manufacturier, le commerce de détail et de gros, le transport et les services professionnels.

REPRISE DU SECTEUR PRIMAIRE

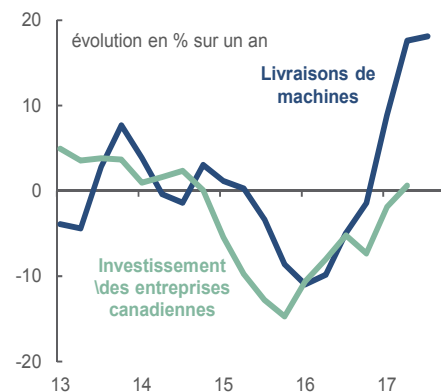
L'activité industrielle progresse comme jamais depuis six ans, grâce à une croissance de 10,1 % des volumes dans le secteur primaire (graphique 7). Depuis le début de l'année, le volume de l'extraction pétrogazière a augmenté de 22 % sur un an, alors que la production minière mène une reprise de concert avec le raffermissement de la demande mondiale. Par exemple, les volumes d'exportation de métaux canadiens se sont accélérés à 12 % sur un an dans les trois derniers mois, ce qui compense presque deux années de baisse des livraisons. On relève également cette tendance dans d'autres pays producteurs de métaux, ce qui illustre une poussée de l'investissement des entreprises alors que la croissance mondiale se synchronise. La croissance des dépenses en immobilisations dans les grandes puissances économiques de l'OCDE s'est chiffrée à 3,7 % sur un an au T2, soit le double du rythme de l'expansion annuelle globale en 2016. La plupart des exportations minières du Canada sortent de l'Amérique du Nord, et moins de 20 % sont livrées aux États-Unis, ce qui donne une meilleure idée du raffermissement de l'activité économique mondiale par rapport aux données sur l'ensemble des exportations de marchandises canadiennes, dont plus de 70 % sont destinées aux États-Unis.

LA DEMANDE DE MACHINES, PORTÉE PAR DES CADENCES SANS PRÉCÉDENT DEPUIS DIX ANS

Les entreprises manufacturières canadiennes connaissent elles aussi une reprise généralisée, puisque les cadences de production augmentent et que l'accroissement des carnets de commandes porte la confiance des entreprises à un niveau sans précédent depuis des dizaines d'années. La construction de machines et de navires mène les gains de production, puisque la demande intérieure de produits manufacturés détrône la croissance des exportations pour la première fois depuis plusieurs années. L'amélioration de la conjoncture économique et la hausse de la rentabilité amènent un nombre croissant d'entreprises à augmenter leurs plans de dépenses en immobilisations, ce qui a fait progresser de 17 % sur un an les livraisons canadiennes de machines depuis le début de 2017 (graphique 8).

Graphique 8

Rebond de l'investissement grâce à l'essor de la demande de machines



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

Tableau 1

Prévisions canadiennes trimestrielles	2017			2018				2019			
	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Économique											
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	4,5	2,3	2,2	1,7	1,7	1,6	1,6	1,4	1,4	1,3	1,3
PIB réel (variation annuelle en %)	3,7	3,3	3,2	2,7	2,0	1,8	1,6	1,6	1,5	1,4	1,4
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	1,3	1,4	1,5	1,6	1,8	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1	2,1
IPC hors aliments et énergie (évolution sur un an, en %)	1,4	1,5	1,5	1,6	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Moyenne des nouveaux indices de référence (évolution sur un an, en %)	1,4	1,5	1,5	1,6	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Financier											
Dollar canadien (USD/CAD)	1,30	1,20	1,20	1,18	1,18	1,15	1,15	1,17	1,17	1,20	1,20
Dollar canadien (CAD/USD)	0,77	0,83	0,83	0,85	0,85	0,87	0,87	0,85	0,85	0,83	0,83
Taux à un jour de la Banque du Canada (%)	0,50	1,00	1,25	1,50	1,50	1,75	1,75	2,00	2,00	2,00	2,00
Bon du Trésor à 3 mois (%)	0,71	1,00	1,30	1,55	1,60	1,80	1,85	2,05	2,05	2,05	2,05
Obligation du Canada à 2 ans (%)	1,10	1,52	1,75	1,85	1,90	1,95	2,00	2,05	2,05	2,10	2,10
Obligation du Canada à 5 ans (%)	1,39	1,75	2,00	2,05	2,10	2,15	2,20	2,25	2,25	2,30	2,35
Obligation du Canada à 10 ans (%)	1,76	2,10	2,20	2,25	2,35	2,45	2,60	2,70	2,75	2,80	2,80
Obligation du Canada à 30 ans (%)	2,15	2,48	2,50	2,55	2,60	2,75	2,90	2,95	3,00	3,05	3,10

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

C'est en Alberta que le rebond de la demande de machines est le plus vigoureux : les livraisons destinées au secteur primaire ont bondi d'environ 46 % sur un an jusqu'en juillet. Or, la reprise, qui s'étend à la plupart des provinces, s'explique par les plus fortes cadences industrielles dans tout le pays depuis dix ans. La demande de machines industrielles a augmenté de 25 % sur un an en Ontario depuis le début de l'année et reprend rapidement en Colombie-Britannique. L'accroissement des commandes est encore plus prononcé, ce qui porte les carnets de commandes du secteur primaire à des sommets sans précédent. Le secteur de la construction de machines représente désormais 10 % de l'ensemble des carnets de commandes de l'industrie manufacturière canadienne, soit essentiellement le double de sa part des livraisons actuelles.

REBOND DES EXPORTATIONS

Au deuxième trimestre de 2017, les exportations canadiennes ont inscrit leur meilleur rendement depuis la fin de 2011, grâce à des gains dans presque tous les grands secteurs exportateurs. Le léger rebond des cours du pétrole, alors que les cours du WTI gravitent autour de 50 \$ US, électrifie la valeur des exportations du secteur des ressources du Canada (graphique 9). Bien qu'il s'échange à près de deux fois son cours de 26 \$ US du début de 2016, le pétrole WTI se vend toujours à un cours nettement inférieur à son sommet de 107 \$ US au milieu de 2014. Dans le même temps, l'augmentation de l'investissement au Canada a permis aux secteurs manufacturiers soumis à des contraintes de capacité de profiter de l'accélération de la croissance des économies industrialisées et émergentes et d'accroître leurs ventes à l'étranger. Le troisième trimestre marquera probablement une brève pause de cette tendance en raison de la fermeture temporaire de certaines usines automobiles canadiennes qui doivent se rééquiper; les exportations devraient toutefois reprendre leur récente expansion lorsque ces usines seront remises en service.

Malgré la récente accélération des exportations, le déficit commercial mensuel du Canada reste assez élevé, à un peu plus de 3 G\$ CA en juillet, bien que l'on s'attende à ce qu'il se contracte vers la fin de l'année, ce qui portera le déficit du compte courant du pays à moins de 3 % du PIB pour la première fois depuis 2014, et ce déficit continuera de se comprimer dans les prochaines années (graphique 2). Or, puisque le huard devrait continuer de s'apprécier, les entreprises pourront profiter de la vigueur de la monnaie pour importer des biens d'équipement, et la ruée dépensière soutenue des consommateurs pourrait profiter d'un dernier coup d'accélérateur, ce qui pourrait d'emblée ralentir la baisse de la balance commerciale des marchandises.

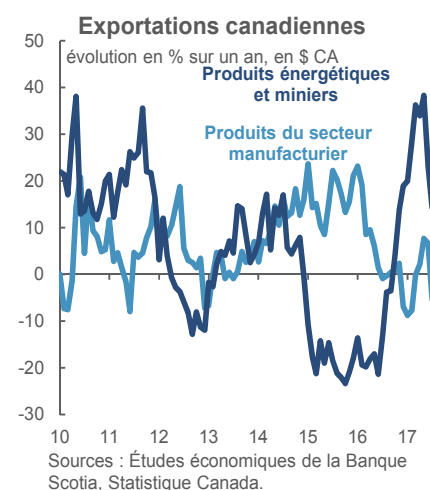
PLUS FORTE DÉPENDANCE VIS-À-VIS DU FINANCEMENT ÉTRANGER

Puisqu'il faut financer les déficits du commerce extérieur, les flux des portefeuilles sur les titres canadiens ont monté depuis la fin de 2015 et porté les achats étrangers nets d'actifs canadiens à un record de 124 G\$ CA depuis le début de l'année jusqu'en juillet (graphique 10). La dépendance de plus en plus forte du secteur privé vis-à-vis du financement étranger des entreprises explique environ la moitié des nouvelles émissions canadiennes d'obligations de sociétés cette année (graphique 11).

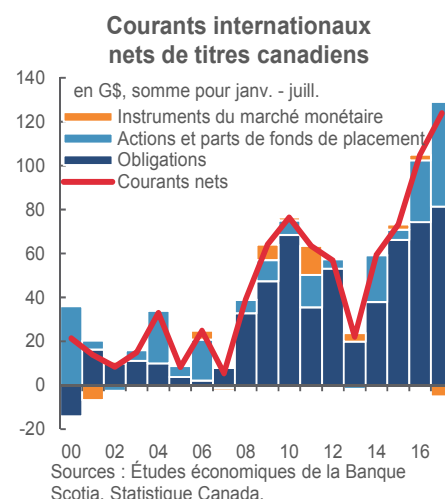
DIFFICULTÉ DE PÉRENNISER UN DÉFICIT FÉDÉRAL RÉDUIT

Le déficit d'Ottawa au terme de l'exercice 2016-2017 s'est creusé à 17,8 G\$ CA par rapport au modeste déficit d'un milliard de dollars en 2015-2016, ce qui représente quand même une amélioration considérable de plus de 5 G\$ CA par rapport à l'estimation du *budget* d'origine (en excluant le rajustement pour le risque de 6 G\$ CA) et aux prévisions du gouvernement en mars dernier. Les revenus ont progressé de 1,4 G\$ CA sur les prévisions du gouvernement en mars; toutefois, le déficit de 3,8 G\$ CA des dépenses, en raison essentiellement des décalages, a été encore plus important. À terme, puisqu'il entend stabiliser ou même élarger ses prochains déficits budgétaires, le gouvernement fédéral aura du mal à reporter les dépenses décalées par rapport à l'exercice financier 2016-2017. Pour l'exercice financier en cours, soit 2017-2018, la vigueur de la croissance du PIB nominal dans l'année civile 2017 devrait permettre de juguler le déficit aux alentours de 17,0 G\$ CA (en excluant la correction du risque), même si la hausse plus forte que prévu des taux d'intérêt apportera une certaine compensation.

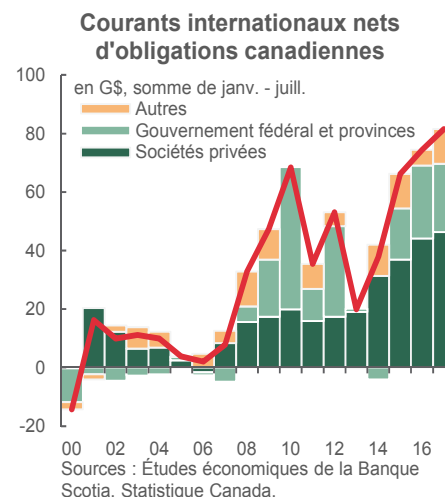
Graphique 9



Graphique 10



Graphique 11



Toutefois, pour 2018-2019 et 2019-2020, lorsque les citoyens canadiens retourneront aux urnes fédérales, les enjeux seront plus importants, et il faudra accomplir d'autres progrès dans la réduction du déficit budgétaire. La modération prévue de la croissance du Canada pendant les années civiles 2018 et 2019, ce qui cadre avec les hypothèses du *budget* déposées en mars 2017, rendra cette tâche encore plus difficile. Pour élaguer le déficit annuel à environ 15 G\$ CA d'ici la fin de la décennie, il faudra probablement reprofiler massivement les dépenses, et les grands projets d'infrastructure constitueront probablement une solution du problème.

Dans la plupart des provinces, la croissance enthousiaste de 2017 apportera probablement des revenus supplémentaires importants durant l'exercice 2017-2018; or, le rebond sera probablement de courte durée, puisque la croissance de la production des provinces se ralentira en 2018 et en 2019. Les recettes générales au titre de la taxe de vente et des droits de mutation foncière, par exemple, seront très vulnérables à la baisse prévue des mises en chantier de logements et à la modération des transactions de vente de maisons. Par conséquent, malgré les résultats supérieurs aux prévisions en 2017-2018, les provinces auront beaucoup de mal à pérenniser l'équilibre de leur budget dans les prochaines années.

RISQUES D'UN REGAIN DES EFFORTS CONSACRÉS À LA PRODUCTIVITÉ

À Ottawa, le troisième tour des pourparlers tripartites sur l'Accord de libre-échange nord-américain (ALÉNA) vient de prendre fin, et les négociateurs canadiens attendent toujours de recevoir le projet de texte de leurs homologues américains sur les changements qu'ils proposent d'apporter aux principaux éléments de l'accord, par exemple les règles d'origine et les mécanismes de règlement des différends. Ces retards laissent toujours présager une ou deux issues : l'achèvement des pourparlers d'ici la date cible de la fin de 2017, ce qui donnera lieu à des modifications limitées de l'accord, ou la prorogation des négociations au-delà de la période électorale de 2018, avec des perspectives de changements majeurs et tout aussi contraignants en 2019. Même si nous nous attendons à ce que l'ALÉNA reste effectivement intact, le prolongement des négociations, de pair avec d'autres interventions potentielles des responsables du commerce américain sur le bois résineux, l'acier, l'aluminium, les panneaux solaires et les avions à réaction, entre autres cibles potentielles, accroîtrait l'incertitude et viendrait freiner, au Canada, l'investissement intérieur et étranger.

Cette douche froide potentielle sur l'investissement intervient au moment même où le Canada sort d'une période de conciliation monétaire d'urgence et de mesures de relance budgétaires pour enrayer la récession pour entrer dans une période de stabilisation économique après la crise, dans laquelle des dépenses en immobilisations judicieusement engagées seront nécessaires pour relever les estimations de notre taux de croissance potentiel relativement faible de 1,7 %, ce qu'il était avant 2008, à près de 2,0 %. Lorsque l'incertitude brandie par les pourparlers de l'ALÉNA se sera dissipée, la prospérité à plus long terme du Canada s'en remettra essentiellement à notre dialogue national mené pour harmoniser parfaitement l'investissement privé et public et placer durablement notre économie sur une voie rapide de croissance à long terme.

Tableau 2

Canada	2000-16	2016	2017p	2018p	2019p
	(variation annuelle en %, sauf indication contraire)				
PIB réel	2,1	1,5	3,1	2,0	1,5
Dépenses de consommation	2,9	2,3	3,5	2,0	1,6
Investissement dans le secteur résidentiel	3,7	3,0	2,7	-1,3	-1,2
Investissements des entreprises	2,1	-7,8	1,7	3,7	2,7
Gouvernement	2,2	1,8	1,9	1,8	0,9
Exportations	1,3	1,0	3,0	3,8	3,1
Importations	2,8	-0,9	3,9	3,1	2,7
PIB nominal	4,2	2,1	5,6	4,2	3,9
Indice implicite du PIB	2,1	0,6	2,4	2,2	2,4
Indice des prix à la consommation (IPC)	1,9	1,4	1,5	1,9	2,1
IPC de base (IPCX)	1,6	1,9	1,6	1,8	1,9
Bénéfices des sociétés avant impôts	3,3	-4,5	22,0	5,0	1,0
Emploi	1,3	0,7	1,7	1,0	0,8
Taux de chômage (en %)	7,1	7,0	6,5	6,3	6,3
Solde des paiements courants (en G\$ CA)	-17,0	-67,0	-60,9	-58,2	-52,2
Balance commerciale (en G\$ CA)	25,1	-26,0	-17,1	-17,1	-14,2
Solde budgétaire fédéral* (en G\$ CA)	-2,8	-1,0	-17,8	-17,0	-16,0
pourcentage du PIB	-0,2	0,0	-0,9	-0,8	-0,7
Mises en chantier (en milliers)	199	198	212	198	188
Ventes de véhicules motorisés (en milliers)	1 657	1 949	2 000	1 980	1 950
Production industrielle	0,5	-0,3	5,9	2,1	1,0
Pétrole WTI (\$ US/baril)	63	43	50	52	56
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	4,94	2,55	3,08	2,85	3,00

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Statistique Canada, SCHL, Bloomberg. * Les prévisions pour l'EF18 et l'EF19 du gouvernement fédéral canadien excluent l'ajustement en fonction du risque.

Provinces

- **En 2017, l'Alberta, sortie de deux années de grande torpeur, et la Colombie-Britannique devraient mener la croissance euphorique des provinces. En 2018-2019, lorsque la consommation et le logement se ralentiront, la croissance provinciale projetée sera plus équilibrée, et on s'en remettra davantage aux exportations et à l'investissement des entreprises dans la plupart des régions.**
- **Les perspectives externes, notamment l'évolution de l'AECG et des réformes commerciales et fiscales aux États-Unis, alourdissent l'ordre du jour déjà chargé des gouvernements provinciaux.**

La forte augmentation des dépenses de consommation depuis le début de l'année se poursuit d'un océan à l'autre : jusqu'en juillet, les ventes au détail ont crû de plus de 5 % sur un an dans les provinces de l'Atlantique, dans le centre du Canada et dans les deux provinces les plus occidentales. La hausse de l'emploi à temps plein, menée par les gains de 4 % sur un an de la Colombie-Britannique et de l'Île-du-Prince-Édouard jusqu'en août (graphique 1), porte l'accroissement des dépenses dans la plupart des provinces. L'embauche progresse en Alberta, ce qui dynamise brusquement les dépenses; en Saskatchewan, l'emploi est sur le point de croître modérément; or, le marché de l'emploi reste léthargique à Terre-Neuve-et-Labrador, puisque les grands projets énergétiques tirent à leur fin. La lente émergence du pouvoir d'achat réel des ménages est inégale cette année dans l'ensemble des provinces; on s'attend toutefois à ce qu'elle se généralise, ne serait-ce que modérément, l'an prochain. L'allègement de la fiscalité des particuliers explique l'augmentation de 2,2 %, au Québec durant le premier semestre, de la consommation réelle des ménages par rapport au dernier semestre de 2016 et la solide progression de 9,3 % des ventes au détail en Colombie-Britannique jusqu'en juillet. Le tourisme relance aussi les dépenses locales : le nombre de voyageurs étrangers a augmenté de plus de 2 % jusqu'en juillet en Nouvelle-Écosse, dans le centre du Canada, en Alberta et en Colombie-Britannique.

Contrairement au Grand Vancouver et au Grand Golden Horseshoe de l'Ontario, certaines villes comme Halifax, Winnipeg et Ottawa inscrivent de modestes gains, de 3 % à 6 %, des prix moyens des maisons depuis le début de l'année. Étonnamment, les mises en chantier de logements continuent de monter, puisque sept provinces ont dépassé leurs niveaux de 2016 et que les logements construits viendront enrichir les ventes de biens durables jusqu'en 2018. Or, tout comme les taux d'intérêt historiquement faibles ont énérgisé les dépenses de consommation ces dernières années, le dénouement des mesures de relance monétaires, de concert avec le durcissement de la réglementation, devrait amener les consommateurs à faire preuve de plus de prudence jusqu'en 2019.

Si les produits énergétiques dominent cette année la progression nationale des exportations, les livraisons de produits miniers et de machines au départ du Québec et de l'Ouest canadien constituent notamment des créneaux de croissance. Pour l'Ontario, ces gains compensent une partie de la léthargie dans les secteurs des véhicules automobiles et des pièces détachées, ainsi que des métaux. Les premiers indices laissent entrevoir un rebond de l'investissement dans les machines et les biens d'équipement dans de nombreuses régions. Le Québec déclare un gain de 7,5 % de l'investissement réel dans les machines et les biens d'équipement pour le premier semestre de 2017 par rapport au deuxième semestre de 2016.

Le secteur des services aux entreprises, qu'il s'agisse des institutions financières ou des entreprises de technologie de l'information, étaye la création d'emplois et la progression des revenus. Dans les services professionnels, scientifiques et techniques, l'emploi a augmenté de plus de 4 % jusqu'en août dans cinq provinces. En sachant que la technologie porte l'évolution dans la plupart des industries, nous nous sommes penchés sur les professions à vocation technologique (ingénieurs, spécialistes des systèmes d'information et experts en logiciels) dans les sciences naturelles et appliquées. Dans ces professions, le marché de l'emploi, qui a récemment fait preuve d'une grande vigueur en Ontario et en Colombie-Britannique, a rebondi en Alberta grâce à la reprise de l'activité pétrogazière (graphique 2). Les salaires hebdomadaires offerts dans ces professions ont augmenté de 147 % de plus que la moyenne nationale dans l'ensemble des professions en 2016, ce qui illustre leur contribution économique.

RENSEIGNEMENTS

Mary Webb

416.866.4202

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

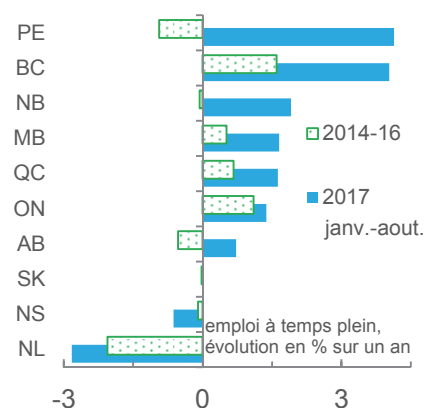
Marc Desormeaux

416.866.4733

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

Graphique 1

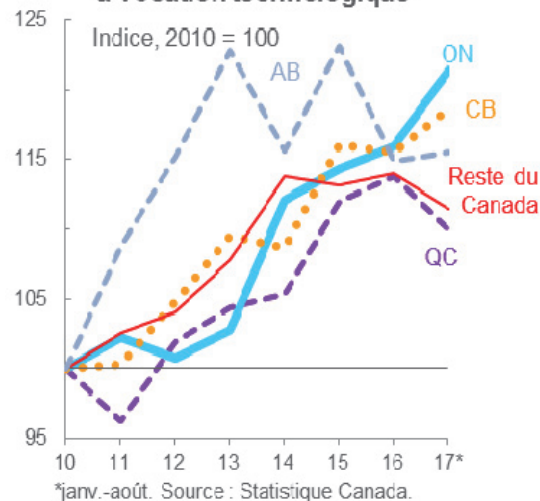
Poussée de l'emploi à temps plein



Source : Statistique Canada.

Graphique 2

Emplois dans les professions à vocation technologique



*janv.-août. Source : Statistique Canada.

Pour les gouvernements provinciaux, l'horizon prévisionnel laisse poindre une évolution à différents niveaux. Les objectifs de la politique fédérale militent en faveur de la croissance — qu'il s'agisse de mettre davantage l'accent sur les problèmes de santé mentale et de soins à domicile grâce aux *accords sur la santé* ou de réaffirmer l'importance d'attirer des immigrants compétents, ou encore de tarifer le carbone dans toutes les provinces et tous les territoires à partir de janvier 2018. Parfois ralenties par la hausse des prix de l'énergie et, dorénavant, par les frais d'exploitation et d'entretien des vastes infrastructures nouvelles aujourd'hui en construction, les provinces et les municipalités peinent à rendre la vie de leurs citoyens plus « abordable ». Les programmes provinciaux de développement économique, axés sur la promotion des exportations, permettent de profiter des perspectives offertes par l'*Accord économique et commercial global* conclu avec l'Europe et de se prémunir contre les incertitudes propres à la renégociation actuelle de l'ALÉNA.

Dans le contexte prévu de la hausse des taux d'intérêt, les provinces devraient être rassurées par le succès qu'elles ont remporté, après la récession, dans le ré-étalement de leurs dettes. Or, elles doivent continuer de répondre à d'autres motifs de préoccupation, comme la hausse des frais des soins de santé d'un nombre croissant de personnes âgées, alors que de nouveaux problèmes surgissent, notamment la crise des opioïdes. Il faudra continuer de gérer attentivement les dépenses provinciales pour assurer un équilibre budgétaire durable, même si cinq provinces prévoient des excédents pour l'exercice financier en cours et que plusieurs autres accomplissent d'énormes progrès dans l'amointrissement des déficits de leur budget.

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	1,8	1,3	1,2	1,7	2,0	2,4	1,9	2,6	2,7
2016p*	1,5	1,9	2,4	0,9	1,4	1,7	2,6	2,4	-1,0	-3,8	3,7
2017p	3,1	-1,6	1,6	1,5	1,2	2,8	3,1	2,6	2,0	3,8	3,5
2018p	2,0	-0,4	1,4	1,2	0,9	1,9	2,2	2,0	1,8	2,1	2,3
2019p	1,5	0,7	1,1	0,8	0,5	1,5	1,7	1,5	1,6	1,7	1,7
PIB nominal											
2000–16	4,2	5,4	4,3	3,3	3,2	3,6	3,9	4,4	5,4	5,7	4,5
2016e	2,1	-0,1	3,7	2,4	2,5	3,0	4,2	3,7	-3,5	-6,0	5,4
2017p	5,6	2,8	3,6	3,5	3,2	4,8	5,4	4,7	5,2	7,5	5,9
2018p	4,2	2,8	3,3	2,9	2,7	3,8	4,4	3,9	4,1	4,5	4,5
2019p	3,9	3,7	2,9	2,6	2,3	3,5	3,9	3,5	4,1	4,6	3,9
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
2017p	1,7	-3,7	3,0	0,6	0,4	2,1	1,4	1,3	0,2	1,1	3,6
2018p	1,0	-1,0	0,2	0,2	0,2	0,9	1,1	0,7	0,6	0,9	1,2
2019p	0,8	-0,5	0,4	0,2	0,2	0,8	0,9	0,5	0,6	0,9	1,0
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
2017p	6,5	14,8	10,0	8,2	8,3	6,2	6,2	5,5	6,2	8,1	5,4
2018p	6,3	15,1	10,0	8,0	8,1	6,0	6,0	5,4	6,0	7,8	5,2
2019p	6,3	15,2	9,9	7,9	8,1	5,9	6,0	5,2	5,9	7,6	5,1
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
2017p	212	1,2	0,9	4,1	1,7	42	81	7,2	4,8	29	40
2018p	196	1,1	0,7	3,8	1,8	39	75	6,0	4,7	28	38
2019p	188	1,2	0,7	3,7	1,7	36	71	5,9	4,6	27	36
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
2017p	2 000	31	8	54	42	456	822	59	59	245	224
2018p	1 980	29	7	54	41	450	812	58	60	248	221
2019p	1 950	28	7	53	40	444	788	58	61	253	218
Soldes budgétaires, exercice terminé le 31 mars (en M\$ CA)											
2000–16**	-2 803	-75	-38	-30	-153	-821	-5 115	-142	360	1 064	319
2016	-987	-2 207	-13	-13	-261	2 191	-3 515	-839	-675	-6 442	811
2017p	-17 770	-1 080	-18	150 [†]	-119 [†]	250	-991 [†]	-764 [†]	-1 354 [†]	-10 784 [†]	2 737 [†]
2018p***	-17 000	-778	1	132	-156	0	0	-840	-685	-10 288	246
2019p***	-16 000	so	so	so	so	so	so	so	so	so	so

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Statistique Canada, SCHL, Documents budgétaires. *PIB réel par industrie aux prix de base. **MB : EF04–EF15; AB : EF05–EF15; SK : EF15–EF18f : exception faite du rajustement au titre des passifs des régimes de retraite. *** Les prévisions pour l'EF18 et l'EF19 du gouvernement fédéral canadien excluent l'ajustement en fonction du risque. †Résultats définitifs pour l'EF17; divers pour l'EF17 et l'EF18 : estimations des provinces.

États-Unis

- Les récents ouragans ont eu des effets limités sur l'économie américaine. Les solides gains de l'emploi devraient relancer la consommation, facteur de l'expansion économique américaine, et porter la croissance à 2,2 % sur un an en 2017, avant qu'elle plafonne à 2,3 % en 2018, puis plonge à 1,7 % sur un an en 2019, ce qui est proche du potentiel.
- Le secteur industriel américain est en voie de sortir de la torpeur dans laquelle il est plongé depuis deux ans, grâce à la reprise des industries minières et aux gains dans les industries des biens d'équipement, puisque l'investissement reprend dans l'ensemble de l'économie. Ce rebond pourrait être tempéré si la réforme fiscale fédérale ne parvient pas à voir le jour.
- Dans le même temps, la reprise de la croissance mondiale devrait relancer les exportations américaines dans les années à venir; toutefois, le déficit du compte courant du pays se creusera probablement, puisque les importations continueront d'augmenter en raison de la vigueur soutenue du dollar américain.

LES TEMPÊTES LES PLUS VIOLENTES SONT LES PLUS COURTES

Les ouragans Harvey et Irma ont dominé l'actualité américaine ces dernières semaines; or, malgré la dévastation qu'elles ont semée dans les États méridionaux des États-Unis et à Porto Rico, ni l'un ni l'autre ne devait produire de choc retentissant sur l'ensemble de l'activité économique américaine. La croissance de l'économie américaine, qui a atteint une moyenne légèrement supérieure à 2 % dans le premier semestre de 2017, semble vouloir progresser à la même cadence au deuxième semestre, dans la foulée des tempêtes (tableau 1). Il n'empêche que cette croissance constante, projetée à 2,2 % sur un an en 2017 et à 2,3 % sur un an en 2018 (tableau 2), reste supérieure aux estimations de la croissance potentielle de la Fed et des Études économiques de la Banque Scotia, qui s'établissent à une moyenne de l'ordre de 1,8 % pour la période de 2017 à 2019 (graphique 1). En raison de la forte croissance de la consommation de concert avec le rebond de l'activité industrielle, les États-Unis devraient rester en territoire de demande excédentaire en 2017 et 2018, même Washington se révèle impuissante à mener ses importantes réformes de la fiscalité et des dépenses.

LES CONSOMMATEURS AMÉRICAINS REPRENENT LEUR ÉLAN

Après un bref passage à vide au début de l'année, les consommateurs mènent de nouveau l'expansion américaine. Grâce aux solides fondamentaux des dépenses de consommation, et notamment au vigoureux marché de l'emploi, la croissance de la consommation devrait rester constante et s'articuler autour de 2,5 % jusqu'à l'an prochain. Les gains mensuels de l'embauche s'établissent à une moyenne d'environ 185 000 nouveaux postes, ce qui représente une solide tenue à cette étape tardive du cycle économique. La confiance des consommateurs est proche de ses sommets de ces 16 dernières années.

La progression des salaires, toujours aussi discrète, devrait commencer à s'accélérer en raison des marchés du travail proches du plein-emploi et du raffermissement des tendances de l'évolution de la productivité des travailleurs. La plupart des indicateurs de la marge d'emploi du marché du travail américain laissent entendre que l'économie est en plein-emploi. Le taux de chômage aux États-Unis est proche du creux de 4,4 % des 16 dernières années, alors que les grands indicateurs de la sous-utilisation de la main-d'œuvre, qui rendent compte des travailleurs pratiquement inactifs et des travailleurs sous-employés, sont aussi à leur plus bas depuis dix ans. Le taux des possibilités d'emplois et de roulement de la main-d'œuvre (JOLTS) est à son plus haut depuis au moins 2000, ce qui explique les pénuries de main-d'œuvre de plus en plus fortes, en raison de l'accélération de la croissance et de la demande (graphique 2).

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

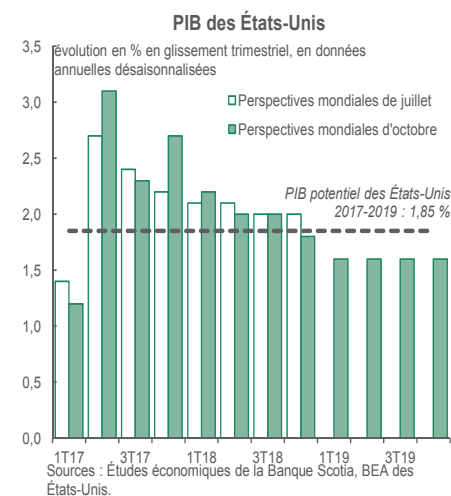
Mary Webb

416.866.4202

Études économiques de la Banque Scotia

mary.webb@scotiabank.com

Graphique 1



Les solides bilans des ménages étayent aussi les dépenses de consommation. La hausse de la valeur brute et de la valeur nette des maisons porte l'actif net des ménages à des niveaux sans précédent. La charge de la dette accapare environ 10 % du revenu disponible, ce qui est proche du niveau le plus faible dans les annales. Les ménages ont reconstitué un actif net important dans leur maison.

Les achats de véhicules des ménages restent résilients et devraient continuer de monter en 2018, en raison du vieillissement du parc automobile. Le ralentissement de l'ensemble des ventes de voitures cette année s'explique en grande partie par la réduction du parc automobile sur le marché des voitures de location aux États-Unis. La demande de remplacement des véhicules endommagés par les inondations causées par les ouragans viendra également relancer les ventes en 2018.

Il y a peu de risques de baisse dans les perspectives de consommation aux États-Unis. Une part grandissante des dépenses est financée par l'endettement ou l'épargne. La croissance du crédit à la consommation a largement doublé dans la dernière année pour s'établir à 6 % sur un an, surtout grâce au crédit renouvelable. Les taux d'épargne ont baissé et atteignent presque les creux d'avant la récession (graphique 3). Les taux de défaillance remontent dans certaines catégories de l'endettement, dont les cartes de crédit. Par contre, la possibilité que l'administration américaine mène une réforme de la fiscalité des particuliers continue de représenter un risque de hausse. Nos prévisions ne comportent aujourd'hui aucun allègement fiscal important.

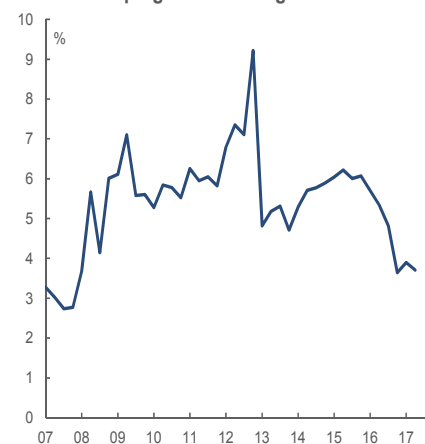
DES PERSPECTIVES PLUS TIMIDES POUR LE LOGEMENT AUX ÉTATS-UNIS

La reprise du logement aux États-Unis a perdu de la vitesse. En tenant compte du fléchissement de l'activité dans les régions durement éprouvées par les récents ouragans, le total des ventes de maisons existantes en 2017 devrait terminer l'année essentiellement sur un pied d'égalité avec les niveaux de 2016. Les mises en chantier de logements devraient également être plutôt étales sur un an.

Les facteurs fondamentaux de la demande de logements restent bien ancrés, notamment les faibles coûts du crédit, la forte croissance de l'emploi, la hausse des revenus et la confiance débordante des consommateurs. Les établissements de crédit assouplissent graduellement leurs normes. Les milléniaux vieillissent et s'apprentent à faire l'acquisition de leur première maison. En somme, il y a toujours une demande très pentue pour le logement. Le taux d'accès à la propriété aux États-Unis, après avoir sombré dans un creux sans précédent de 63,1 % au milieu de 2016, remonte dans l'ensemble des cohortes d'âges.

Graphique 2
Taux des possibilités d'emplois et de roulement de la main-d'œuvre (JOLTS)


Sources : Études économiques de la Banque Scotia, BLS.

Graphique 3
Taux d'épargne des ménages américains


Sources : Études économiques de la Banque Scotia, BEA.

Tableau 1

Prévisions trimestrielles pour les États-Unis	2017			2018				2019			
	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Économique											
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	3,1	2,3	2,7	2,2	2,0	2,0	1,8	1,6	1,6	1,6	1,6
PIB réel (variation annuelle en %)	2,2	2,1	2,3	2,6	2,3	2,2	2,0	1,9	1,8	1,7	1,6
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	1,9	1,8	1,8	1,7	2,1	2,2	2,2	2,2	2,3	2,4	2,4
Indice de référence (variation annuelle en %)	1,8	1,7	1,8	1,8	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3
Financier											
Euro (EUR/USD)	1,14	1,18	1,18	1,18	1,18	1,20	1,20	1,24	1,24	1,28	1,28
Livre sterling (GBP/USD)	1,30	1,28	1,33	1,35	1,35	1,37	1,37	1,38	1,38	1,40	1,40
Yen - Japon (USD/JPY)	112	110	112	114	114	115	115	118	118	120	120
Fed Funds Rate (limite supérieure, %)	1,25	1,25	1,50	1,50	1,75	1,75	2,00	2,00	2,00	2,25	2,25
Bon du Trésor à 3 mois (%)	1,01	1,04	1,30	1,40	1,60	1,70	2,00	2,05	2,05	2,30	2,30
Obligation du Trésor à 2 ans (%)	1,38	1,48	1,55	1,75	1,85	1,95	2,10	2,20	2,30	2,35	2,45
Obligation du Trésor à 5 ans (%)	1,89	1,93	2,00	2,10	2,15	2,20	2,30	2,40	2,50	2,55	2,60
Obligation du Trésor à 10 ans (%)	2,30	2,34	2,30	2,35	2,45	2,60	2,70	2,75	2,80	2,90	3,00
Obligation du Trésor à 30 ans (%)	2,83	2,86	2,80	2,80	2,85	3,00	3,10	3,10	3,15	3,20	3,30

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

Or, certains facteurs devraient continuer de restreindre l'activité. La hausse des prix des maisons, le fort endettement des étudiants et une pénurie tenace d'inscriptions à des prix abordables sont toujours autant d'obstacles de taille pour de nombreux acheteurs potentiels. Le nombre de maisons existantes à vendre a plongé à des creux sans précédent. La conjoncture du marché reste très difficile pour les acheteurs d'une première maison, dont la part dans le volume d'achat des maisons ne parvient toujours pas à décoller de la barre des 30 %, ce qui est nettement inférieur à la moyenne historique de près de 40 %. La hausse des taux et l'augmentation du coût des emprunts pénaliseront l'abordabilité des logements.

Nous avons dégradé nos attentes pour la construction de maisons neuves depuis les *Perspectives mondiales* du dernier trimestre. Malgré la grande confiance des constructeurs, la capacité de l'activité économique à se relever plus vivement est limitée par la hausse des prix des terrains et des coûts de construction et par les pénuries de main-d'œuvre. Les mises en chantier de logements devraient désormais totaliser 1,25 et 1,30 million de logements respectivement en 2018 et 2019; il s'agit d'une hausse par rapport à une estimation de 1,20 million de logements cette année (tableau 2), ce qui reste toutefois nettement inférieur aux besoins démographiques sous-jacents, estimés à 1,40 million de logements par an environ.

LA REPRISE INDUSTRIELLE S'ACCÉLÈRE

L'activité industrielle américaine continue de prendre de la vitesse. La demande intérieure de produits manufacturés progresse comme jamais depuis 2011, et la confiance des entreprises n'a jamais été aussi forte depuis le début du millénaire. La demande a été menée à l'origine par les biens de consommation, dynamisés par un solide marché du travail et par les bilans des ménages, qui n'ont jamais été aussi sains depuis plus d'une dizaine d'années. Or, les industries économiquement vulnérables des ressources et des biens d'équipement ont pris la tête du peloton de la croissance ces derniers mois, puisqu'aux États-Unis et partout ailleurs dans le monde, la croissance se conforte (graphique 4). En particulier, la demande américaine de produits en métal progresse au rythme de 10 % sur un an depuis le début de l'année, ce qui compense le brusque repli que nous avons constaté au milieu de 2016. Par exemple, la demande d'acier aux États-Unis a bondi d'environ 18 % sur un an depuis le début de l'année, ce qui lui permet d'inscrire sa meilleure tenue depuis 2011. Cette amélioration, qui s'explique par les perspectives rehaussées de l'investissement des entreprises et de l'activité dans le bâtiment, devrait être énergisée par les efforts de reconstruction et l'accroissement des dépenses fédérales dans le sillage des récents ouragans. Rappelons que dans ce contexte, dans la foulée de l'ouragan Katrina en 2005, le Congrès a approuvé des programmes d'aide de plus de 100 G\$ US (0,7 % du PIB); la dernière saison des ouragans donnera probablement lieu à des mesures de relance encore plus importantes.

REBOND GÉNÉRALISÉ DE L'INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES

L'investissement des entreprises américaines a monté à un rythme annualisé de 7 % au premier semestre de 2017, ce qui représente sa meilleure tenue depuis trois ans et ce qui a donné lieu à une forte accélération de la demande de machines. En août 2017, la demande de machines aux États-Unis avait monté de 7 % sur un an depuis le début de l'année, grâce à une progression dans les deux chiffres dans la plupart des industries. Même si le rebond de 54 % sur un an de l'activité du secteur pétrogazier au premier semestre de 2017 donne un coup de pouce considérable aux machines et à la sidérurgie, l'investissement consacré aux secteurs distincts de l'énergie se renforce lui aussi, ce qui permet d'accélérer le rythme des commandes de biens d'équipement non militaires et ce qui laisse entrevoir une nouvelle amélioration de l'investissement des entreprises (graphique 5). Il convient de signaler que la demande américaine de machines de construction a bondi d'environ 17 % sur un an depuis le début de 2017, et on fait état d'une progression comparable dans le volume du ciment et des autres matériaux de construction transportés par chemin de fer. En fait, l'investissement dans les structures non résidentielles dépasse cette année la croissance des biens d'équipement pour la première fois depuis 2014. La construction de nouvelles usines a même commencé à se stabiliser, puisque les taux d'exploitation des industries sont sortis du

Graphique 4

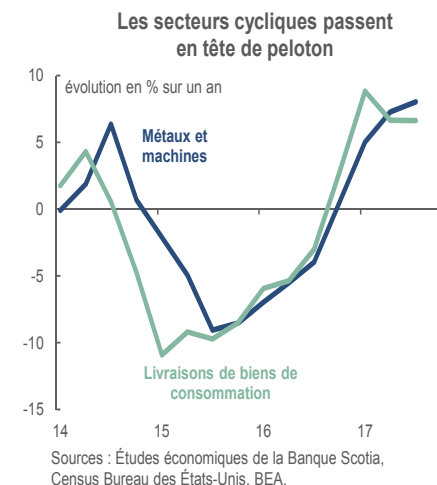


Tableau 2

États-Unis	2000-16	2016	2017p	2018p	2019p
(variation annuelle en %, sauf indication contraire)					
PIB réel	1,9	1,5	2,2	2,3	1,7
Dépenses de consommation	2,4	2,7	2,7	2,5	2,1
Investissement dans le secteur résidentiel	-0,4	5,5	1,5	1,5	1,6
Investissements des entreprises	2,3	-0,6	4,4	3,5	2,3
Gouvernement	1,0	0,8	0,1	0,7	0,5
Exportations	3,6	-0,3	3,2	2,7	2,7
Importations	3,4	1,3	3,8	3,3	3,2
PIB nominal	3,9	2,8	3,9	4,0	3,7
Indice implicite du PIB	2,0	1,3	1,7	1,7	1,9
Indice des prix à la consommation	2,2	1,3	2,0	2,1	2,3
IPC de base	2,0	2,2	1,8	2,0	2,2
Bénéfices des sociétés avant impôts	5,5	-2,1	4,0	3,4	0,5
Emploi	0,7	1,8	1,5	1,2	1,1
Taux de chômage (en %)	6,2	4,9	4,4	4,3	4,2
Solde des paiements courants (en G\$ US)	-507	-452	-491	-552	-605
Balance commerciale (en G\$ US)	-673	-753	-816	-883	-952
Solde budgétaire fédéral (en G\$ US)	-532	-585	-650	-660	-700
pourcentage du PIB	-3,7	-3,1	-3,4	-3,3	-3,4
Mises en chantier (en millions)	1,27	1,18	1,20	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	1,5	1,8	1,0
Pétrole WTI (\$ US/baril)	63	43	50	52	56
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	4,94	2,55	3,08	2,85	3,00

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

creux cyclique du premier trimestre de 2016. Or, on attend toujours le rebond des marges bénéficiaires, tenues en laisse par des résultats bénéficiaires inférieurs à la moyenne dans certains secteurs essentiels.

POURTANT, ON NE S'ATTEND QU'À DES MESURES DE RELANCE BUDGÉTAIRES LIMITÉES

À tous les paliers de gouvernement, la contribution prévue des dépenses courantes et des dépenses en immobilisations à la croissance annuelle du PIB réel devrait monter pour atteindre un timide 0,1 point de pourcentage par an en 2018 et 2019. Les administrations d'État et municipales réagissent prudemment à la volatilité permanente des discussions sur les politiques fédérales puisque les Républicains souhaitent confier aux paliers inférieurs une plus grande responsabilité dans le cadre des programmes. Nous supposons que le déficit budgétaire fédéral se creusera modérément pour passer d'un creux de 2,4 % dans l'exercice 2015 à 3,3 % dans l'exercice 2019, puisque la croissance des recettes ne parviendra pas à suivre le rythme des dépenses annuelles, augmentées par les versements d'intérêts nets, les dépenses obligatoires et les sautes d'humeur de l'actualité.

La politique budgétaire comprendrait généralement plus de mesures de relance si on finissait par faire adopter un ensemble de réformes proposées pour la fiscalité des entreprises et des particuliers. Le lecteur trouvera ci-après les grandes lignes des grandes propositions de l'administration américaine, même si nous savons qu'on n'en connaît pas les modalités décisives. Les mesures proposées pour alléger la fiscalité des contribuables comprennent le télescopage des tranches d'imposition pour la fiscalité fédérale des particuliers, qui passent de sept à trois tranches (soit 12 %, 25 % et 35 %), ainsi que la possibilité d'une quatrième tranche pour ceux dont les revenus sont très élevés, l'extension des déductions types, l'amélioration du crédit d'impôt pour les enfants et l'élimination de l'impôt minimum de remplacement et de l'impôt sur les successions. Pour les sociétés, le taux de l'impôt sur le revenu du gouvernement fédéral serait élargi et passerait de 35 % à 20 %, et pour les petites entreprises qui versent leurs bénéfices à leurs propriétaires, le taux d'imposition serait de 25 %. Pendant cinq ans, l'investissement consacré aux machines et aux biens d'équipement pourrait être entièrement amorti sur la première année. Pour les multinationales qui exercent leurs activités à l'étranger, le taux mondial actuel serait remplacé par un régime territorial.

Toutefois, le Congrès doit toujours arrêter les modalités portant sur les moyens grâce auxquels ces compressions fiscales seront financées. Il est peu probable que les représentants qui siègent au Congrès soient d'accord pour éliminer plusieurs déductions essentielles, notamment celles qui sont prévues sur l'intérêt hypothécaire, les dons de bienfaisance et les impôts des États et des administrations locales, afin de financer la réforme fiscale. C'est pourquoi le programme de réformes récemment proposé ne verra probablement pas le jour; or, l'échec de ce programme pourrait donner lieu à certaines mesures provisoires et palliatives pour permettre à la Maison-Blanche et au législateur d'afficher certains progrès.

LES EXPORTATIONS MONTENT, MAIS LES DÉFICITS COMMERCIAUX DEVRAIENT SE CREUSER

Les exportations de marchandises américaines ont inscrit leurs plus forts gains annuels depuis cinq ans, grâce à la reprise substantielle de l'exportation des produits de base et au regain de vigueur de l'activité des usines. La hausse des cours du pétrole et des minéraux a porté la croissance des exportations minières, pétrolières et charbonnières à une moyenne de 45 % sur un an jusqu'en juillet cette année. L'an dernier, ces exportations se sont comprimées à un rythme annuel de 22 % au cours de la même période; leurs niveaux actuels continuent de frôler les trois quarts des courants d'exportation qui ont précédé l'effondrement des cours pétroliers en 2015. Dans l'ensemble, le total des exportations de biens a progressé de 7 % sur un an en juillet, ce qui est supérieur aux gains de 4,1 % sur un an dans la même période pour l'exportation des services — c'est la première fois que cette progression est aussi forte depuis 2012, grâce essentiellement à la reprise du secteur minier.

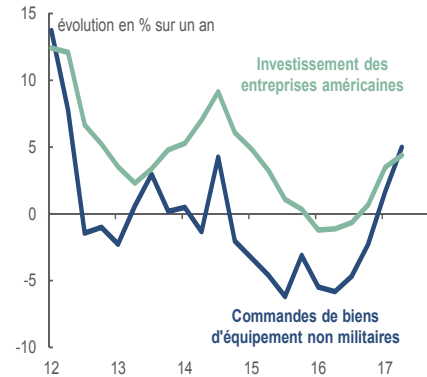
Cependant, la vigueur chronique du dollar américain — qui continue de frôler les sommets atteints après la récession, grâce aux apports de capital en réaction aux efforts de la Fed de normaliser la politique monétaire — devrait permettre aux importations de marchandises de progresser plus rapidement que les exportations. Bien que l'excédent commercial dans les échanges de services soit resté relativement constant depuis 2014, la récente hausse de 8 % sur un an du déficit dans le commerce des biens explique que le déficit du compte courant du pays se soit légèrement creusé (graphique 6). Les déficits du commerce et du compte courant aux États-Unis continueront probablement d'augmenter puisque les taux d'épargne se situent toujours aux creux qu'ils atteignaient avant la récession (graphique 3) et que l'administration américaine fait la promotion de nouvelles mesures de relance budgétaires grâce aux dépenses d'infrastructure ou aux compressions fiscales — ce qui nuit à certaines priorités de la Maison-Blanche tout en lui permettant d'en respecter d'autres.

REPRISE DES ACHATS ÉTRANGERS DE TITRES AMÉRICAINS

Sur les marchés financiers internationaux, les achats étrangers nets de titres américains continuent de s'inscrire à l'encre noire depuis sept mois d'affilée, ce qui représente leur plus longue séquence depuis 2012-2013, après avoir oscillé entre des sorties nettes et des apports nets presque chaque mois depuis le milieu de 2015 alors que la Chine a réduit ses réserves en bons du Trésor américain (graphique 7). Jusqu'en juillet cette année, les réserves chinoises de bons du Trésor américain ont monté d'environ 117 G\$ US parce que la pression exercée sur les autorités chinoises pour soutenir le yuan a diminué. Les achats étrangers d'actions de sociétés et de titres à revenu fixe américains ont également monté au cours des 18 derniers mois puisque les investisseurs sont en quête de rendements (graphique 8).

Graphique 5

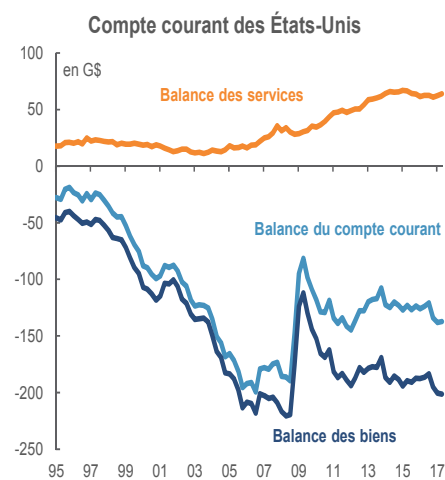
L'investissement des entreprises prend de la vitesse



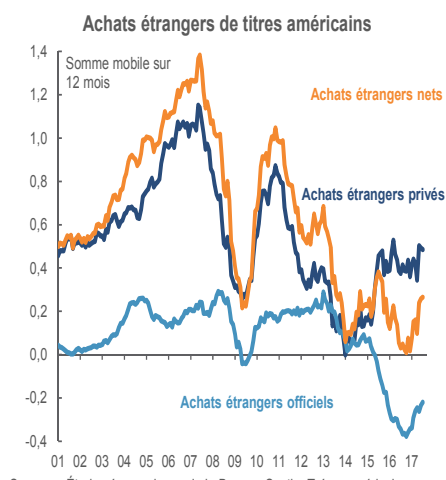
Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Censur Bureau des États-Unis, BEA.

LES RISQUES DE L'EXCEPTIONNALISME AMÉRICAIN

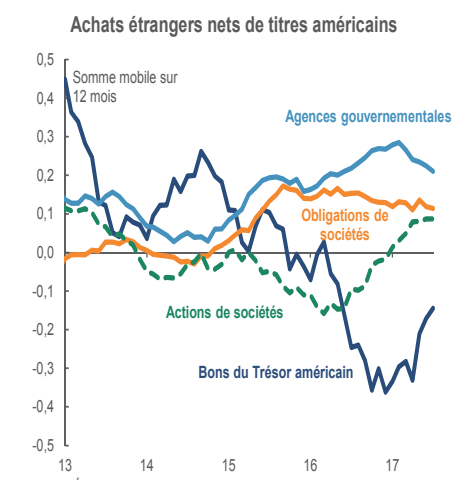
Certains aspects du relief incertain des politiques américaines se sont précisés ces derniers mois, tandis que d'autres se sont embrouillés. Le pacte conclu entre la Maison-Blanche et les démocrates au Congrès a mis un terme temporaire au débat sur le plafonnement de la dette; or, cette question pourrait ressurgir en 2018. Le récent effondrement des différents projets de loi sur la réforme des soins de santé témoigne de toute la difficulté que le Congrès divisé, maîtrisé par les Républicains, pourrait éprouver dans l'adoption d'une importante réforme fiscale ou des grandes initiatives de dépenses — ce qui pourrait freiner le rebond émergent de l'investissement des entreprises. La croissance pourrait être laminée encore plus par les efforts protectionnistes destinés à faire obstacle à l'Accord de libre-échange nord-américain (ALÉNA) et paralyser le commerce des avions, du bois d'œuvre, de l'aluminium, de l'acier et des panneaux solaires, entre autres.

Graphique 6


Sources : Études économiques de la Banque Scotia, BEA.

Graphique 7


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

Graphique 8


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

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

Le service des Études économiques de la Banque Scotia a à peine modifié ses prévisions pour la Réserve fédérale américaine, la Banque du Canada et les courbes de rendement en général. On s'attend toujours, de la part de chaque banque centrale, à une autre hausse des taux cette année, puis à deux autres hausses l'an prochain, ce qui aura pour effet de continuer d'aplanir à la baisse les courbes des rendements 2 ans/10 ans de chaque pays, ce qui n'aura aucune incidence sur l'évolution du dollar canadien (graphiques 1 et 2). Sur notre horizon prévisionnel, nous entrevoyons un écart de taux d'intérêt à un jour de -25 points de base et des taux directeurs qui se rapprocheront des hypothèses de taux neutre ou qui convergeront sur ces hypothèses en 2019.

LA BANQUE DU CANADA — D'ABORD UNE PAUSE, PUIS UN RELÈVEMENT GRADUEL

On s'attend à ce que la BdC hausse son taux de 25 points de base en décembre, puis le relève deux fois en 2018, aux alentours d'avril et d'octobre. Dans la chronologie de la prochaine hausse, le risque penche pour une hausse qui n'interviendra qu'après décembre. En 2019, on prévoit, pour ce cycle, une fourchette de taux directeurs neutres de 2 %-2,5 %.

Dans son récent discours et sa dernière conférence de presse, M. Poloz, le gouverneur de la BdC, continue de laisser la porte ouverte à de nouvelles hausses de taux, tout en faisant preuve d'une certaine patience et d'une certaine dépendance vis-à-vis des données ([ici](#)). Pour ce qui est de savoir si le durcissement monétaire se contentera de compenser les deux baisses de taux de 2015, M. Poloz a déclaré qu'« à tout le moins, ce degré additionnel de détente monétaire n'est plus nécessaire ». En bref, La BdC a annoncé une pause a) en affirmant qu'elle « fera preuve de circonspection », b) en indiquant qu'il n'y a rien « de mécanique en matière de politique monétaire », ce qui élimine toute possibilité qu'elle suive une ligne droite dans le relèvement ininterrompu des taux directeurs en prévision d'une évolution modélisée de la conjoncture, c) en signalant que les données sur les salaires sont toujours léthargiques, d) en attirant l'attention sur l'incertitude du cycle de l'investissement et ses incidences sur l'excédent de capacité et, par contrecoup, sur les pressions inflationnistes, et e) en pointant l'incertitude qui règne sur « la cause, l'importance et la ténacité » des mouvements de devises et de leurs effets.

Le parti pris pour le durcissement monétaire s'explique toujours par les mêmes raisons :

- la hausse des facteurs d'inflation idiosyncrasique intérieure puisque les prix de l'essence, des voitures et de l'électricité sont non plus désinflationnistes, mais plutôt réinflationnistes;
- le cadre général du déficit de production puisque l'excédent de capacité s'est essentiellement amenuisé en raison de la forte croissance alors que nous nous attendons à ce que le ralentissement de la croissance économique dérive marginalement vers une demande excédentaire à terme dans l'ensemble. En raison du décalage habituel, on peut s'attendre à une légère augmentation des pressions inflationnistes (graphique 3);
- le risque conjoncturel est moindre; il paraît improbable a) que les États-Unis imposent des taxes frontalières; b) que l'ALÉNA sera un haut fait macroconjuncturel par opposition à une considération sectorielle, et c) que le Canada importe un violent choc du marché obligataire américain dans l'application de mesures de relance budgétaires et réglementaires vers la fin du cycle alors que la prime à terme augmente avec l'allègement du bilan de la Fed (dont il est question plus loin);
- les risques relatifs à la stabilité financière : les corrections sur les marchés du logement de Vancouver et de Toronto se révéleront probablement temporaires et inciteront à être plus à l'aise avec le durcissement monétaire à un rythme graduel. Effectivement, la croissance du crédit consenti aux ménages s'est accélérée durant l'été;

RENSEIGNEMENTS

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

416.863.7707

Études économiques de la Banque Scotia

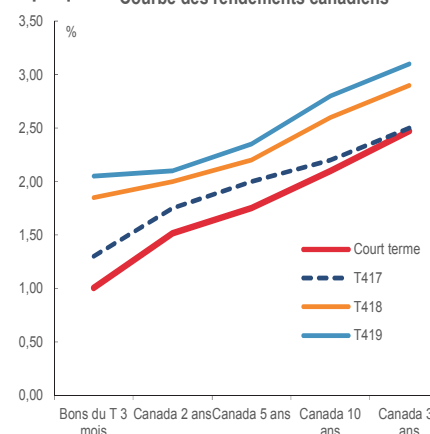
derek.holt@scotiabank.com

Graphique 1 Courbe des rendements américains



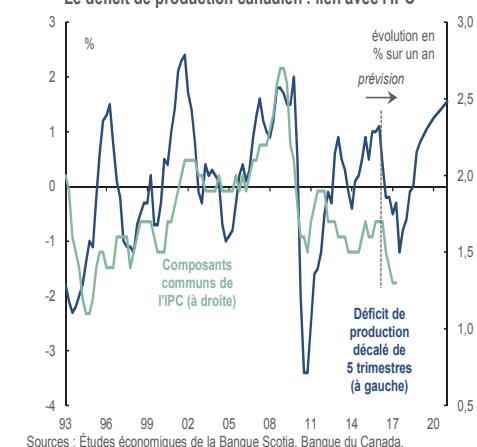
Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 2 Courbe des rendements canadiens



Source : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 3 Le déficit de production canadien : lien avec l'IPC



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

- la stérilisation du surciblage de la politique budgétaire. En raison de l'application conjuguée des mesures de relance monétaires et budgétaires, la croissance du PIB, plus forte qu'attendu, a atteint une moyenne frôlant les 4 % dans les quatre derniers trimestres, en chiffres corrigés de l'inflation.

LA RÉSERVE FÉDÉRALE AMÉRICAINE : DURCISSEMENT TRADITIONNEL

Une hausse du taux directeur en décembre devrait être suivie de deux autres hausses en 2018, aux environs de juin et de décembre, et par conséquent, il s'agira d'une hausse de moins par rapport à la ligne de conduite « en pointillé » de la Fed. Nous nous attendons ainsi à la réalisation d'une fourchette cible de taux directeurs neutres de 2,25 %–2,5 % en 2019, lorsque le cycle de relèvement des taux tirera à sa fin.

Au moins trois grandes considérations guident nos prévisions au-delà des fondamentaux sous-jacents de la croissance et de l'excédent de capacité, qui justifient d'autres hausses à notre avis.

1. L'inflation et le dollar

L'inflation est probablement en train d'affronter des vents contraires transitoires, liés à la vigueur passée du dollar américain. Puisque le billet vert a fléchi depuis le printemps, **on s'attend à un profil supérieur de l'inflation, ce qui devrait justifier un retour au durcissement monétaire.** Bien que le lien entre le dollar et l'inflation soit à peine étanche, les brusques et importantes sautes d'humeur du dollar ont tendance à être plus étroitement corrélées à d'importantes et brusques sautes d'humeur des prix des importations (graphique 4), qui se répercutent discrètement sur l'IPC. L'indice de synthèse du dollar est aujourd'hui à son plus creux depuis avril 2016 et a largement masqué la totalité de sa remontée avant et après la présidentielle. Au début de 2016, une correction plus timide du dollar a été suivie d'une hausse de l'inflation fondamentale des dépenses de consommation des ménages, qui est passée de 1,2 % à 1,9 % sur un an grâce à plusieurs facteurs, dont le dollar américain.

Il est important de rappeler ce qui a été publié et de prendre acte des avis de la Réserve fédérale américaine à propos du rôle de la monnaie sous cet angle. Effectivement, dans [ce discours](#) qu'il a prononcé il y a environ deux ans, le vice-président démissionnaire, M. Stanley Fischer, évoquait justement la question même des effets du taux de change sur la croissance et l'inflation. M. Fischer a déclaré que les modèles de la Fed indiquent que, pondérée des échanges commerciaux, chaque appréciation de 10 % du dollar rogne 0,5 % sur l'inflation fondamentale des dépenses de consommation des ménages dans les deux trimestres qui suivent aussitôt cette appréciation et environ 0,3 % sur quatre trimestres. Il faut signaler que l'indice de synthèse du dollar s'est apprécié d'environ 9 % entre le printemps 2016 et le début de 2017 et qu'il s'est depuis déprécié d'autant.

Il est donc plausible que l'essentiel de la décélération de l'inflation fondamentale des dépenses de consommation des ménages, qui est passée de 1,9 % au début de 2017 à 1,4 % en août, s'explique par l'appréciation antérieure du dollar. **Par voie de conséquence, la dépréciation du dollar depuis le début de 2017 pourrait bien permettre à la Fed de se rapprocher de sa cible inflationniste dès le S1 de 2018.**

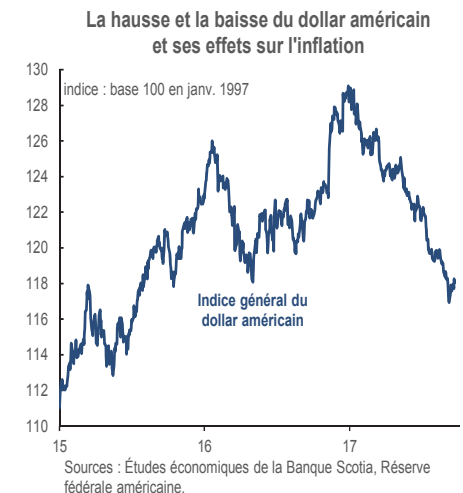
2. S'en remettre au durcissement traditionnel

Comme l'expliquent ci-après les prévisions de la courbe des rendements, il est improbable que la Fed puisse à elle seule dévaloriser la courbe des rendements des bons du Trésor en haussant la prime à terme grâce à la compression de ses réinvestissements. Ainsi, **le durcissement monétaire non traditionnel ne remplace évidemment pas le durcissement monétaire traditionnel.** On ne sait toujours donc pas vraiment si la Fed doit tabler sur le durcissement non traditionnel plutôt que sur des hausses de taux traditionnelles, puisqu'il semble que certains représentants du FOMC aient laissé entendre qu'ils étaient à l'aise avec ces mesures durant la période estivale.

3. Stériliser les autres mesures de relance monétaires

Parviendra-t-on à réaliser l'assouplissement monétaire potentiel, grâce à des mesures budgétaires et réglementaires, de manière à faire rejaillir d'importantes retombées macroéconomiques? Il s'agit d'une question très complexe, que nous ne traiterons pas intégralement dans ces pages, faute de place; toutefois, nous supposons que les éventuelles réformes fiscales et budgétaires produiront très peu de retombées macroéconomiques. Si nous avons tort, les marchés et la politique de la Fed pourraient stériliser les résultats, ce qui signifie **que la réaction de la Fed aux réformes de la politique budgétaire sera soit relativement clémente, soit progressivement durcie par rapport à notre scénario de base.**

Graphique 4



Un argument, qui ne figure pas dans cette liste de considérations essentielles, veut que les représentants du FOMC souhaitent durcir la politique monétaire pour dépouiller, de la flexibilité monétaire éventuelle, l'extrémité inférieure de la fourchette des taux s'il devait à nouveau être question des risques de baisse pour l'économie et de la double mission de la Fed. Certains pourraient le croire; or, selon une logique circulaire intégrée, la Fed souhaite amadouer les risques de récession grâce à un durcissement normalement inconvenant de sa politique monétaire, ce qui lui donne la marge de manœuvre voulue pour enrayer la prochaine récession.

LES COURBES DES RENDEMENTS — RÉACTION ASYMÉTRIQUE DE LA PRIME À TERME?

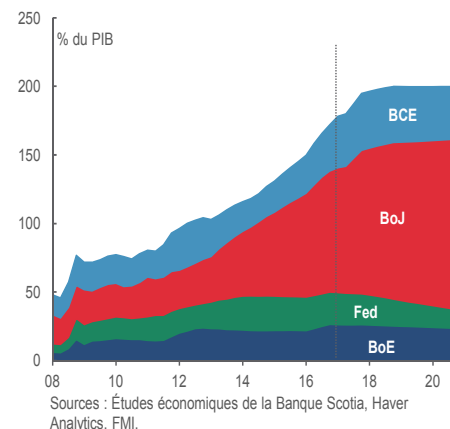
Les perspectives des courbes des rendements (tableau) posent un enjeu énorme, puisqu'on peut se demander si la prime à terme des bons du Trésor augmentera lorsque la Fed allégera son bilan en bons du Trésor et en titres hypothécaires et à quel rythme elle le fera. À notre avis, la prime à terme augmentera plus lentement, avec l'allègement du bilan, qu'elle a baissé quand les mesures d'assouplissement quantitatif ont gonflé le bilan dans la foulée de la crise. Ce qui ne veut pas dire que les bons du Trésor ne peuvent pas se dévaloriser à partir de maintenant jusqu'à l'an prochain, puisque nos prévisions établissent à environ 2,75 % les rendements américains à dix ans à la fin de 2018, alors qu'il est improbable, à notre avis, qu'une forte hausse de la prime à terme exerce d'autres pressions.

La recherche (ici) laisse entendre que les rendements des bons du Trésor américain à dix ans ont baissé d'environ 20 % par rapport à ce qu'ils seraient normalement si le bilan de la Fed n'avait pas été gonflé et que d'autres facteurs n'avaient pas été maîtrisés. L'opinion voulant que la prime à terme sur les bons du Trésor augmente moins sensiblement qu'elle a baissé (selon une courbe en U peu profonde par rapport à une courbe en V) s'explique par de nombreuses autres considérations touchant le marché des bons du Trésor, et non simplement par le bilan de la Fed, dont les marchés comprennent le plan de compression, mais dans le contexte de considérations différentes. Il s'agit normalement :

- des préoccupations de fin de cycle qui pourraient ralentir, freiner ou inverser les plans d'allègement du bilan à un moment donné dans la réalisation du plan pluriannuel. On ne sait pratiquement rien de la chronologie d'un cycle opérationnel; toutefois, les risques de déception en cours de route sont plus importants quand il est question de la durée de la troisième séquence de croissance dans les annales, et qui deviendra plutôt la deuxième par rapport à ce qu'elle serait si la croissance était plus embryonnaire;
- des activités d'autres grandes banques centrales qui pratiquent l'assouplissement quantitatif et dont les bilans ne seront pas comprimés avant des années (BoE) ou continueront d'être gonflés, ne serait-ce qu'à un rythme plus lent éventuellement (BCE et BoJ). Le lecteur est invité à consulter le graphique 5. Il s'agit d'une évolution très différente du « coup de sang » (*taper tantrum*) de mai 2013, dans lequel d'autres banques centrales étaient loin d'être aussi actives, notamment la BCE dont le bilan se comprimait à l'époque. L'estimation de la réduction de la prime à terme dans le cadre du programme d'assouplissement quantitatif de la Fed penchait également pour une période au cours de laquelle l'AQ1 et l'AQ2 étaient déployés avant des interventions beaucoup plus vigoureuses des banques centrales étrangères en adoptant des politiques traditionnelles (taux directeurs négatifs) et non traditionnelles (AQ, ligne de conduite, programmes de crédit à terme, et ainsi de suite). La capacité de la Fed à dévaloriser à elle seule le marché des bons du Trésor est limitée dans un monde de transactions de portage connectées rajustées pour tenir compte des risques de couverture des devises si d'autres banques centrales étrangères hésitent toujours à laisser monter sensiblement leurs propres rendements;
- des marchés boursiers euphoriques qui pourraient justifier une offre de valeurs refuges permettant de préserver la demande de bons du Trésor;

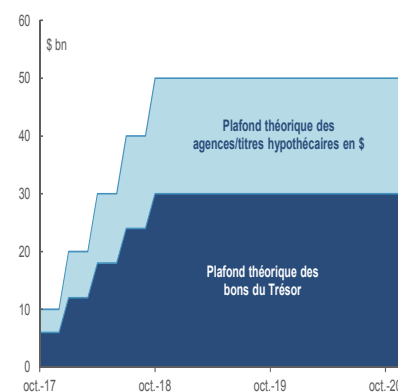
Graphique 5

Les mesures d'AQ combinées des banques centrales ne se réduiront pas beaucoup avant longtemps



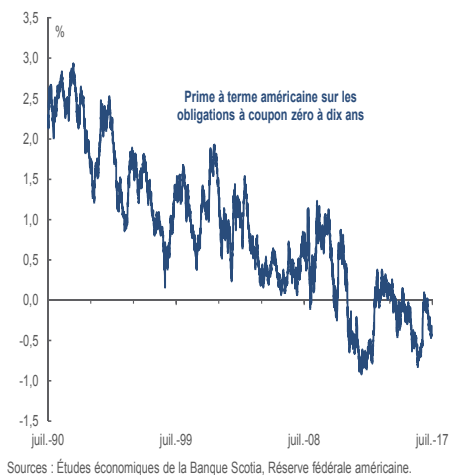
Graphique 6

Les plafonds de réinvestissement de la Fed ne sont pas obligatoires



Graphique 7

La prime à terme américaine en chute libre



- des plafonds de réinvestissement (graphique 6) théoriques, et donc obligatoires. Les montants réels qui permettront de déléster le bilan chaque mois dépendent du courant de titres arrivant à échéance et, dans le cas des titres hypothécaires, du risque de prépaiement. Dans environ un an, et pendant plusieurs mois chaque année, le montant réel des bons du Trésor arrivés à échéance et délestés du bilan et sera nettement inférieur aux plafonds d'investissement théoriques;
- des estimations des taux neutres qui continuent de baisser et constituent l'ancrage absolu qui permet de tenir compte, dans la courbe, des éventuelles interventions de la Fed dans l'établissement des taux directeurs;
- de différents autres facteurs, par exemple les estimations du risque d'inflation à long terme (graphique 7), qui pèsent sur la prime à terme et baissent depuis des dizaines d'années, avant même l'avènement des mesures d'assouplissement quantitatif. À cet égard, les swaps d'inflation à cinq ans dans cinq ans tiennent désormais compte d'un taux d'inflation à plus long terme de 2,3 %, ce qui paraît assez raisonnable à ce stade.

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

	2017		2018				2019			
	T3	T4p	(fin de trimestre, en %)							
Canada	T3	T4p	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	1,75	2,00	2,00	2,00	2,00
Taux de base	3,20	3,45	3,70	3,70	3,95	3,95	4,20	4,20	4,20	4,20
Bons du Trésor à trois mois	1,00	1,30	1,55	1,60	1,80	1,85	2,05	2,05	2,05	2,05
Obligations du Canada à deux ans	1,52	1,75	1,85	1,90	1,95	2,00	2,05	2,05	2,10	2,10
Obligations du Canada à cinq ans	1,75	2,00	2,05	2,10	2,15	2,20	2,25	2,25	2,30	2,35
Obligations du Canada à dix ans	2,10	2,20	2,25	2,35	2,45	2,60	2,70	2,75	2,80	2,80
Obligations du Canada à 30 ans	2,48	2,50	2,55	2,60	2,75	2,90	2,95	3,00	3,05	3,10
États-Unis	T3	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Taux cible des fonds fédéraux	1,25	1,50	1,50	1,75	1,75	2,00	2,00	2,00	2,25	2,25
Taux de base	4,25	4,50	4,50	4,75	4,75	5,00	5,00	5,00	5,25	5,25
Bons du Trésor à trois mois	1,04	1,30	1,40	1,60	1,70	2,00	2,05	2,05	2,30	2,30
Bons du Trésor à deux ans	1,48	1,55	1,75	1,85	1,95	2,10	2,20	2,30	2,35	2,45
Bons du Trésor à cinq ans	1,93	2,00	2,10	2,15	2,20	2,30	2,40	2,50	2,55	2,60
Bons du Trésor à dix ans	2,34	2,30	2,35	2,45	2,60	2,70	2,75	2,80	2,90	3,00
Bons du Trésor à 30 ans	2,86	2,80	2,80	2,85	3,00	3,10	3,10	3,15	3,20	3,30

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Mexique

INDICATEURS EN DEMI-TEINTE, SOMME TOUTE BIEN ORIENTÉS

- Le Mexique essuie les pertes subies à la suite de deux épouvantables séismes en septembre. Il est encore trop tôt pour connaître les effets probables de ces séismes sur le paysage macroéconomique; nous croyons toutefois qu'ils seront plutôt modestes.
- Certains indicateurs économiques récents affichent des résultats contradictoires qui pourraient laisser entendre que l'économie mexicaine se ralentit, alors que d'autres indiquent le contraire. À nos yeux, les indicateurs sont surtout bien orientés, et c'est pourquoi nous haussons de nouveau nos prévisions du PIB.
- Contrairement aux marchés qui croient que la politique monétaire sera rapidement assouplie en 2018, nous nous attendons toujours à ce que la Banco de Mexico augmente encore à deux autres reprises son taux de référence.

Septembre a été un mois catastrophique pour le Mexique. Deux violents séismes ont entraîné d'effroyables pertes humaines et de lourds dégâts, essentiellement dans la région du centre-sud, en dévastant les villes de Mexico et Puebla, l'État de Mexico, l'Oaxaca, le Chiapas et le Morelos. Bien qu'il n'y ait toujours pas d'expertise finale de la catastrophe, on déplore plus de 330 morts dans l'ensemble du pays. Rien qu'à Mexico, plus de 3 000 immeubles ont été endommagés et 40 bâtiments se sont effondrés. La plus grande partie de l'infrastructure productive n'a pas été durement éprouvée, même si certains tronçons de l'autoroute entre Mexico et Acapulco ont été détruits et que la raffinerie de Salina Cruz dans l'Oaxaca a été fermée pendant plusieurs semaines.

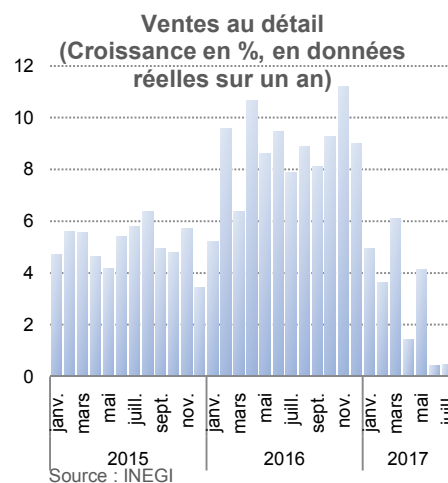
Il est difficile d'expertiser le retentissement produit sur les variables macroéconomiques; or, à notre avis, les effets sur la croissance économique et l'inflation seront à peine observables et seront transitoires. Selon notre estimation préliminaire de l'impact sur sa croissance au troisième trimestre, le PIB a perdu moins de 0,2 point de pourcentage, ce qui ne modifie pas notre prévision de croissance pour l'ensemble de l'année. L'inflation pourrait être soumise à des pressions, puisque la demande exceptionnelle de certains produits a augmenté et que les stocks des entreprises se sont repliés. On pourrait constater d'autres hausses de prix pendant la phase de la reconstruction, surtout en ce qui concerne les prix des matériaux de construction comme le ciment, l'acier et le verre, entre autres. Toujours est-il que ces pressions seront passagères et qu'elles ne devraient pas avoir de profonds retentissements sur l'inflation.

Pour ce qui est de l'économie, certains indicateurs sont nuancés et difficiles à interpréter à l'heure actuelle. Les ventes au détail ont considérablement ralenti (graphique 1), en progressant à peine sur un an, en chiffres réels, en juin et juillet. Ce ralentissement s'explique essentiellement par la léthargie des ventes de voitures (-4,8 % sur un an en juin et -4,3 % sur un an en juillet) et des grands magasins et supermarchés (-0,9 % sur un an en juin et -0,1 % sur un an en juillet). On a toutefois relevé de fortes hausses, qui se sont toutes produites en juillet, dans les ventes d'articles de soins de santé (+7,4 % sur un an), de papier et de produits de loisirs (+8,0 % sur un an), d'électroménagers et d'ordinateurs (+11,0 % sur un an), et de téléviseurs et dans le commerce électronique (+10,3 % sur un an). Il est utile de signaler que l'accélération inattendue de l'inflation explique en partie ce ralentissement.

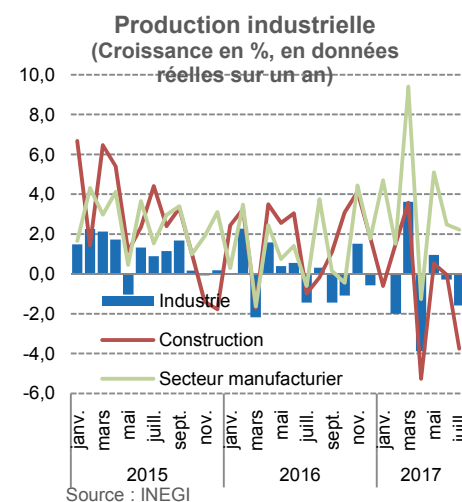
RENSEIGNEMENTS

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

Graphique 1



Graphique 2



L'activité industrielle a aussi affiché une piètre tenue, en perdant 1,6 % en données réelles sur un an en juillet, ce qui a révélé des contractions dans l'industrie minière (-8,6 %), les services publics (-2,7 %) et la construction (-3,7 %), d'où la baisse de 4,4 % en chiffres réels de la construction de logements et d'établissements commerciaux, ce qui est exceptionnel pour ce secteur. Par contre, l'industrie manufacturière a gagné 2,2 % en données réelles sur un an en juillet, en laissant apparaître de rares contrastes parmi certains de ses composants, ce qui laisse entendre que certains facteurs non recensés influent précisément sur les chiffres : alors que les dérivés du pétrole et du carbone ont baissé de 22,7 % en données réelles sur un an, la production de machines et de biens d'équipement a crû de 32,0 % en données réelles sur un an (ce qui est remarquable).

En revanche, la création d'emplois, mesurée d'après le nombre de travailleurs assurés auprès de l'Institut mexicain de la sécurité sociale, s'est chiffrée à 676 000 postes depuis le début de l'année en août, soit une croissance moyenne de 4,3 % sur un an, alors que le taux de chômage a atteint 3,53 %, ce qui représente un creux pour un mois d'août depuis 2002.

Les versements depuis l'étranger ont atteint le chiffre cumulé de 16,4 milliards de dollars US de janvier à août, en progression de 6,4 % sur un an, ce qui représente 314,7 milliards de pesos mexicains. Cet apport est un volet important des dépenses de nombreux ménages dans ce pays.

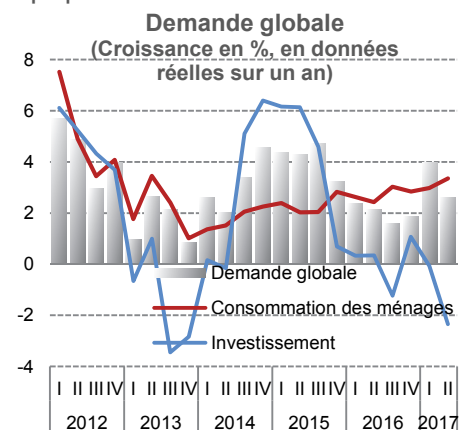
En juillet, la consommation des ménages a progressé à un rythme vigoureux, en données réelles, de 3,4 % sur un an. Dans l'ensemble des données sur l'offre et la demande, qui viennent d'être publiées, la demande globale a accusé un important ralentissement au T2, essentiellement en raison de la « Semana Santa » (la Semaine sainte) (graphique 3). La consommation des ménages a continué de s'accélérer malgré cette incidence, en progressant de 3,4 % en données réelles sur un an, ce qui fait ressortir une certaine vigueur sur le marché interne. Par contre, l'investissement a perdu 2,4 % en données réelles sur un an, à cause d'une conjonction de facteurs, dont l'effet de la « Semana Santa », la réduction des investissements publics pour renforcer la situation budgétaire et la hausse probable de l'incertitude en raison du nouveau gouvernement américain et du prochain changement de gouvernement au Mexique l'an prochain.

On a constaté, depuis le début de l'année, la très bonne tenue du commerce extérieur. En août, les exportations non pétrolières se sont chiffrées à 376,6 milliards de dollars US en résultat cumulé sur 12 mois, ce qui représente une progression de 7,0 % sur un an, alors que les importations se sont établies à 369,6 milliards de dollars US et ont augmenté de 3,8 % sur un an. Le graphique 4 indique la réaction favorable du commerce dans la dernière année. Ce résultat s'explique essentiellement par la vigueur relative qu'affiche récemment l'économie américaine.

Dans l'ensemble, nous croyons toujours que l'économie mexicaine est bien orientée, et par conséquent, nous révisons à nouveau notre scénario macroéconomique pour une accélération du rythme de la croissance. La croissance du PIB pour 2017 est révisée à 2,4 %, contre 2,0 % dans le compte rendu trimestriel précédent. Pour les deux prochaines années, nous nous attendons toujours à une nouvelle amélioration graduelle : la croissance du PIB devrait, selon les prévisions, s'inscrire à 2,7 % en 2018 et à 3,1 % en 2019.

Il convient d'attirer l'attention sur notre prévision des taux d'intérêt. La plupart des analystes s'attendent à ce que la Banco de Mexico réduise les taux en 2018. Or, l'inflation monte, et bien que nous soyons nous aussi d'avis qu'elle commencera à baisser rapidement en 2018 lorsque se dissiperont les chocs constatés en 2017, nous nous attendons à ce qu'elle monte plus que prévu en 2017 et à ce qu'elle ne redescende pas à moins de 4 % en 2018. On relève certains signes préoccupants qui pourraient être interprétés comme des pressions sur la demande; par exemple, les frais de scolarité, qui ne cessent de s'accroître, ont augmenté de 4,74 % dans la première moitié de septembre. Puisque le risque inflationniste continue de s'accroître, nous croyons toujours que la Banco de Mexico devra relever encore à deux reprises le taux de référence, soit une fois cette année et une autre fois au début de l'an prochain.

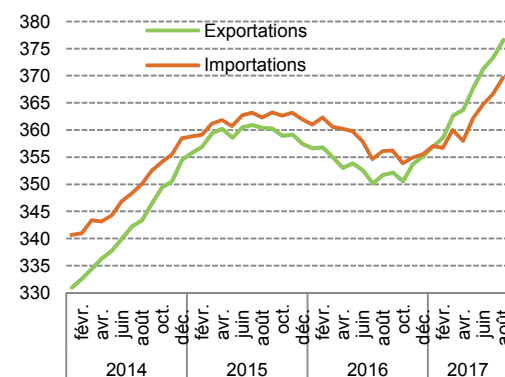
Un dernier commentaire est de mise sur le paysage politique du Mexique, puisque le processus électoral est désormais formellement enclenché. Dans les mois à venir, et au plus tard le 22 février 2018, les candidats devraient être désignés, et on s'attend à d'âpres luttes dans la plupart des partis politiques. La Banco de Mexico sera dirigée par un nouveau gouverneur : en effet, l'actuel ministre des Finances, José Antonio Meade, qui pourrait aussi devenir le candidat présidentiel du PRI, est l'un des candidats probables pour le poste de gouverneur de la Banque. Il y aura beaucoup de changements et d'incertitudes dans les mois à venir, et selon le résultat final, il faut s'attendre à une certaine volatilité des marchés financiers.

Graphique 3


Source : INEGI

Graphique 4

Commerce non pétrolier
(Somme sur 12 mois, en milliards de \$ US)



Source: INEGI

Royaume-Uni

- La Banque d'Angleterre a prévenu qu'elle hausserait probablement ses taux à sa prochaine réunion, en novembre.
- En 2018, nous nous attendons à un nouveau durcissement modéré, en raison de l'accélération de la croissance et de l'inflation des salaires dans la nouvelle année.
- Nous nous attendons à ce que l'inflation augmente légèrement à court terme (à plus de 3 % sur un an) avant de se ralentir assez brusquement en 2018.

QUOI DE NEUF?

Le nouveau discours de la Banque d'Angleterre est le changement le plus marquant du dernier mois. Le procès-verbal de la dernière réunion du Comité de la politique monétaire (CPM) laisse manifestement entrevoir un durcissement de la politique, et la récente salve de données est de bon augure. C'est pourquoi il paraît presque certain que les taux seront relevés à la réunion de novembre.

Jusqu'à maintenant, le CPM a été disposé à tolérer un taux d'inflation légèrement supérieur à la cible, ce qui est justifié par une assez forte marge de surcapacité. Or, la Banque est d'avis que cette marge s'effrite plus rapidement que prévu — surtout en raison de la plus récente baisse du taux de chômage, qui a pris tout le monde de court. La BoE a aussi jugé, récemment, que le taux de croissance potentielle de l'économie du Royaume-Uni s'est ralenti, de sorte que la marge s'effrite plus facilement. Enfin, ce qui n'est pas la moindre considération, les données sur l'inflation à court terme dépassent les attentes de la BoE, et le Comité estime que l'inflation des salaires est probablement plus vigoureuse que ce que révèlent les données officielles. Ces deux indices laissent entendre que l'inflation continuera de dépasser la cible inflationniste de la Banque. Essentiellement, la tolérance du Comité s'amenuise et la première hausse des taux est pour bientôt.

Il faut ensuite se demander si ce relèvement des taux sera le premier d'une série, ou simplement une inversion de la baisse d'urgence des taux en août, dans la foulée du résultat du référendum sur l'Union européenne. Nous présumons qu'il y aura d'autres hausses du taux directeur de la Banque en 2018; toutefois, ce sont les données qui en dicteront la chronologie. À notre avis, le CPM interviendra en temps opportun; il renflouera ses munitions lorsque les données sur l'activité économique paraîtront assez solides pour justifier des hausses de taux d'intérêt. Dans ce contexte, nous doutons que les données justifient une deuxième hausse des taux dès la réunion du CPM qui aura lieu le « super jeudi » de février. Toutefois, nous nous attendrions, vers le milieu de l'année, à des preuves concrètes de l'accélération de l'inflation des salaires et d'un parcours haussier de la croissance du PIB pour justifier de nouveaux relèvements du taux directeur de la Banque.

CROISSANCE

Nous nous attendons à une tenue statistique médiocre du PIB au T3, soit environ 0,3 % en glissement trimestriel. Ce chiffre serait légèrement inférieur à la nouvelle croissance tendancielle qu'entrevoit la Banque d'Angleterre (aux alentours de 0,4 % en glissement trimestriel), mais cadrerait avec notre propre prévision de 0,3 % en glissement trimestriel pour le T3. Les vents contraires qu'affronte le consommateur se sont intensifiés ces derniers mois, puisque l'inflation générale continue de s'accroître et que l'inflation des salaires ne progresse plus. Cette situation devrait perdurer jusqu'au début de 2018, ce qui limitera la croissance à une calamiteuse progression de 0,25 % en glissement trimestriel au T4 de 2017 et au T1 de 2018.

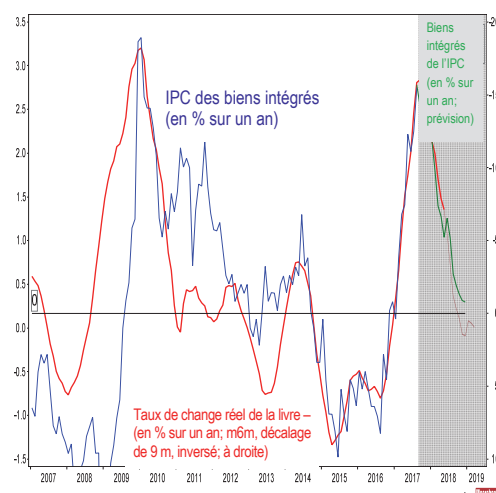
RENSEIGNEMENTS

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

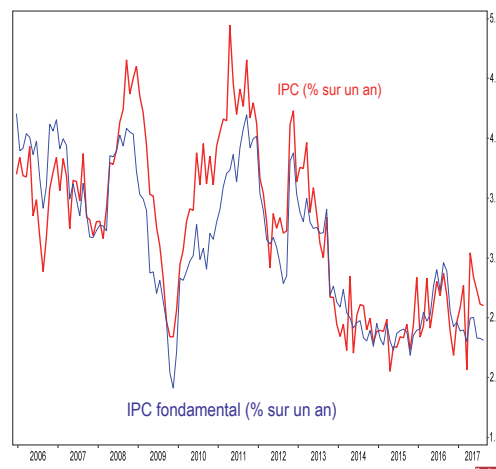
Taux de change de la livre pondéré des échanges commerciaux et composants de l'IPC les plus vulnérables au taux de change



Sources: Macrobond, Scotiabank.

Graphique 2

L'inflation des services intégrés laisse entendre que le pouvoir de fixation des prix des entreprises



Sources: Macrobond, Scotiabank.

L'an prochain devrait être plus propice à la croissance, selon l'indice examiné. Nous nous attendons à ce que les taux de croissance trimestrielle suivent une trajectoire haussière pendant toute l'année 2018, pour passer de 0,25 % en glissement trimestriel au début de 2018 à environ 0,5 % en glissement trimestriel d'ici la fin de la même année. Bien qu'il s'agisse d'une amélioration à nos yeux, cette évolution représenterait un taux annuel moyen de croissance de 1,25 % sur un an — ce qui est en quelque sorte inférieur à la plus récente projection de la BoE.

La courbe de notre profil de croissance est fortement influencée par le consommateur. Le parcours baissier de la croissance en 2017 est presque entièrement attribuable à la compression de la croissance du revenu disponible réel des ménages, qui s'explique elle-même par l'accélération de l'inflation sur fond de léthargie de l'inflation des salaires. La situation devrait s'inverser en 2018 lorsque l'inflation générale se ralentira et que l'inflation des salaires prendra de la vitesse. L'investissement et la balance commerciale nette devaient relancer la croissance, ce qui est à peine évident jusqu'à maintenant. Cette évolution témoigne probablement de l'incertitude provoquée à la fois par le déroulement du Brexit et le rythme discret de croissance du PIB. Nous doutons que la situation évolue bientôt.

INFLATION

Nous croyons que l'inflation est sur le point de culminer. Dans l'année écoulée, la quasi-totalité de l'accélération de l'inflation s'explique par la brusque hausse de l'inflation importée. Or, comme l'indique le graphique 1, cette accélération connaîtra très bientôt une fin. Nous nous attendons à ce que l'inflation selon l'IPC culmine aux alentours de 3,1 % sur un an en septembre et en octobre — ce qui amènera le gouverneur de la BoE à adresser au Chancelier une lettre expliquant les raisons pour lesquelles l'inflation dépasse largement l'objectif et ce que le CPM prévoit de faire pour corriger le problème. Il s'agit d'une intervention essentiellement symbolique, qui ne devrait pas faire tanguer le navire.

De surcroît, nous nous attendons à ce que l'inflation se ralentisse assez brusquement dans les 12 prochains mois, d'autant plus que la poussée entraînée par l'inflation importée commence à se dénouer. En fait, notre prévision de l'inflation selon l'IPC pour l'an prochain se chiffre à une marge raisonnable en deçà de la plus récente prévision de la BoE. À notre avis, il y a de bonnes chances que l'inflation selon l'IPC soit inférieure à la cible de 2 % sur un an d'ici la fin de 2018, surtout si l'on tient compte de la récente appréciation du taux de change de la livre sterling. Cet avis contredit en quelque sorte l'opinion des marchés, qui semblent croire que l'inflation est engluée et qu'il lui faudra beaucoup plus de temps pour revenir autour de la cible des 2 %. L'inertie complète de l'inflation générée de l'intérieur (et mesurée dans le graphique 2, grâce à l'inflation des services intégrés) nous amène à croire que le pouvoir de fixation des prix accuse des lacunes. C'est pourquoi nous sommes d'avis que les effets du deuxième cycle de la brusque hausse de l'inflation importée seront inférieurs aux hypothèses d'autres analystes.

TOUS LES AUTRES FACTEURS

L'inflation des salaires, ou plutôt leur inertie, sera un facteur majeur du délai dans lequel nous devrions bientôt nous attendre à une nouvelle hausse des taux (en supposant que la BoE arrêtera effectivement une hausse des taux à sa prochaine réunion). Malgré la léthargie du taux global d'inflation des salaires, la BoE a jugé que les effets de composition (soit la réduction de la part des employés hautement rémunérés par rapport à l'augmentation de la part des travailleurs moins bien rémunérés) distorsionnent à la baisse les chiffres de l'inflation des salaires. Bien que le CPM se contentera probablement, pour l'instant, de parcourir les timides statistiques des salaires, nous pensons qu'il vaudra attendre, avant de relever à nouveau ses taux, l'information sur les modalités selon lesquelles le secteur privé négociera ses conventions salariales au début de l'année civile. Le taux de chômage, qui n'a jamais été aussi faible depuis 42 ans, la brusque hausse de l'inflation selon l'IPC et l'Indice des prix de détail et les rapports anecdotiques de l'offre moins abondante de travailleurs migrants laissent tous entendre que la croissance des salaires dérivera à la hausse. Dans le même temps, l'inertie de la productivité et les différents impératifs de la trésorerie des entreprises (droits d'apprentissage, auto-inscription aux régimes de retraite, salaire minimum vital à l'échelle nationale, et ainsi de suite) sont tous en train de fragiliser leur capacité à accroître les salaires. C'est pourquoi nous avons relevé modérément nos visées pour l'inflation des salaires l'an prochain, ce qui cadre avec un durcissement modéré de la politique monétaire.

Zone euro

- Nous nous attendons à ce que la croissance du PIB de la zone euro continue de s'accroître et à ce qu'elle atteigne même le seuil des 3 % sur un an d'ici la fin de l'année.
- L'inflation, qui est censée se ralentir jusqu'à la fin de l'année, pourrait tomber brièvement à moins de 1 % sur un an au début de 2018.
- Avec un taux d'inflation nettement inférieur au seuil des 2 % comme toile de fond, la BCE poursuivra probablement son programme de rachat d'actifs en 2018, mais moins rapidement.

CROISSANCE

Les indicateurs des enquêtes statistiques portant sur la zone euro sont toujours aussi euphoriques, et la conjoncture financière conciliante laisse entendre qu'ils devraient le rester au moins jusqu'à la fin de l'année, ce qui devrait vouloir dire que la croissance du PIB continuera de s'accroître en 2017. En théorie, la relation entre la production et les indicateurs des enquêtes nous apprend que la croissance du PIB devrait frôler 1 % en glissement trimestriel, alors que le rythme annuel s'accroîtra d'environ 3 % sur un an d'ici la fin de l'année. En définitive, cette évolution se traduirait par un rythme annuel de croissance moyenne de 2,25 % à 2,5 %. Le consensus et la BCE ont tardé à relever leurs prévisions — ce qu'ils ont fait à contrecœur. Cette prudence pourrait vouloir dire qu'ils doutent que les indicateurs statistiques enthousiastes se répercutent en fait sur les statistiques factuelles de l'activité économique, surtout dans le contexte du caractère hésitant de la reprise de la zone euro jusqu'à maintenant. Nous nous attendons à un taux de croissance de 2,3 % sur un an en 2017, puis de 2 % en 2018.

La vigueur de cette croissance semble assez généralisée, à la fois par pays et par poste de dépenses. Par pays, l'Espagne mène le bal avec un taux de croissance de plus de 3 % sur un an. L'Allemagne la talonne et devrait atteindre le seuil de 2,5 % sur un an d'ici la fin de l'année. Par poste de dépenses, les perspectives de consommation sont prometteuses, alors que les indicateurs optimistes du secteur manufacturier laissent entrevoir une accélération de l'investissement.

INFLATION

L'inflation globale oscille entre 1,5 % et 2 % sur un an depuis le début de l'année. Or, nous nous attendons à ce que l'inflation se ralentisse d'ici la fin de 2017 et à ce qu'elle tombe brièvement à moins de 1 % sur un an au début de 2018. L'essentiel de ce ralentissement s'explique probablement par les effets de base défavorables des cours du pétrole, qui devraient soustraire 40 points de base de l'inflation globale (à la condition qu'il n'y ait pas de brusques oscillations des cours du pétrole).

Dans le même temps, l'inflation fondamentale a repris le terrain perdu pour atteindre 1,2 % sur un an, et nous nous attendrions à ce que le rythme de l'inflation reste essentiellement stable jusqu'à la fin de 2018. L'inflation sous-jacente est aux prises avec des courants d'influence contradictoires. D'une part, la forte croissance du PIB, supérieure à la tendance, et la baisse du chômage laissent entendre que la marge s'amenuise — ce qui milite en faveur d'une accélération de l'inflation fondamentale. De même, l'appréciation de près de 8 % du taux de change de l'euro pondéré en fonction des échanges commerciaux dans les quatre ou cinq derniers mois révèle une pression baissière qui s'exerce sur l'inflation sous-jacente. Nous nous attendons à ce que ces deux forces contradictoires s'annulent essentiellement, ce qui donnera lieu à une dérive latérale de l'inflation fondamentale en 2018.

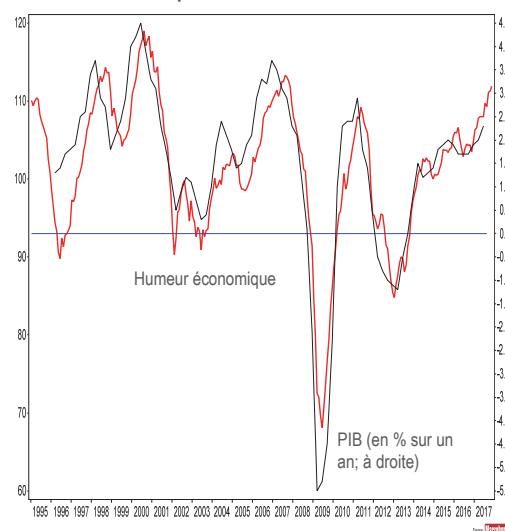
RENSEIGNEMENTS

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

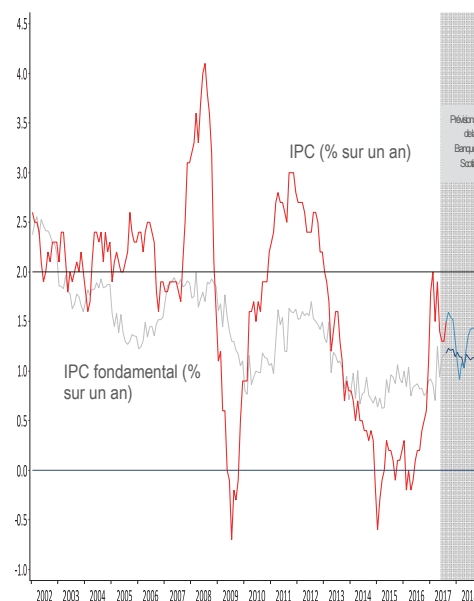
L'humeur économique de la zone euro et la croissance du PIB



Sources: Macrobond, Scotiabank.

Graphique 2

Eurozone Inflation



Sources: Macrobond, Scotiabank.

Puisque nous croyons que l'inflation fondamentale dérivera latéralement, l'inflation globale sera à la merci des postes non intégrés, à savoir les aliments et l'énergie. Si l'énergie et les aliments n'affichent pas de brusques sautes d'humeur, l'inflation globale sera probablement comprise entre 1 % et 1,5 % sur un an en 2018, avant de reprendre de la vitesse pour se rapprocher de la cible de 2 % sur un an en 2019.

POLITIQUE MONÉTAIRE

Sur cette toile de fond, la BCE devra sopeser les influences contradictoires de la croissance supérieure à la tendance du PIB par rapport à l'inflation anémique. Puisque la BCE a aussi pour mandat de maîtriser l'inflation, nous croyons qu'il s'agira d'une priorité. À ce titre, nous nous attendrions à ce que le Conseil des gouverneurs annonce une nouvelle prorogation de son programme de rachat d'actifs à l'expiration du programme actuel, en décembre. Nous nous attendrions à ce que le rythme des rachats d'actifs soit réduit de moitié (et subisse une cure d'amincissement), pour passer de 60 milliards à 30 milliards d'euros par mois, ce qui éliminerait probablement tout durcissement du taux de refinancement de la BCE, du moins jusqu'en 2019.

En 2017, le risque politique dans la zone euro se dissipe, un peu comme le chien qui n'a pas aboyé et encore moins mordu. Les élections néerlandaises, françaises et allemandes se sont toutes déroulées sans heurts pour les marchés. Les élections italiennes (vraisemblablement en 2018) pourraient donner des sueurs froides; or, il semble que la zone euro ait évité le pire du risque politique qui régnait sur le vieux continent.

Brésil

- **Les taux d'intérêt ont baissé très considérablement, grâce à la fois à l'avancement des réformes (dans le cadre desquelles les changements apportés à la TJLP — la Taxa de Juros de Longo Prazo, ou taux d'intérêt à long terme — sont à notre avis très pertinents, même si nous nous attendons à ce que son impact soit graduel), à la crédibilité reconquise de la Banque centrale du Brésil et à la stabilisation des finances publiques, ce qui apporte un répit à l'économie fortement endettée et dynamise les dépenses des consommateurs en libérant le revenu disponible. Or, cette compression des taux comporte quand même des risques, qui sont essentiellement liés à la politique.**
- **Deux grandes incertitudes planent sur la conjoncture politique : les présidentielles de 2018 et la question de savoir si le gouvernement pourra approuver les grandes réformes. À notre avis, la réforme la plus importante portera sur les régimes de retraite, ce qui est étroitement lié à la viabilité budgétaire du pays, et ce qui pourrait aussi toutefois tenir une place importante dans la présidentielle de 2018, puisqu'en raison de son impopularité, l'approbation de la réforme des régimes de retraite pourrait permettre au Parti des travailleurs de défaire les réformateurs.**

Les grandes interrogations à propos du Brésil sont nombreuses à l'approche de la fin de 2017, et la plupart ont trait à la politique. Or, on ne sait toujours pas quand l'économie commencera à inscrire une reprise plus durable et on n'en connaît pas non plus les facteurs. Pour ce qui est du rebond de la croissance, nous entrevoyons une certaine marge de manœuvre pour les effets de base et une reprise de la confiance pour porter une amélioration; or, il est improbable qu'à eux seuls, ces deux facteurs portent une reprise soutenue. Les dépenses des ménages sont fortement alourdies par l'endettement élevé (graphique 1); toutefois, on s'attend à un certain répit sous la forme d'une baisse des taux d'intérêt, ce qui devrait continuer d'alléger le fardeau des familles dans le remboursement de leurs dettes. La baisse des taux d'intérêt est-elle appelée à s'inscrire dans la durée? Nous croyons que les éléments d'incertitude sont nombreux. La BCB a réussi à maîtriser de nouveau l'inflation, ce qui lui permet de réduire très considérablement les taux d'intérêt. (Le taux SELIC est passé de 14,25 % à 8,25 % depuis octobre 2016.) Tout comme les marchés, nous nous attendons à de nouvelles réductions; pourtant, si les réformes ne sont pas adoptées, il y a un risque, puisque la déception des investisseurs pourrait avoir pour effet de déprécier le réal (BRL) et de faire monter l'inflation.

Pour ce qui est de la tendance plus structurelle, nous entrevoyons la possibilité que la réforme du taux de la TJLP permette aux taux de compensation du marché brésilien de baisser. En effet, cette réforme permettrait de déssegmenter les marchés locaux du crédit, en ramenant les emprunteurs de premier niveau dans le bassin (la BNDES avait essentiellement sorti ces emprunteurs du marché), ce qui ferait baisser les taux de compensation. Ce facteur favorable devrait s'exprimer graduellement. Enfin, la baisse des taux comporte un aspect financier. Ces dernières années, la détérioration météorique de la situation budgétaire du Brésil a eu pour effet de dégrader sa note de qualité investissement et a fait monter les taux. Or, même si le déficit continue de se creuser (le déficit public devrait avoisiner les 6 % du PIB cette année) et que dans l'ensemble, la charge de la dette s'alourdit (la dette publique brute converge rapidement vers les 90 % du PIB), le rythme de la détérioration se ralentit, et les marchés donnent au gouvernement au pouvoir le bénéfice du doute, ce qui explique la compression des primes de crédit (les swaps sur défaillance de crédit à cinq ans se sont rapprochés de 300 points de base depuis leur sommet d'il y a quelques années et s'échangent autour de 200 points de base à l'heure actuelle).

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 : Charge de la dette des ménages en % du revenu disponible



Graphique 2

Brésil : Ventes au détail (en % sur un an)



En ce qui a trait à la politique monétaire, la courbe des dépôts interbancaires indique que les marchés s'attendent à de nouvelles baisses de taux de 125 points de base. Nous croyons que bien que les taux neutres aient probablement baissé en quelque sorte en raison des changements que le gouvernement a mis en œuvre et de ceux qui sont attendus (dont la réforme de la TJLP), ils sont toujours relativement élevés. Nous ne serions guère étonnés que les taux réels de la politique monétaire neutre continuent de graviter autour de 4 %, contre 5 % environ avant les réformes. Autrement dit, les baisses de taux supplémentaires auxquelles s'attendent désormais les marchés pourraient s'inverser lorsque l'économie prendra du mieux; or, pour l'heure, nous aurions tendance à dire nous aussi qu'il faut probablement s'attendre à de nouvelles baisses de taux. Toutefois, cet avis ne va pas sans risque. La monnaie brésilienne représente le plus grand risque de notre opinion. Nous croyons que la dépréciation nominale du réal brésilien a été largement grugée par l'inflation, et à notre avis, cette monnaie est désormais en « territoire onéreux » (d'où notre mise en garde sur le taux de change). Si les réformes, surtout celle des régimes de retraite (pour laquelle le débat continue d'être repoussé), sont adoptées, la déception des marchés devrait se traduire par des pressions à la baisse sur le réal brésilien, ce qui pourrait ensuite faire dérailler le cycle d'assouplissement monétaire de la BCB, puisque la répercussion du taux de change et de l'inflation du Brésil est relativement élevée. Voilà pourquoi l'évolution des réformes et la présidentielle l'an prochain sont essentielles pour les actifs du Brésil, de même que pour le creux que pourront atteindre les taux d'intérêt locaux et la durée au cours de laquelle ils pourraient être empêtrés dans ces creux.

Sur la scène politique, deux grands risques méritent d'être suivis et sont intimement liés — et très pertinents pour les perspectives macroéconomiques. Le premier a trait au processus d'approbation des réformes, qui avance beaucoup plus lentement que ce à quoi s'attendaient les marchés, et à notre avis, cette lenteur s'explique notamment par la reconstitution du Parti des travailleurs, que la destitution de la présidente Dilma Rousseff a semble-t-il fait plier. Il y a un risque, puisqu'à cause du spectre brandi par la présidentielle de novembre 2018 et le taux de rejet d'environ 70 % de la réforme des régimes de retraite (dont on peut dire qu'elle est la plus importante), la classe politique ne pourra pas faire approuver le projet de loi avant de déclencher la période électorale. Le projet de loi a déjà été considérablement dilué, mais malgré cette dilution, le scrutin a été repoussé à maintes reprises. Le projet de loi, s'il n'est pas approuvé avant la fin du T1 de 2018, pèsera probablement sur les actifs brésiliens. L'impact de l'approbation du projet de loi de réforme des régimes de retraite sur les perspectives de la présidentielle de l'an prochain, si cette approbation devait être délivrée, constitue un deuxième risque lié à cette question. Nous croyons que les marchés verraient dans un retour au pouvoir du Parti des travailleurs une mauvaise nouvelle pour les actifs brésiliens, en raison de la piètre tenue budgétaire du pays sous cette dernière administration. Pour l'heure, compte tenu de l'action en justice à son encontre, on ne sait pas vraiment si l'ancien président Lula sera un aspirant l'an prochain. Or, même s'il ne l'est pas, le chemin qui conduira à la victoire ne paraît pas sans embûches, même si M. Lula est le représentant politique le plus populaire du pays. Malgré la forte popularité de M. Lula (qui continue de prendre la tête de la quasi-totalité des sondages), il a aussi un taux de rejet élevé (compris entre 40 % et 50 % dans les sondages récents), ce qui veut dire qu'il aurait probablement de la difficulté à l'emporter dans un deuxième tour, puisqu'il a une marge de manœuvre très réduite, qui lui nuirait dans un scrutin complémentaire. Si le projet de loi de réforme des régimes de retraite était adopté, il pourrait accroître le taux de rejet des candidats réformistes et faire pencher la balance électorale en faveur du Parti des travailleurs ou de M. Lula. Il y a donc des enjeux considérables dans la sphère politique, mais aussi énormément d'incertitude.

Colombie

- **Le rendement économique de la Colombie laisse toujours entrevoir une reprise graduelle, qui cadre avec l'assouplissement de ses politiques et avec un raffermissement de la confiance, ainsi qu'avec une accélération des dépenses d'infrastructure de l'État, qui devraient prendre de la vitesse dans les mois à venir.**
- **Bien que nous soyons généralement d'accord avec le consensus voulant que la BanRep continue de comprimer les taux d'intérêt, cet avis comporte des risques, qui s'expliquent essentiellement par la pression à la baisse qui pourrait s'exercer sur le peso colombien. Les résultats budgétaires pires qu'attendu ou la prochaine présidentielle pourraient être à l'origine de cette pression.**

Les statistiques sur les perspectives de la Colombie sont contrastées, mais cadrent toujours avec une économie qui prend graduellement de la vitesse, en s'accéléralant à l'approche de la fin de l'année. Les secteurs de l'économie qui continuent de tirer les perspectives à la baisse sont l'industrie minière et le bâtiment. Dans le domaine du bâtiment, nous nous attendons à une performance plus vigoureuse au tournant de 2018. En outre, il est utile de signaler que les ventes au détail inscrivent une meilleure tenue au début du deuxième semestre (+3,0 % dans le dernier communiqué statistique); or, elles sont toujours malmenées par le taux de chômage relativement élevé. C'est pourquoi nous nous attendons à ce que le PIB continue de se raffermir dans les prochains trimestres et à ce que le rendement sectoriel soit plus équilibré. Nous nous attendons à un taux de croissance de +1,9 % cette année (+1,7 % selon le consensus de Bloomberg), puis à un taux plus vigoureux de +2,5 % en 2018 (+2,6 % selon le consensus de Bloomberg) et à un taux voisin du potentiel de +3,1 % en 2019 (+3,0 % selon le consensus de Bloomberg). Le raffermissement graduel de l'économie cadre avec notre opinion voulant que le programme des dépenses d'infrastructure 4G et le processus de pacification aient pour effet d'accélérer la croissance, mais que leurs retombées prendront lentement de la vitesse.

La première inquiétude des acteurs du marché, à notre avis, est de savoir si le rebond sera assez vigoureux pour être à la hauteur des hypothèses macroéconomiques qu'adopte le gouvernement dans son plan budgétaire. Les marchés comme les Études économiques de la Banque Scotia doutent toujours que l'économie puisse se rétablir suffisamment et atteindre les chiffres des [projections officielles](#) (nous ne sommes pas certains que la croissance s'établira à 4,0 % en 2019-2025 comme le prévoit le gouvernement) qui font partie de la règle budgétaire du pays. Cette inquiétude quant à savoir si les finances publiques sont bien arriérées est l'une des raisons pour lesquelles les taux d'intérêt locaux sont soumis à une pression (haussière), et aussi l'une des raisons pour lesquelles les notes de crédit du pays risquent toujours d'être dégradées. (Nous estimons à 30 % la probabilité d'une dégradation.)

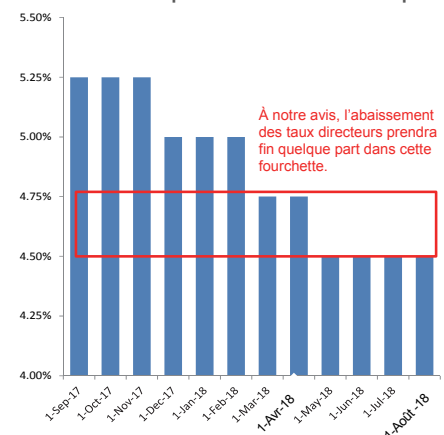
Pour ce qui est des taux d'intérêt, les procès-verbaux des dernières réunions de la BanRep laissent entrevoir des baisses soutenues des taux, même si le conseil d'administration constate que l'inflation converge toujours vers le point médian de la cible inflationniste, malgré la pression à la hausse exercée par les prix des aliments, qui génèrent un certain bruissement à l'approche de la fin de l'année (comme dans d'autres pays d'Amérique latine). La décision la plus récente a été partagée : quatre membres du conseil ont voté en faveur d'une baisse de 25 points de base et deux se sont exprimés pour une baisse de 50 points de base. En outre, un membre du conseil a voté pour une pause. Nous croyons qu'il est peu probable que le rythme de baisse des taux s'accélère,

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

Consensus des marchés sur le taux directeur de la BanRep et notre avis sur ces risques



Sources : Scotiabank Economics, BanRep.

puisque la majorité des membres du conseil croient qu'en raison de la dernière baisse pratiquée, les paramètres des taux sont déjà en territoire neutre. Le conseil de la BanRep est d'avis que l'économie a déjà atteint un creux et qu'elle commence à rebondir progressivement, et c'est pourquoi il n'est pas urgent, à notre avis, d'assouplir la politique, d'autant plus que les aliments continuent de faire monter l'inflation.

En ce qui concerne les perspectives des taux d'intérêt, nous sommes essentiellement alignés [sur le consensus de la dernière enquête de la BanRep](#), même si nous durcissons relativement notre palette de risques. S'il faut être prudent, à notre avis, c'est d'abord parce que dans le sondage le plus récent sur les attentes, nous constatons que les économistes s'attendent largement à ce que l'inflation passe légèrement au-dessus de la cible de la BanRep à l'approche de la fin de l'année. (Le consensus prévoit un taux d'inflation de 4,2 % d'ici décembre.) Puisque la poussée inflationniste est portée par des pressions probablement passagères exercées par les prix des aliments, nous ne croyons pas que ce choc soit à lui seul sérieux. Toutefois, si ce choc devait s'accompagner d'une dépréciation considérable du peso colombien, les risques s'accroîtraient, puisque la Colombie a toujours un taux relativement élevé de répercussion du taux de change et de l'inflation (de 20 % à 30 %).

Qu'est-ce qui pourrait déclencher un dégageement des positions sur le peso colombien? Hormis un choc externe (la Fed?), nous croyons qu'il y a essentiellement deux facteurs de risque de la conjoncture intérieure : le premier est la présidentielle de mai 2018, qui pourrait rendre les investisseurs nerveux si un candidat anti-élite devait s'illustrer comme solide prétendant. Nous croyons que l'élite sera essentiellement constituée de deux clans, qui représenteront surtout les partisans du président Santos et de l'ancien président Uribe. Leur approche dans le processus de pacification est la principale différence qui les distingue, et nous ne relevons guère de différences sur la scène macroéconomique. Or, il se peut aussi qu'un troisième clan, à la gauche du spectre politique, puisse s'illustrer. (L'ancien maire de Bogota, Gustavo Petro, s'est affirmé dans les récents sondages et nous avons à peine entendu les investisseurs s'en inquiéter.) Le deuxième risque de la conjoncture intérieure que nous entrevoyons est lié aux finances publiques et à la possibilité d'une dégradation de la note de crédit du pays. Si la conjoncture ne s'améliore pas, nous pourrions assister à une dégradation de la note de crédit, et la Colombie se retrouverait au seuil de la qualité investissement, ce qui pourrait révolter certains investisseurs. Or, nous entrevoyons que la perte de la qualité investissement constitue un risque peu probable.

Pérou

NOUVELLE VICTOIRE DU CONGRÈS

- Le nouveau cabinet sera fidèle à la même politique économique.
- La politique continue de dominer la conjoncture au Pérou, même si l'économie semble vouloir rebondir après le repli causé par El Niño.
- Les dépenses de reconstruction de l'État commencent à produire leurs effets.
- Les cours élevés des métaux améliorent les comptes macroéconomiques.

Le Congrès, non satisfait d'avoir démis un à un les membres du cabinet, a décidé de se défaire de l'ensemble du cabinet en décrétant une motion de « censure politique » à son encontre le 15 septembre 2017. Le chef du cabinet (appelé généralement dans ce pays le premier ministre), Fernando Zavala, a été remplacé par l'actuelle vice-présidente et membre du Congrès, Mercedes Aráoz. M. Zavala, qui était aussi ministre des Finances, a été remplacé dans cette fonction par M^{me} Claudia Cooper, qui exerçait les fonctions de vice-ministre de l'Économie. Les autres changements intervenus au cabinet ont notamment touché les ministres de la Justice, de l'Éducation, de la Santé et du Logement. Dans l'ensemble, six membres du cabinet ont été remplacés, et le choix de 12 membres a été ratifié. Nous ne nous attendons pas à un remaniement majeur de la politique économique, hormis de légères mises au point. Les six nouveaux membres pourraient transformer la politique économique dans leur administration; or, cette évolution se déroulera toujours dans un cadre généralement bienveillant pour les marchés et les entreprises. Il s'agit notamment de M^{me} Cooper aux Finances, qui est connue pour son orthodoxie et son populisme dans ses opinions économiques. En règle générale, le nouveau cabinet du Pérou s'apparente au précédent, puisque ses membres sont essentiellement indépendants et répondent à un profil technique (apolitique).

Il semble que le Congrès ait accepté le nouveau cabinet, du moins pour l'heure. Cependant, rien ne garantit vraiment que le gouvernement de PPK et le Congrès de l'opposition auront des liens beaucoup plus harmonieux. Le remplacement de l'ancienne ministre de la Justice (Marisol Perez Tello), par Enrique Mendoza a rouvert le débat sur l'amnistie (« indulto ») et la libération d'Alberto Fujimori. Un événement aussi retentissant aurait des conséquences politiques qu'il n'est guère facile de prédire.

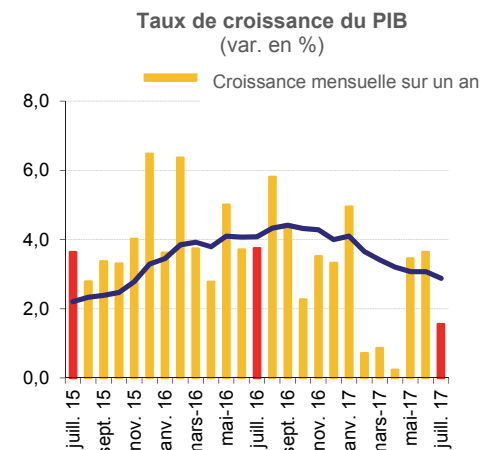
Les marchés ont réagi dans le calme à la transformation du cabinet et aux événements qui y ont conduit, ce qui s'explique peut-être en partie parce que tout s'est déroulé très rapidement et pendant la fin de semaine. Or, nous croyons aussi que cette évolution témoigne de l'assurance que ni le Congrès ni le gouvernement ne souhaitent changer considérablement la politique économique.

Dans le même temps, les nouvelles économiques ne sont pas réjouissantes; or, elles laissent généralement entrevoir une économie qui rebondit dans la foulée d'El Niño. Le PIB a gagné 1,6 % en juillet, sur un an, et 2,2 % dans les sept premiers mois de l'année. Les indicateurs statistiques révélant une baisse de la croissance par rapport à 3,6 % en juin et 3,4 % en mai s'expliquent par le fait que les secteurs des ressources (les mines et la farine de poisson) ne sont plus porteurs de croissance, ce à quoi on s'attendait. Désormais, les indicateurs de croissance seront portés par les secteurs distincts des ressources et seront plus étroitement liés à la demande intérieure, qui a plongé à des niveaux de 1 % pendant les mois d'El Niño et qui a depuis rebondi pour se rapprocher de 2 %.

RENSEIGNEMENTS

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

Graphique 1



Sources: INEI; projections du Service de la recherche de la Banque Scotia.

Chili

L'OPTIMISME MONTE, MAIS LES RISQUES SONT TENACES

- La conjoncture de l'économie chilienne reste très comparable à celle dont on a fait état il y a un mois. L'économie se stabilise, et la croissance en 2018 devrait atteindre un sommet depuis 2013, grâce à l'amélioration de la conjoncture politique.
- Même si les risques pour la croissance de 2018 ont basculé à la hausse, la dégradation de la balance commerciale et certaines difficultés politiques potentielles constituent éventuellement des risques baissiers pour les prévisions.

CONJONCTURE MACROÉCONOMIQUE : CHANGEMENTS MODESTES, MAIS SIGNIFICATIFS

Aucun changement statistique d'importance n'est intervenu depuis notre dernier compte rendu. Nous continuons de prévoir un taux de croissance de 1,4 % pour 2017 et de 2,8 % pour 2018, ce qui est plus prudent que les prévisions de la Banque centrale. En septembre, cette dernière a porté de 1,375 % à 1,5 % la moyenne de sa fourchette prévisionnelle pour la croissance économique en 2017 et a maintenu ses prévisions à 3 % pour 2018. Même si elle est légère, cette révision à la hausse a mis fin à la récente séquence de révisions négatives des perspectives de croissance. S'agissant de l'inflation, les prévisions pour l'année en cours ont été révisées à la baisse (de 2,6 % à 2,4 %) et à la hausse pour 2018 (3 % contre 2,9 % auparavant). Dans le même compte rendu, la croissance potentielle de l'économie chilienne a été ramenée dans la fourchette de 2,5 %–3 %.

En somme, même si on n'a pas éliminé la possibilité d'abaisser le taux directeur monétaire, le maintien de ce taux (qui est actuellement de 2,5 %) constitue le scénario le plus probable pour les mois à venir. De concert, nous continuons de nous attendre à ce que le taux directeur monétaire ne varie pas avant le milieu de 2018. Si la croissance devait être supérieure aux attentes, nous pourrions revoir ce point de vue. À très court terme, la Banque centrale ne devrait pas être trop incommodée par un taux d'inflation cumulée sur 12 mois temporairement dans la moitié inférieure de sa fourchette de référence (2 %–4 %). De pair avec la baisse de l'inflation, le taux de change au comptant (CLP/USD) a commencé à prendre du mieux même s'il y a probablement eu une raison plus impérieuse pour l'expliquer : un repli des cours du cuivre et le raffermissement du dollar américain sur les marchés internationaux. Nous continuons de nous attendre à ce que la valeur de la monnaie à la fin de l'année avoisine 640, ce qui devrait cadrer avec les valeurs prévues pour la plupart des variables qui conditionnent traditionnellement le taux de change.

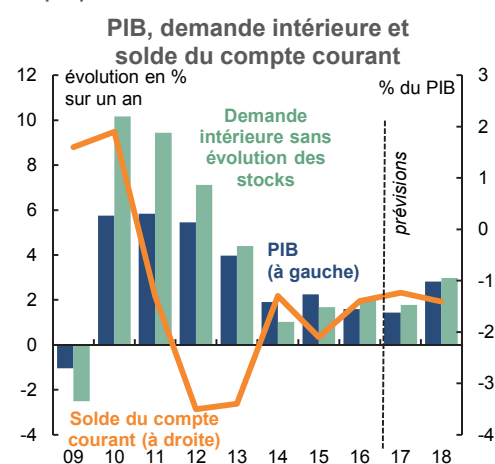
PANORAMA POLITIQUE : LA SITUATION SE PRÉCISE, MAIS RESTE FLOUE

Sur la scène politique, les changements n'ont pas été très spectaculaires non plus. Les sondages révèlent que la situation relative de la présidentielle reste à peu près la même : la course est dominée par l'ancien président Sebastián Piñera (centre-droit), avec 43 %, qui sème Alejandro Guillier (centre-gauche, favorable à l'actuel gouvernement), avec 19 %, et Beatriz Sánchez (gauche), avec 13 %. À gauche et à droite de M. Piñera, deux candidats (soit respectivement Goic et Kast) briguent chacun 4 % des suffrages. Ce tableau des candidats veut dire que l'élection du 19 novembre sera suivie d'un ballottage le 17 décembre, pour lequel M. Piñera garde la première option. Bien qu'il s'agisse du scénario le plus probable, il y a deux autres risques politiques : d'abord, l'élection parlementaire (la moitié du Sénat et toute la chambre des députés), dont les résultats sont loin d'être évidents, puis la capacité de la nouvelle administration à apporter des améliorations à court et à long termes (réforme fiscale, réforme du travail et institutions

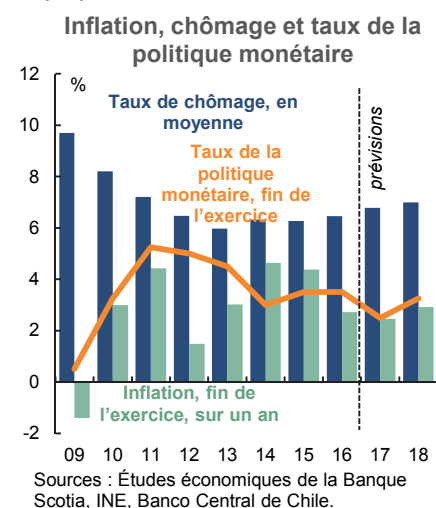
RENSEIGNEMENTS

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

Graphique 1



Graphique 2



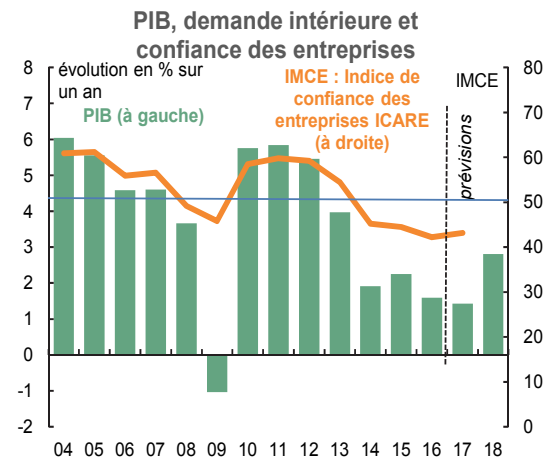
environnementales, entre autres). Selon certains sondages, cette incertitude politique, bien qu'elle soit moindre que dans d'autres pays latino-américains, en plus de la réalisation de réformes désastreuses dans les trois années précédentes et de la détérioration de la balance commerciale, a réduit l'apport de l'investissement, puisque les investisseurs font preuve d'attentisme.

La démission des piliers de l'équipe économique (le 31 août) a mis en lumière les fissures dans la coalition au pouvoir, mais il est improbable que des changements spectaculaires interviennent dans la politique économique actuelle du gouvernement. Le mandat du gouvernement au pouvoir prend fin dans six mois (le 11 mars 2018), ce qui laisse peu de temps pour apporter des changements, d'autant plus que la popularité du gouvernement, bien qu'elle s'améliore, est toujours aussi faible et que l'on rejette de plus en plus les anciennes réformes ou, du moins, qu'on fait preuve de scepticisme à leur égard. Il semble que la nouvelle équipe économique (dirigée par les mêmes personnes que celles qui faisaient partie de l'administration centre-gauche de M. Lagos dans la période de 2000 à 2006) veuille continuer de suivre la même ligne de conduite, afin de miser sur l'amélioration des attentes ou sur la croissance apportée par un relèvement de la balance commerciale et la perspective d'un nouvel environnement politique (comme dans d'autres pays de la région). Dans ce contexte, le dépôt d'un budget équilibré en 2018 paraît constituer la priorité absolue.

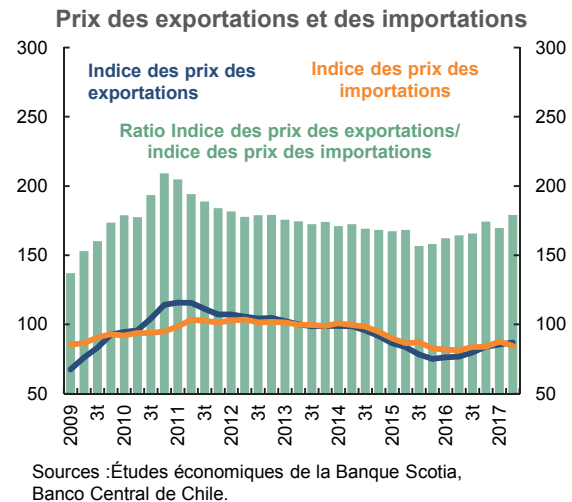
PRINCIPAUX RISQUES

Cette conjoncture de l'investissement comporte un double risque à court terme : a) des décisions pourraient être mises en veilleuse, d'ici à ce que le résultat de l'élection et celui de la nouvelle donne politique soient connus; et b) la demande d'investissement ne cesse de s'accroître et pourrait flamber en 2018. Il va de soi que les conséquences de la première éventualité seraient plus préoccupantes que celles de la deuxième; or, l'une comme l'autre pourraient avoir de profonds retentissements sur l'activité économique, la demande, les prix et les taux, entre autres.

Graphique 3



Graphique 4



Chine

- **La Chine est appelée à rester l'un des moteurs de la croissance mondiale; or, les gains de son PIB réel se ralentiront probablement à 6 % sur un an d'ici la fin de 2019.**
- **En octobre, une importante réunion au sommet rythmera et orientera les prochaines réformes structurelles.**

VIGOUREUSE CROISSANCE ÉCONOMIQUE EN PRÉVISION DU CONGRÈS DU PARTI

La croissance économique de la Chine est appelée à rester assez forte en 2019, mais pourrait ralentir graduellement la cadence. Nous estimons que la croissance du PIB réel du pays s'établira à une moyenne de 6,7 % cette année et se rapprochera du seuil de 6 % en 2019. Ce modeste ralentissement s'explique par la transition continue de l'économie qui, au lieu de dépendre désormais de l'investissement porté par le crédit, sera plutôt dynamisée par les dépenses de consommation (graphique 1), ce qui dotera l'économie chinoise d'assises plus saines et plus durables. Malgré ce ralentissement graduel, la Chine restera parmi les piliers de la croissance mondiale, et son importance dans l'économie mondiale continuera de s'accroître. À notre avis, bien que l'économie accuse depuis quelques années des déséquilibres substantiels en raison de la piètre répartition des ressources — comme le crédit —, les perspectives économiques du pays sont assez favorables pour permettre à l'État d'atteindre son objectif de doubler le PIB de 2010 de la Chine et son revenu par habitant d'ici 2020.

La Chine a inscrit une croissance relativement rapide de son PIB réel dans le premier semestre de 2017, en augmentant sa production de 6,9 % sur un an (graphique 2). C'est pourquoi l'économie chinoise n'aura pas de mal à atteindre la cible officielle de croissance de l'État pour 2017, soit au moins 6,5 %. Nous nous attendons à des gains de production plus modestes dans les prochains trimestres parce que l'effet de base des dépenses publiques, en augmentation de 21 % sur un an au premier semestre de 2017, s'étirole. Depuis le début de l'année, la forte croissance porte la stabilité sociale et dresse une toile de fond économique favorable pour le 19^e Congrès national du Parti communiste chinois, qui s'ouvrira le 18 octobre 2017.

UN CHANGEMENT DE DIRIGEANTS POUR DYNAMISER LES RÉFORMES STRUCTURELLES

Le Congrès national, qui n'a lieu que deux fois tous les dix ans, marque le mi-mandat du président Xi Jinping, élu pour dix ans. La composition du nouveau Comité permanent du Politburo — l'organe supérieur de décision de la Chine — sera surveillée attentivement puisque cinq des sept membres du Comité devraient se démettre de leurs fonctions cette année pour avoir atteint les limites d'âge non écrites du Parti. Les deux autres membres sont le président Xi lui-même et le premier ministre Li Keqiang. Le proche collaborateur du président Xi, Wang Qishan, qui a mené la rigoureuse campagne de lutte contre la corruption de la Chine, fait partie des dirigeants qui devraient se démettre. La composition du nouveau comité déterminera le rythme de l'évolution de la libéralisation économique de la Chine dans les années à venir.

Nous nous attendons à des progrès en quelque sorte plus rapides des réformes économiques dans la foulée du Congrès du Parti. On tâchera probablement de raffermir la résilience du système bancaire — en améliorant la gestion des risques, en vitaminant le cadre réglementaire, en faisant la promotion du désendettement graduel, en augmentant la transparence et en gérant la liquidation des prêts en difficulté —, ce qui constitue une priorité des réformes avant même qu'on puisse libéraliser l'économie. Il se peut aussi que les décideurs consacrent moins d'importance à la réalisation des objectifs de croissance à

RENSEIGNEMENTS

Tuuli McCully

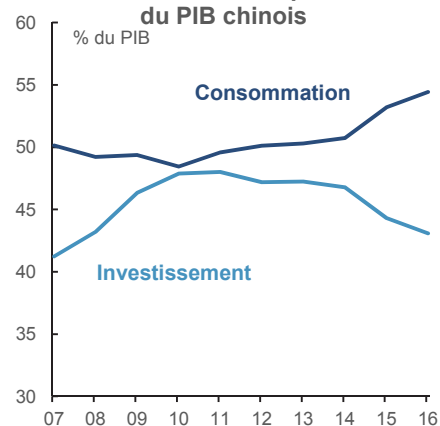
65.6305.8313 (Singapour)

Études économiques de la Banque Scotia

tuuli.mccully@scotiabank.com

Graphique 1

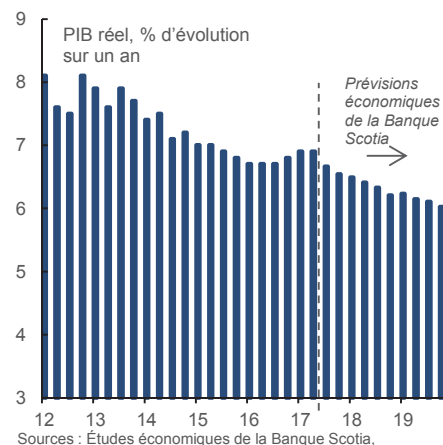
Évolution de la composition du PIB chinois



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, National Bureau of Statistics of China.

Graphique 2

La croissance du PIB réel chinois continue de se ralentir



Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

court terme du PIB réel et davantage à la stabilité financière, compte tenu des risques considérables qui découlent de la croissance rapide et soutenue du crédit (graphique 3) et du lourd endettement des entreprises chinoises. Dans l'univers des réformes du système bancaire, nous croyons que l'accentuation de la profondeur du secteur financier est un aspect essentiel des changements structurels à court terme, ce qui permettrait de promouvoir des apports de capitaux plus massifs en Chine et d'alléger la pression qui pèse sur le compte de capital actuellement endigué par des contrôles de capitaux plus rigoureux.

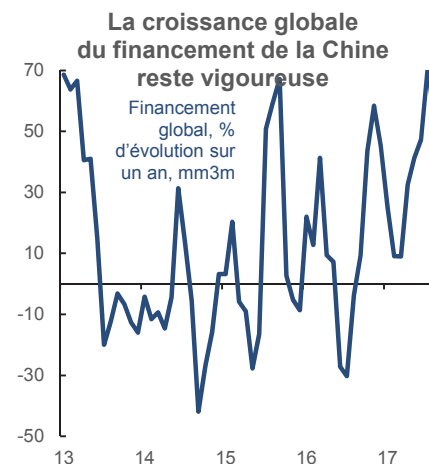
Hormis les réformes du secteur financier, nous continuons d'être attentifs aux progrès accomplis dans la réalisation de l'objectif à long terme de la Chine qui consiste à donner aux marchés un « rôle décisif » dans l'affectation des ressources. Un élément essentiel de la réalisation de cet objectif est l'accélération de la réforme des entreprises de l'État, qui dominent l'économie et qui ont tendance à être moins rentables que leurs pendants du secteur privé. Il y a en Chine une centaine de grands conglomérats d'entreprises d'État; or, si on tient compte de leurs filiales, les sociétés non financières sont au nombre de 167 000. Selon les estimations du Fonds monétaire international, la production de ces sociétés d'État chinoises accuse un recul de 25 % sur celle des sociétés privées correspondantes. Nous nous attendons à d'autres progrès dans la consolidation des sociétés d'État, dans la compression de leurs pertes, dans la réduction de leurs fonctions non commerciales, dans l'intégration de leurs filiales et dans l'ouverture de certains secteurs dominés par les sociétés d'État à l'investissement privé.

LA POLITIQUE MONÉTAIRE RESTERA CIRCONSPECTE ET NEUTRE

La conjoncture monétaire chinoise est appelée à rester « circonspecte et neutre » dans les prochains mois, selon la Banque populaire de Chine (PBoC). La politique monétaire de ce pays repose davantage sur les marchés depuis quelques années et la banque centrale utilise désormais le taux de refinancement inverse à sept jours comme taux directeur de fait pour télégraphier ses intentions en matière de politique monétaire. (Toutefois, officiellement, les taux de crédit et de dépôt à un an représentent toujours les taux d'intérêt directeurs officiels et sont établis par le Conseil d'État de la Chine.) Le taux à sept jours s'inscrit à 2,45 % depuis mars, après avoir été haussé de 20 points de base au total dans le premier trimestre de 2017. Nous nous attendons à un durcissement prudent de la politique monétaire dans la dernière partie de l'horizon prévisionnel; or, la conjoncture est censée rester relativement détendue dans l'ensemble sur fond de ralentissement de la croissance économique.

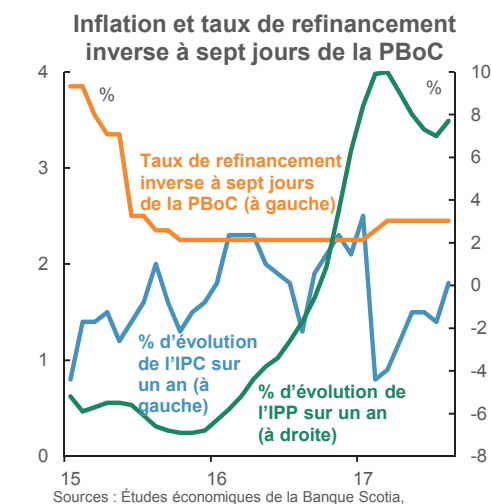
Les pressions exercées sur les prix restent plutôt bien maîtrisées en Chine, puisque l'inflation de synthèse tourne actuellement autour de 2 % sur un an (graphique 4). Nous nous attendons à un renforcement graduel des tensions inflationnistes dans les prochains trimestres, puisque le taux d'inflation devrait atteindre 2,5 % sur un an d'ici la fin de 2019. Dans le cadre des efforts à moyen terme de libéralisation des marchés financiers chinois, la PBoC délaissera probablement les objectifs de croissance de la masse monétaire pour privilégier le ciblage de l'inflation. Cette transition finira par améliorer la transparence et la crédibilité de la politique monétaire, qui constituent des préalables essentiels au succès de l'internalisation du renminbi chinois (CNY). Dans le même temps, nous nous attendons à ce que les décideurs chinois augmentent légèrement la souplesse des taux de change. Les taux seront probablement assouplis dans une fourchette d'échanges du CNY plus vaste, qui frôlera le taux de référence de la PBoC; à notre avis, la fourchette actuelle de ± 2 % pourrait s'étendre — potentiellement à ± 3 % — peu de temps après le Congrès du Parti.

Graphique 3



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

Graphique 4



Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Japon

- La vigueur de l'activité économique doit toujours alimenter les gains de salaires et l'inflation.
- La politique domine les perspectives à court terme.

SOLIDE CROISSANCE ET LÉTHARGIE DE L'INFLATION

À l'heure actuelle, l'activité économique du Japon est plus solide et généralisée qu'elle l'a été ces dernières années. La croissance du PIB réel se chiffre à une moyenne de 1,5 % sur un an dans le premier semestre de 2017 (graphique 1), grâce à la demande intérieure, en particulier les dépenses des ménages et l'investissement dans les immobilisations. De plus, le secteur du commerce extérieur japonais réagit à la reprise de la demande mondiale et du commerce international, puisque les exportations nettes contribuent aux gains de PIB réel. Nous nous attendons à ce que la croissance économique du Japon s'établisse à une moyenne de 1,6 % sur un an en 2017, ce qui est nettement supérieur au taux de croissance potentiel du pays, soit environ 0,5 % sur un an. Nous estimons que les gains de production seront inférieurs — et plus durables — en 2018-2019, soit 0,9 % sur un an en moyenne.

Les tensions inflationnistes du Japon restent faibles. Malgré un marché du travail proche du plein emploi, la hausse des bénéfices des sociétés et le récent relèvement de l'investissement des entreprises, la croissance des salaires est toujours aussi discrète (graphique 2), ce qui remet en cause la pérennité de la reprise de l'économie nippone. L'inflation du Japon est destinée à rester faible tant que les gains de salaires ne seront pas vigoureux. Ces derniers mois, les hausses de prix ont frôlé 0,5 % sur un an. Si, comme prévu à l'heure actuelle, la taxe à la consommation du Japon passe de 8 % à 10 % en octobre 2019, l'inflation franchira le seuil cible de la BoJ de 2 % sur un an dans les derniers mois de 2019, en reproduisant l'évolution des prix après avril 2014, lorsque cette taxe a été portée de 5 % à 8 % (graphique 2). Or, en excluant cette incidence temporaire, l'inflation restera probablement inférieure au seuil de 2 % dans un avenir prévisible. La Banque du Japon (BoJ) devrait respecter une politique monétaire conciliante pendant la durée de notre horizon prévisionnel. Le taux directeur à court terme restera probablement à -0,1 % et la BoJ continuera d'adapter le volume de ses rachats d'obligations en fonction de l'évolution des marchés, en tâchant de maintenir à un taux relativement proche de 0 % le rendement des obligations d'État à dix ans. Malgré la possibilité que la BoJ apporte avec circonspection des retouches à son programme de rachat d'actifs d'ici la fin de 2019, nous ne nous attendons pas à ce que le taux directeur augmente sur notre horizon prévisionnel.

LE JAPON DANS UNE LOGIQUE ÉLECTORALE

La conjoncture favorable de l'économie a amené le premier ministre Shinzo Abe à déclencher une élection éclair pour le 22 octobre 2017. L'élection de la Chambre des représentants (la chambre basse) devait avoir lieu avant la fin de 2018. Le premier ministre Abe tâchera de miser sur le soutien plus favorable de l'opinion pour son Parti démocratique libéral (PDL) et sur le désarroi de l'opposition. À l'heure actuelle, le PDL et son partenaire dans la coalition, le Kômeitô, détiennent la majorité des deux tiers de la chambre basse. En renouvelant son solide mandat, le gouvernement pourrait se consacrer vigoureusement à des réformes structurelles.

La course aux élections sera probablement marquée par les débats sur la stratégie du Japon vis-à-vis de la Corée du Nord et sur le réaménagement du système de sécurité sociale du Japon sur fond de vieillissement rapide de la société. De surcroît, le premier ministre Abe tâchera d'obtenir un mandat clair pour pouvoir aller de l'avant et augmenter une deuxième fois la taxe à la consommation en 2019. Pour faire appuyer cette hausse, il a télégraphié ses intentions pour une moindre consolidation budgétaire, en promettant de consacrer les recettes fiscales à des secteurs comme l'éducation et les soins de santé pour les personnes âgées.

RENSEIGNEMENTS

Tuuli McCully

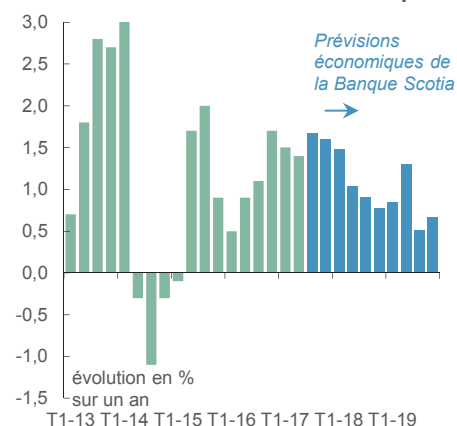
65.6305.8313 (Singapour)

Études économiques de la Banque Scotia

tuuli.mccully@scotiabank.com

Graphique 1

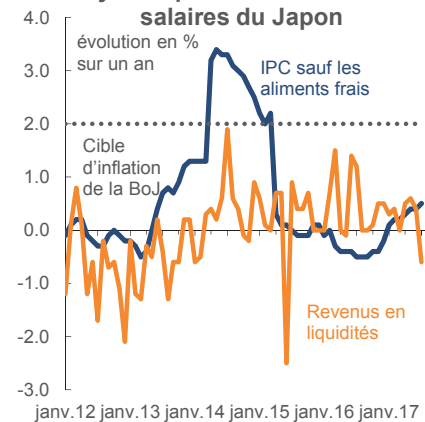
Croissance du PIB réel du Japon



Sources: Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 2

La dynamique de l'inflation et des salaires du Japon



Sources: Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Inde

- **Les réformes structurelles améliorent la conjoncture économique de l'Inde et promeuvent sa croissance à moyen et à long termes.**
- **La banque centrale reste fidèle au ciblage de l'inflation en tablant sur une politique budgétaire potentiellement plus conciliante.**

L'ÉCONOMIE MALMENÉE À COURT TERME PAR SA PROGRESSION À LONG TERME

L'économie indienne traverse un passage à vide. Au deuxième trimestre, les données sur le PIB réel ont déçu : le PIB a augmenté d'à peine 5,7 % sur un an, après une progression déjà faible de 6,1 % sur un an dans la période de janvier à mars (graphique 1). Cette décélération généralisée s'étend aux dépenses des ménages comme à celles de l'État. Or, il est encourageant de constater que la croissance de l'investissement dans les immobilisations est revenue en territoire positif, même si elle reste toujours plutôt léthargique. Nous nous attendons à ce que la décélération de la croissance soit passagère, en raison de la mise en œuvre des bouleversantes réformes structurelles. La croissance du PIB réel de l'Inde se ralentira probablement à 6,5 % sur un an en 2017, contre 7,6 % en 2016.

Les perspectives à moyen et à plus long terme de l'Inde sont plus encourageantes. Nous croyons que les récentes réformes — comme la taxe sur les produits et services, le code des faillites et les différents efforts consacrés à la régularisation de l'économie — seront favorables à la croissance dans les trimestres à venir, puisqu'elles décomplexifient l'environnement économique de l'Inde et encouragent l'investissement du secteur privé. En outre, les progrès continus dans l'assainissement des bilans amélioreront la diffusion de la politique monétaire et stimuleront le crédit. Nous nous attendons à ce que la croissance économique de l'Inde s'accélère à 7,5 % sur un an en 2018-2019.

LA RELANCE BUDGÉTAIRE POTENTIELLE FAIT OBSTACLE AU SOUTIEN DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

En réaction à la léthargie de la croissance économique, le gouvernement indien pourrait envisager de nouvelles mesures de relance budgétaire pour soutenir la demande intérieure. La spéculation à propos d'une politique budgétaire plus conciliante a suscité des préoccupations parmi les investisseurs à propos de la pérennité de la situation budgétaire de l'Inde, qui est déjà l'un des maillons les plus faibles de l'économie. À ce jour, l'administration visait à ramener le déficit de l'État central à 3 % du PIB d'ici l'EF 2018-2019 (d'avril à mai). Un glissement par rapport à la cible pourrait nuire aux chances de l'Inde de mériter un relèvement de sa note de crédit souverain de Moody's, qui maintient une perspective « positive » sur la cote Baa3 de l'Inde.

La léthargie de la croissance économique obligera probablement davantage la Reserve Bank of India (RBI) à assouplir encore les conditions monétaires; la banque centrale a réduit de 25 points de base, à 6,0 %, le taux de refinancement de référence dans la foulée de la réunion sur sa politique monétaire du 1^{er} et du 2 août 2017 en raison de la timide évolution de l'inflation (graphique 2). Toujours est-il que nous nous attendons à ce que la RBI ne modifie pas sa politique monétaire à court terme, puisque le gouvernement pourrait adopter une politique budgétaire plus conciliante. À maintes reprises, la RBI a signalé qu'une dérive budgétaire potentielle est l'un des risques prioritaires pour les perspectives inflationnistes du pays. En outre, de nouvelles baisses des taux d'intérêt de référence auraient probablement une incidence minime sur la relance de l'économie, compte tenu de l'abondance chronique des liquidités dans le système bancaire indien. L'inflation — à 3,4 % sur un an en août — a déjà commencé à s'accélérer après avoir atteint son point creux de 1,5 % sur un an en juin. Nous estimons que le taux global d'inflation grimpera graduellement en 2019, tout en restant compris dans la fourchette cible à moyen terme de la RBI, soit 4 % ± 2 % sur un an. Nous nous attendons à ce que la RBI commence à durcir prudemment sa politique monétaire au début de 2019.

RENSEIGNEMENTS

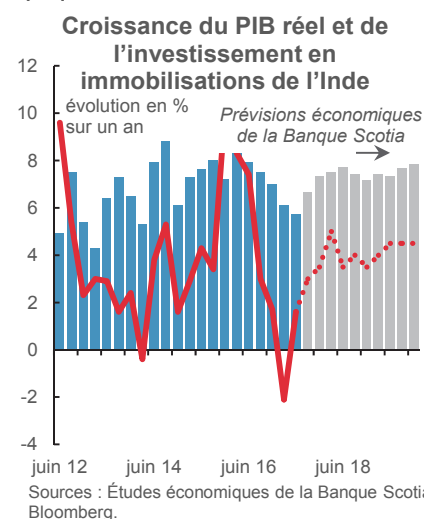
Tuuli McCully

65.6305.8313 (Singapour)

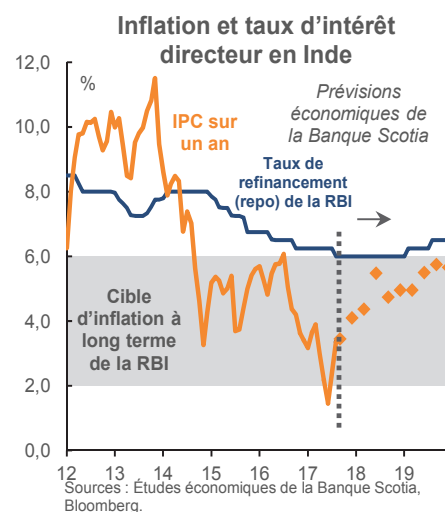
Études économiques de la Banque Scotia

tuuli.mccully@scotiabank.com

Graphique 1



Graphique 2



Australie

- Garder le cap.

LA DEMANDE INTÉRIEURE PORTERA LA CROISSANCE EN 2019

Pour la période de 2017-2019, les perspectives de croissance économique de l'Australie sont relativement stables : selon les prévisions, le PIB réel devrait augmenter de concert avec le taux de croissance potentiel de l'économie, soit 2,5 % sur un an. Nous nous attendons à ce que les cours du minerai de fer et du charbon baissent dans les prochains mois, ce qui affaiblira la balance commerciale de l'Australie et son activité exportatrice. Il n'empêche que la hausse du volume des exportations dans la foulée de la réalisation des projets miniers viendra en quelque sorte compenser cette léthargie. Sur cette toile de fond externe plutôt incertaine, la reprise économique de l'Australie dépendra de la demande intérieure. Le soutien apporté continuellement par la politique monétaire est nécessaire pour porter une reprise soutenue — et génératrice de croissance — de l'investissement non minier puisque le pouvoir de dépense des consommateurs australiens est limité par le lourd endettement des ménages et par les gains de salaires toujours aussi faibles.

Les gains du PIB réel australien ont atteint une moyenne d'à peine 1,8 % sur un an au premier semestre de 2017. Nous estimons que dans le deuxième semestre, la croissance sera plus forte, même si sa reprise s'expliquera en partie par des raisons mathématiques. En raison d'une léthargie généralisée causée par une contraction de la production (en glissement trimestriel) au troisième trimestre de 2016, la croissance économique annuelle de l'Australie devrait atteindre une moyenne proche de 3 % dans la période de juillet à décembre, ce qui portera à 2,4 % la croissance de 2017. En 2018-2019, nous prévoyons que les gains du PIB s'établiront à une moyenne de 2,6 % sur un an.

LA NORMALISATION MONÉTAIRE À L'HORIZON DE 2019

La Reserve Bank of Australia (RBA) maintiendra probablement une politique monétaire conciliante dans les prochains trimestres afin de soutenir la demande intérieure, en maintenant au niveau actuel de 1,50 % le taux de référence sur les liquidités. Les décideurs de la RBA ont récemment signalé que la vigueur du dollar australien (graphique 1) devrait peser sur les tensions inflationnistes, qui resteront faibles pour l'instant, de même que sur les perspectives du PIB et de l'emploi du pays. Toujours est-il que nous ne nous attendons pas à ce que le dollar australien continue de s'apprécier à court terme en raison de la léthargie des prix des produits de base en vrac.

Le marché du travail australien continue de reprendre graduellement du mieux : les emplois à temps plein portent les gains de l'emploi cette année (graphique 2). Le marché du travail sera étayé par le raffermissement de la croissance de l'investissement non minier et par l'étiollement des répercussions défavorables de la baisse de l'investissement minier. Bien que la hausse des salaires réels soit actuellement proche de zéro sur un an, nous nous attendons à ce que le quasi-plein emploi sur le marché du travail finisse par se traduire par de légères pressions sur les salaires et par une inflation portée par la demande. Nous estimons que le taux global d'inflation frôlera l'extrémité inférieure de la fourchette cible d'inflation de 2 %-3 % de la RBA en 2018 et augmentera lentement — mais plus durablement — en 2019, pour atteindre 2,66 % sur un an d'ici la fin de l'année. En réaction à la hausse graduelle des projections inflationnistes, nous nous attendons à ce que la première hausse des taux d'intérêt de la RBA intervienne au quatrième trimestre de 2018. La RBA adoptera probablement une approche circonspecte dans la normalisation de sa politique monétaire, en apportant comme prévu d'autres mises au point au deuxième et au quatrième trimestre de 2019 pour porter le taux directeur à 2,25 % d'ici la fin de l'année.

RENSEIGNEMENTS

Tuuli McCully

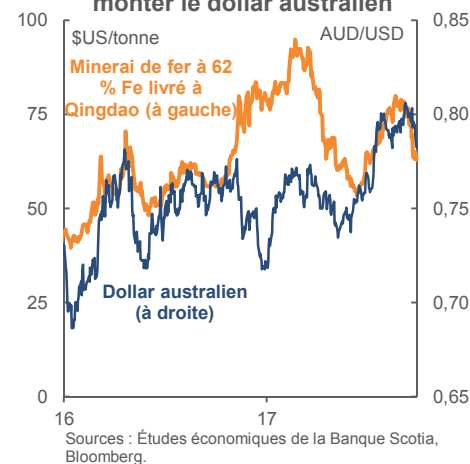
65.6305.8313 (Singapour)

Études économiques de la Banque Scotia

tuuli.mccully@scotiabank.com

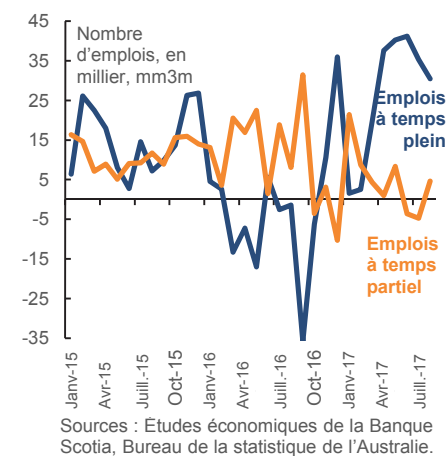
Graphique 1

Les cours du minerai de fer ont fait monter le dollar australien



Graphique 2

Évolution de l'emploi en Australie



Produits de base

DES PARCOURS DIFFÉRENTS SUR UNE MÊME TRAJECTOIRE MONTANTE

- L'accélération de la croissance de l'économie mondiale et la léthargie du dollar américain tisseront une toile de fond essentiellement favorable et viendront conforter la reprise soutenue des prix des produits de base industriels.
- Les marchés pétroliers reviennent comme prévu à l'équilibre; or, l'humeur pessimiste obligera à inscrire d'autres déficits réels de l'offre pour que les prix du WTI franchissent la barre des 55 \$ le baril.
- Les métaux industriels ont remonté au T3; toutefois, les cours ont depuis divergé, et nous nous attendons à ce que les fondamentaux des métaux portent le rendement différencié des cours en 2019.

Les prix de base mondiaux devraient essentiellement gagner du terrain sur l'horizon prévisionnel; cependant, les parcours de leur reprise sont de plus en plus hétérogènes, dans les secteurs mêmes et entre les différents secteurs à la fois. Sur les marchés de l'énergie, la reprise est graduelle et s'inscrit dans une fourchette par rapport à la performance volatile des métaux. Même si les métaux ont remonté au troisième trimestre, les cours divergent à nouveau, puisque les différents fondamentaux redeviennent maîtres de la situation. Cette évolution des marchés se déroule sur une toile de fond largement favorable, dans laquelle l'accélération de la croissance de l'économie mondiale étaye la demande des produits de base, alors que la léthargie généralisée du dollar américain fait monter les contrats libellés en dollars. Les politiques industrielles et environnementales de la Chine représentent toujours les principaux risques prévisionnels : le marché continuera probablement de jouer à la devinette en ce qui concerne le moment où seront révoquées les mesures de relance monétaire et le sérieux des efforts consacrés au contingentement de l'offre et à l'environnement. Dans l'ensemble, nous nous attendons à ce que la plupart des produits de base industriels continuent de progresser sur un an pendant tout l'horizon prévisionnel; toutefois, les produits de base en vrac devraient subir une correction nécessaire et les cours des métaux précieux devraient se replier dans le contexte de la hausse des taux (graphique 1).

ÉNERGIE : LES MARCHÉS PÉTROLIERS SONT D'HUMEUR PESSIMISTE, ET IL FAUDRA QUE L'OFFRE RESTE ENCORE PLUS DÉFICITAIRE POUR LONGÉVISER LA REPRISE

Le marché pétrolier revient à l'équilibre, essentiellement comme prévu, mais les cours accusent du retard sur la reprise graduelle qui se déroule sur le marché physique : les stocks commerciaux toujours aussi élevés justifient amplement l'humeur pessimiste et font baisser les mouvements spéculatifs des cours. Les vents contraires qui soufflent sur l'humeur des marchés ralentiront la reprise des cours du brut et constituent essentiellement la première raison qui explique une légère baisse de 1 \$ à 2 \$ le baril de notre prévision des cours du brut WTI, qui s'établiront, en moyenne par baril, à 50 \$ en 2017, à 52 \$ en 2018 et à 56 \$ en 2019. Or, nous continuons de constater un renforcement des fondamentaux (graphique 2) qui fera basculer à la hausse le risque à moyen terme et qui finira par faire monter les cours jusqu'à la fin de la décennie; les déficits de l'offre devraient réduire l'excédent des stocks commerciaux selon l'OCDE, qui devrait se replier à des moyennes quinquennales d'ici le milieu de 2019. Notre optimisme s'explique par une prévision moins enthousiaste pour la croissance de la production américaine, de concert avec la rigueur constante de l'OPEP et la léthargie de la production partout ailleurs dans le monde. La demande devrait continuer de progresser à un rythme supérieur à la tendance, soit essentiellement 1,5 Mbjp sur un an jusqu'en 2019, grâce à l'accélération de la croissance de l'économie mondiale et à des cours toujours aussi faibles.

RENSEIGNEMENTS

Rory Johnston

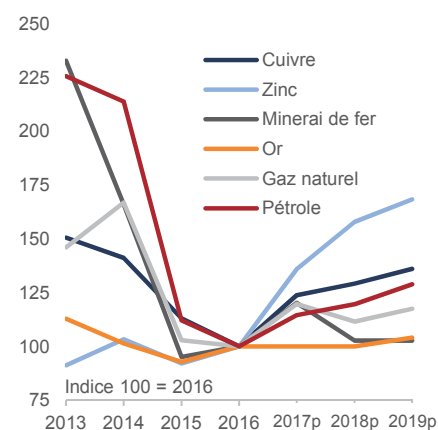
416.862.3908

Études économiques de la Banque Scotia

rory.johnston@scotiabank.com

Graphique 1

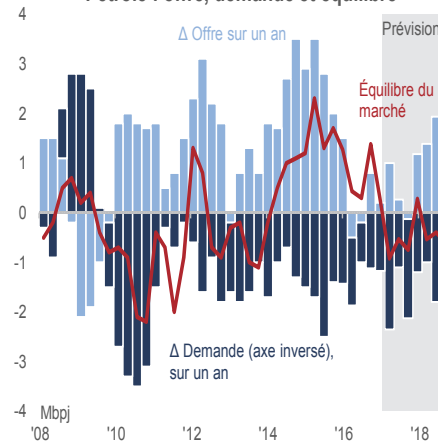
Le zinc à la tête des produits de base; le minerai de fer bon dernier



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 2

Pétrole : offre, demande et équilibre



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

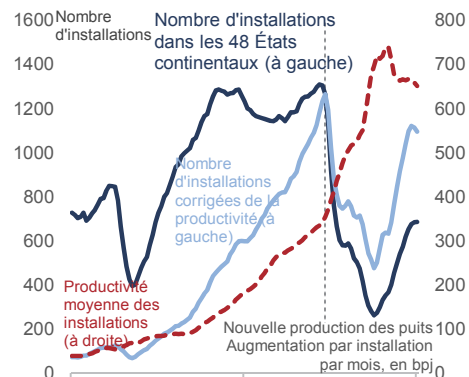
L'offre est au cœur de l'intrigue du marché pétrolier : la croissance devrait se ralentir considérablement en 2017 avant de rebondir en 2018, lorsque les stocks de l'OPEP reprendront le chemin du marché et augmenteront les gains du pétrole de schiste américain. À notre avis, même si la croissance de la production américaine sera exceptionnelle selon presque toutes les normes historiques, l'offre de pétrole de schiste ne tiendra pas le rythme de croissance de 1 Mbpj et plus observé dans les derniers mois, mais progressera quand même de 500 à 800 kbpj par an jusqu'en 2019, ce qui reste exceptionnel, compte tenu d'un contexte dans lequel les cours sont inférieurs à 60 \$ le baril. Le nombre d'installations de forage a atteint un plateau et la rentabilité du forage exclusivement pétrolier a légèrement fléchi cette année, puisque les cours sont englués à moins de 50 \$ le baril (graphique 3); or, nous nous attendons à un relèvement des niveaux d'activité de forage pour étayer la modeste croissance de la production américaine lorsque les cours dériveront à la hausse vers les 55 \$ le baril. Ce rythme plus graduel de la croissance de la production américaine est étoffé par le retour de l'offre de l'OPEP dans le dernier semestre de 2018 ou éventuellement en 2019, selon la conjoncture qui régnera sur les marchés. L'OPEP devrait normalement gérer le retour des barils en attente pour ne pas dénouer les progrès accomplis par le cartel et ses alliés depuis novembre 2016. À notre avis, l'OPEP ciblera un niveau de production assez faible pour veiller à ce que le marché continue d'inscrire un léger déficit, en grignotant l'excédent des stocks industriels de l'OCDE (graphique 4), sans toutefois atteindre un niveau assez faible pour faire monter les prix trop haut et trop vite, ce qui fouetterait à nouveau l'ardeur du secteur des hydrocarbures de schiste américain.

La croissance de la demande mondiale de pétrole jusqu'en 2019 devrait atteindre une moyenne de 1,5 Mbpj par an après une tenue remarquable cette année grâce à l'accélération de la croissance de l'économie mondiale et à des cours obstinément faibles (graphique 5). La croissance des économies chinoise et indienne expliquera plus de 40 % de ces gains, alors que l'Asie émergente continuera de compenser les perspectives stagnantes et même fléchissantes de la demande dans les pays membres de l'OCDE. La croissance de la consommation chinoise est de plus en plus portée par la demande de combustibles destinés aux consommateurs, par exemple l'essence, le carburant d'aviation et le propane pour la cuisson, ce qui contraste vivement avec la norme d'il y a quelques années alors que la croissance était portée par le carburant diesel dans le secteur industriel. L'Inde connaît elle aussi un scénario dynamisé par les combustibles destinés aux consommateurs : dans la dernière année, la demande d'essence et de gaz de pétrole liquéfié a augmenté de plus de 10 %. Si la demande mondiale de combustibles est toujours aussi forte, nous avons par contre constaté que le WTI commence à s'échanger à un rabais plus important par rapport au Brent mondial, compte tenu des contrecoups d'une tumultueuse saison d'ouragans sur la demande de brut en Amérique du Nord. Les pannes de raffinerie, qui s'expliquent essentiellement par le déluge de l'ouragan Harvey, ont plongé la courbe à terme du WTI dans un brutal contango, en faisant baisser les cours d'appel et en révélant un excédent de l'offre sur la demande déprimée. Or, il faut mettre en rapport cette léthargie régionale avec un marché beaucoup plus tendu mondialement, et la courbe à terme du Brent — qui donne une meilleure idée des échanges mondiaux — devient de plus en plus rétrodécalée, ce qui précipite de nouvelles opérations de déstockage pour répondre aux besoins immédiats.

Les marchés nord-américains du gaz naturel sont plus proches que le pétrole de leur niveau d'équilibrage à long terme prévu; or, le décalage de la mise en route attendue des centrales de gaz naturel pèsera sur les cours en 2018. Les prévisions de croissance de la production américaine de gaz naturel restent solides en raison du raffermissement de la conjoncture des cours du gaz et de l'augmentation de l'offre de gaz associée au forage du pétrole, lui aussi euphorisé par rapport à l'an dernier. La mise en service de centrales au gaz naturel devait permettre d'absorber un fort volume de cette nouvelle production gazière incrémentielle; or, le décalage temporel dans ces secteurs de la demande fera monter plus que prévu auparavant les stocks à la fin de 2017. **Ce relèvement des attentes vis-à-vis des stocks nous amène à dégrader légèrement notre prévision pour le gaz naturel Carrefour Henry, à une moyenne par MBtu de 3,06 \$ en 2017, de 2,85 \$ en 2018 et de 3,00 \$ en 2019.**

Graphique 3

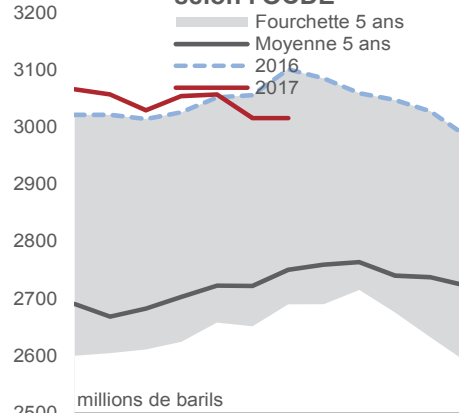
Stagnation de la productivité : la croissance de l'offre américaine liée à la hausse du nombre d'installations



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, EIA, Baker Hughes.

Graphique 4

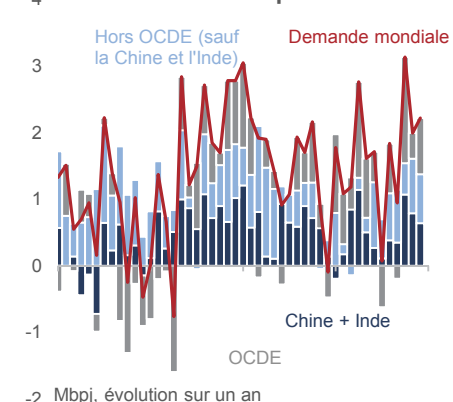
Stocks de pétrole de l'industrie selon l'OCDE



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, AIE.

Graphique 5

Accélération de la croissance de la demande de pétrole



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, OMI.

MÉTAUX DE BASE : PERSPECTIVES DIVERGENTES APRÈS UNE REMONTÉE COLLECTIVE AU T3

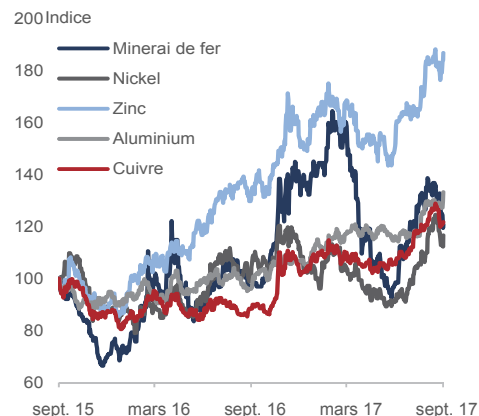
Les marchés des métaux de base ont remonté collectivement au T3, même si depuis, les cours ont divergé (graphique 6), et les fondamentaux des métaux devraient porter la tenue des différents métaux sur l'horizon prévisionnel.

La récente volatilité du cuivre est étonnante, compte tenu de l'équilibre relatif du marché physique par rapport à la conjoncture de l'offre des autres métaux de base. Les légers excédents des dernières années ont pesé sur les cours du cuivre; or, le récent relèvement de l'activité industrielle chinoise a fait passer le « D' Cuivre » — ainsi appelé parce qu'on croit que le cours de ce métal est le phare des tendances industrielles mondiales — en survitesse, pour sortir d'un creux proche de 2 \$ la livre l'an dernier et atteindre récemment des pics supérieurs à 3,15 \$ la livre. Les fondamentaux du cuivre se sont légèrement amenuisés depuis nos dernières prévisions, sans toutefois se réduire suffisamment pour justifier les récents gains des cours, et les prometteurs prélèvements sur les stocks de cuivre ont finalement connu un faux départ lorsque les nouvelles livraisons dans les entrepôts agréés par la Bourse des métaux de Londres (LME) sont venues enrichir les stocks boursiers (graphique 7). La mise en service de mines nouvelles et l'agrandissement des mines anciennes, essentiellement au Chili, en Zambie et en République démocratique du Congo, replongeront le marché en situation légèrement excédentaire sur l'horizon prévisionnel; or, le tarissement de l'ensemble de cette capacité minière devrait porter les prix à des moyennes de 2,85 \$ la livre en 2018 et de 3 \$ la livre en 2019.

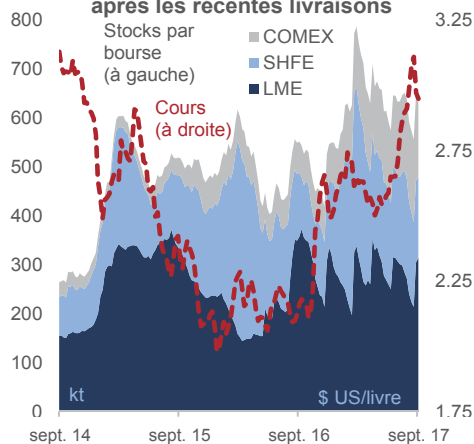
Sur le marché du nickel, les déficits de l'offre ne cessent de se creuser; toutefois, le rendement des cours est freiné par l'excédent considérable des stocks, qui s'explique par la surabondance de l'offre depuis une dizaine d'années. On prévoit que la réduction graduelle de ces stocks fera légèrement monter les cours du nickel, qui devraient s'établir à une moyenne par livre de 4,65 \$ en 2017, de 5,00 \$ en 2018 et de 5,50 \$ en 2019. Nos prévisions supposent que les mines fermées dans le cadre des contrôles environnementaux des Philippines seront relancées; or, la lenteur des progrès accomplis à cet égard fait basculer à la hausse notre risque prévisionnel, puisque l'offre philippine moindre donne lieu à de forts prélèvements de stocks, ce qui accentue la trajectoire haussière des cours.

Le zinc continue de profiter des fondamentaux les plus vigoureux de tout le complexe des métaux de base et la rareté de l'offre devrait faire monter les cours pour les porter à des niveaux supérieurs aux niveaux déjà gonflés d'aujourd'hui, soit une moyenne de 1,50 \$ la livre en 2018 et un pic de 1,60 \$ la livre en 2019. À l'origine, ces cours élevés avaient déclenché une nouvelle vague d'offres — essentiellement issue des mines chinoises — et effrayé le marché; toutefois, ces progrès de l'offre se sont taris (graphique 8), ce qui a replacé le zinc sur notre trajectoire prévisionnelle, qui conduira à une rareté aigüe dans les deux prochaines années. Or, nous nous attendons à ce que les cours compris dans la fourchette de 1,50 \$ à 1,60 \$ la livre soient suffisants pour ramener une nouvelle offre minière sur le marché, et les cours devraient graduellement se replier à partir de 2019. Cette tendance baissière par rapport aux sommets du cycle sera amplifiée par la destruction probable de la demande lorsque les usines feront appel à d'autres procédés de galvanisation moins prépondérants en zinc. Désormais, les gains de l'offre devraient être essentiellement attribuables à la Chine et à l'Australie, et l'on s'attend à une nouvelle offre minière de l'Afrique du Sud, de l'Inde, du Pérou et du Mexique.

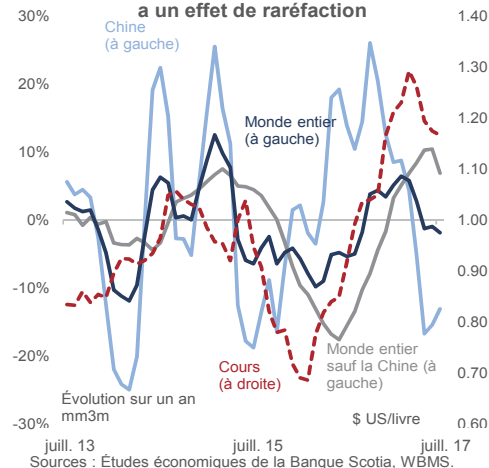
Le marché de l'aluminium est toujours sur la corde raide, puisque les acteurs de ce marché attendent le début des réductions de capacité hivernale largement télégraphiées et qui, de pair avec les récentes décisions des gouvernements de fermer les fonderies non rentables, ont porté les cours à des sommets proches de 1 \$ la livre en cinq ans, puisque les craintes d'une pénurie de l'offre encouragent les opérations d'achat rapides. Toutefois, le marché de l'aluminium paraît fondamentalement équilibré faute d'interventions stratégiques massives et soutenues de Beijing, et les niveaux absolus des cours seront déterminés par l'importance de la capacité qui sera touchée en Chine, la durée de sa mise au rancart et les prix que devront pratiquer les fonderies hors de la Chine pour relancer rentablement les usines paralysées. **Nous nous attendons à ce que les cours de l'aluminium s'établissent en moyenne à 0,90 \$ la livre jusqu'en 2019; cependant, les risques sont à la hausse, compte tenu de la possibilité d'une intervention d'envergure et prolongée des instances environnementales en Chine.**

Graphique 6
Les métaux industriels ont monté de concert, en suivant leur propre trajectoire


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

Graphique 7
Faux départ pour les stocks de cuivre après les récentes livraisons


Sources : Études économiques de la Banque Scotia, LME, SHFE, COMEX.

Graphique 8
Le faux départ de l'offre de zinc a un effet de raréfaction


Sources : Études économiques de la Banque Scotia, WBMS.

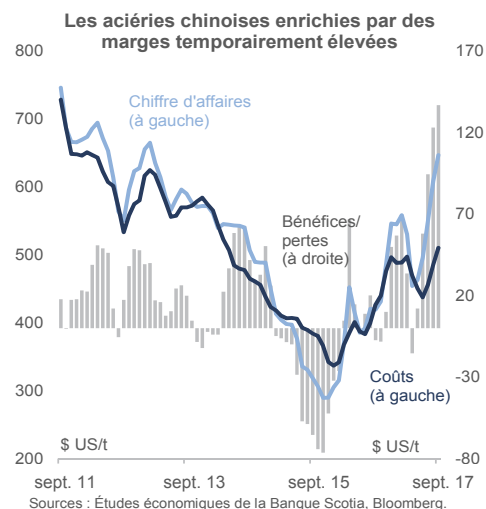
PRODUITS DE BASE EN VRAC : PROFITER DES COURS TANT QU'ILS S'INSCRIVENT DANS LA DURÉE

Les produits de base en vrac comme le minerai de fer et le charbon à coke continuent étonnamment d'augmenter après l'électrochoc de la demande exprimée par les aciéries chinoises nouvellement rentables (graphique 9), ce qui a accru les importations de matières premières et comprimé l'offre par voie maritime. Les mesures de relance ont permis de soutenir la vigueur de la demande d'acier alors que le gouvernement a fermé les fonderies peu rentables et « illicites », en réduisant du même coup l'offre intérieure. Le quasi-équilibre actuel de l'offre et de la demande est en outre exacerbé par le spectre des réductions de capacité hivernale en Chine, ce qui a amené les usines touchées à accroître leur production aujourd'hui en espérant ainsi compenser leur ralentissement forcé entre octobre et mars; cette évolution intertemporelle de la demande, qui a récemment fait rejaillir des bienfaits sur les produits de base en vrac, pèsera sur les cours pendant les mois d'hiver alors que la production sidérurgique et, par le fait même, le besoin en matières premières importées baisseront en flèche. **Les cours du minerai de fer devraient atteindre une moyenne de 60 \$ la tonne sur l'horizon prévisionnel**, soit l'extrémité supérieure de la courbe des coûts par transport maritime, ce qui suffit largement pour offrir suffisamment de minerai de fer sur le marché compte tenu du calendrier moins écourté de l'évolution de la demande. Les cours du charbon dur cokéfiable (CDC) devraient suivre une tendance à la baisse comparable et se marginaliser dans la foulée de leur évolution en dents de scie dans l'année écoulée, ce qui fait que le CDC a oscillé entre 150 \$ et 310 \$ la tonne en raison de toutes sortes de contraintes de l'offre. **Les cours du CDC devraient plonger à 150 \$ la tonne en 2018 et à 130 \$ la tonne en 2019, à la condition que l'offre ne se tarisse pas davantage en raison des sautes d'humeur de la météo.**

MÉTAUX PRÉCIEUX : L'OR COINCÉ DANS UNE FOURCHETTE EN RAISON DE LA LÉTHARGIE DU DOLLAR ET DE LA HAUSSE DES TAUX

Le cours de l'or reste euphorique, après avoir brièvement franchi le seuil des 1 350 \$ l'once en septembre, son sommet pour l'année, puisque les marchés s'attendent de moins en moins à des hausses de taux d'intérêt aux États-Unis, que le dollar américain est toujours plongé dans une léthargie et que les préoccupations vis-à-vis des risques géopolitiques sont de plus en plus vives en raison de l'escalade des échanges rhétoriques entre Washington et Pyongyang (graphique 10). Malgré ces facteurs favorables à la hausse de l'or, nous croyons que le marché sous-estime aujourd'hui la probabilité d'un nouveau durcissement de la politique monétaire de la Fed vers la fin de l'année. Nous prévoyons que la Fed haussera ses taux en décembre, ce qui doublera les vents contraires qui souffleront sur l'or, qui devrait fléchir en suivant la trajectoire de la hausse réelle des taux et être pénalisé par un raffermissement passager du dollar américain. **Dans la foulée de ce rajustement, nous croyons que l'or atteindra un cours moyen de 1 300 \$ l'once en 2018 et 2019.** La léthargie soutenue du dollar américain selon les prévisions, après un bref rebond au quatrième trimestre, devrait faire monter les cours de l'or et atténuer la pression baissière provoquée par le contexte de la hausse des taux mondialement.

Graphique 9



Graphique 10

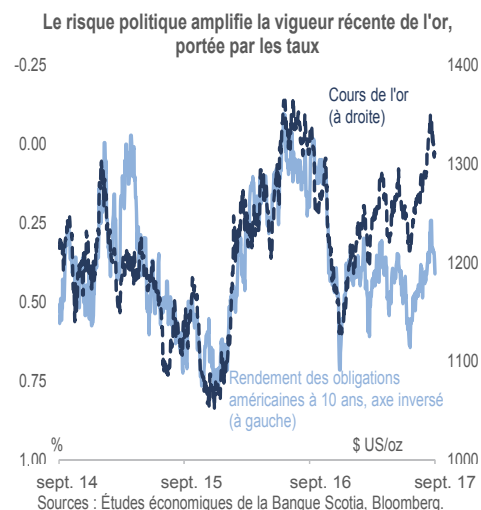


Tableau 1

Produits de base	2000-2016			moyenne annuelle			
	Minimum	Moyenne	Maximum	2016	2017p	2018p	2019p
Pétrole WTI (\$ US/baril)	17	63	145	43	50	52	56
Pétrole Brent (\$ US/baril)	18	66	146	45	51	53	57
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	1,64	4,94	15,38	2,55	3,08	2,85	3,00
Cuivre (\$ US/lb)	0,60	2,35	4,60	2,21	2,72	2,85	3,00
Zinc (\$ US/lb)	0,33	0,81	2,10	0,95	1,29	1,50	1,60
Nickel (\$ US/lb)	2,00	7,26	24,58	4,36	4,65	5,00	5,50
Aluminium (\$US/livre)	0,56	0,86	1,49	0,73	0,87	0,90	0,90
Minerai de fer (\$US/tonne)	17	67	187	58	70	60	60
Charbon métallurgique (\$US/tonne)	39	127	330	114	206	150	130
Or, à Londres en après-midi (\$ US/once)	256	869	1 895	1 251	1 265	1 300	1 300

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Marché des changes

LE DOLLAR AMÉRICAIN ORIENTÉ À LA BAISSÉ

Nous continuons d'exprimer un avis généralement négatif sur la perspective du **dollar américain (USD)**, qui a généralement fléchi par rapport aux grandes monnaies dans les trois derniers mois et a eu tendance, dans la même période, à céder du terrain à bien des monnaies asiatiques et latino-américaines. Les doutes chroniques des marchés à propos de la capacité de la Fed à durcir sa politique monétaire, sur fond de léthargie de croissance de l'inflation mesurée au niveau des dépenses de consommation, ont miné le soutien du dollar américain. Nous nous attendons à un léger durcissement de la politique monétaire de la Fed en décembre, ce qui mettra fin à la glissade du dollar américain à la fin de l'année; or, la perspective généralisée à plus long terme du dollar est fermement orientée à la baisse.

En 2018, la Fed continuera de durcir graduellement sa politique monétaire; or, nous ne pensons pas nécessairement que le dollar américain en profitera. Les écarts sur les taux à court terme nominaux très favorables au dollar américain n'ont pas réussi à empêcher le billet vert de régresser cette année par rapport aux monnaies comparables que sont l'euro (EUR), la livre (GBP) et peut-être même le yen (JPY). De plus, en raison de l'amélioration de la croissance tendancielle de l'économie mondiale, les différentiels de croissance sont moins prononcés pour étayer le dollar américain à moyen terme. Enfin, bien que la Fed soit en bonne voie de normaliser sa politique, les autres banques centrales — surtout la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque d'Angleterre (BoE) — viennent à peine d'amorcer leur processus de régularisation. L'évolution du dollar américain laisse entendre que les marchés voudront actualiser, ambitieusement et par anticipation, la fin de la politique monétaire exceptionnelle dans d'autres devises.

D'un plus vaste point de vue, nous sommes toujours d'avis que la tendance à plus long terme de l'évolution du dollar américain s'est transformée et inversée; les tendances haussières et baissières séculaires du dollar américain durent environ huit ans en moyenne depuis les années 1970, ce qui laisse entendre qu'avec la maturation de la phase haussière de 2008 à 2017, les risques tendanciels à plus long terme sont désormais orientés à la baisse pour le dollar américain.

Nous restons enthousiastes dans nos perspectives sur le **dollar canadien (CAD)** en 2018. Le lancement anticipé et plus ambitieux du cycle de durcissement de la politique de la Banque du Canada (BdC) a donné lieu à une appréciation fulgurante de cette monnaie depuis le milieu de l'année; or, les gains pourraient désormais se ralentir ou même s'infléchir légèrement vers la fin de l'année. D'un point de vue saisonnier, le dollar américain se renforce généralement un peu au T4 et au début du T1, avant de fléchir brusquement. Nous nous attendons à une autre hausse des taux cette année et à un nouveau durcissement de la politique de la BdC en 2018 grâce à l'amélioration de la conjoncture économique, ce qui permettra essentiellement d'étayer le dollar canadien au cours d'une période qui devrait généralement se dérouler sous le signe de la stabilité des cours du pétrole. Notre prévision laisse toutefois entendre que la remontée du dollar canadien sera freinée vers la fin de 2018 et qu'elle s'inversera légèrement l'année suivante puisque l'appréciation de la monnaie pourrait commencer à pénaliser la performance de l'économie extérieure.

L'**euro** continuera de s'apprécier sur notre horizon prévisionnel. Nous nous attendons effectivement à une appréciation fulgurante de la monnaie unique dans les derniers mois de l'année; cette appréciation devrait se modérer ou se dénouer quelque peu vers la fin de l'année. Toujours est-il que même à ce stade, nous considérons que 2017 est une très bonne année pour l'euro, grâce à de vigoureux gains de prix dans l'ensemble, ce qui laisse fortement entendre que la baisse tendancielle séculaire de l'euro depuis le pic de l'ordre de 1,60 atteint en 2008 a pris fin cette année à 1,03 et s'inversera à terme.

RENSEIGNEMENTS

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

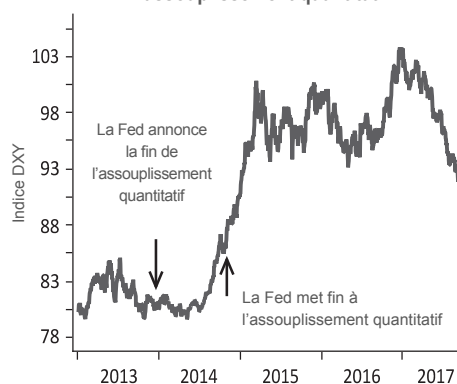
Eduardo Suárez, VP, Études économiques, Amérique latine
 52.55.9179.5174 (Mexique)
 Études économiques de la Banque Scotia
eduardo.suarez@scotiabank.com

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

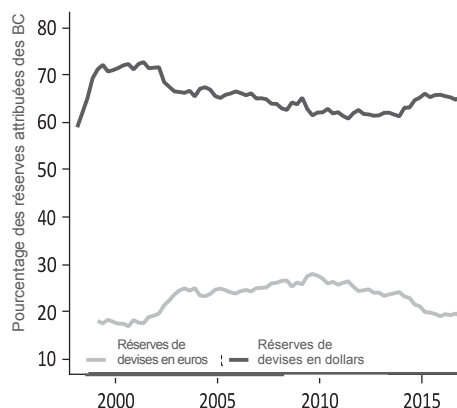
Le dollar américain très en avance sur la fin de l'assouplissement quantitatif



Sources : Macrobond, Stratégie des TRFDPB de la Banque Scotia.

Graphique 2

Les banques centrales sous-pondérées en euros



Sources : Macrobond, Stratégie des TRFDPB de la Banque Scotia.

L'élan de croissance de la zone euro reste solide, ce qui jugulera la léthargie de l'euro à court terme; or, les risques politiques restent flagrants et les gains pourraient être tenus en laisse jusqu'au milieu de 2018 (à cause des problèmes d'indépendance régionale et des élections générales de mai 2018 en Italie). La BCE est toutefois sur le point de mettre fin à son programme de rachat d'actifs, et nous nous attendons à ce qu'en définitive, la normalisation de la politique monétaire permette aux investisseurs de se recentrer sur l'un des grands piliers structurels de l'euro : le large excédent du compte courant par rapport aux États-Unis. Nous notons également que les banques centrales mondiales gardent de faibles positions relatives et absolues sur l'euro dans les actifs qu'elles détiennent en réserve et que les grands investisseurs institutionnels pourraient avoir à remanier leur exposition à l'euro lorsque la croissance se raffermira et que la BCE renoncera à une ligne de conduite monétaire exceptionnellement accommodante. Nous nous attendons à une modeste remontée de l'euro l'an prochain et, par voie de conséquence, à des gains plus évidents en 2019.

Nous avons relevé notre prévision de la **livre sterling** pour tenir compte du fait que nous nous attendons à ce que la BoE durcisse sa politique monétaire vers la fin de l'année en réaction à la hausse de l'inflation intérieure. Nous prévoyons toutefois un léger durcissement seulement; toutefois, il est improbable que la BoE relève une deuxième fois ses taux avant le milieu de 2018 — en mai à notre avis. Or, puisque quelques grandes banques centrales sont même sur le point de relever leurs taux directeurs, la moindre augmentation du taux de référence portera généralement la livre sterling. Le Brexit fait toujours planer un risque sur l'évolution de la livre sterling; toutefois, en supposant qu'il n'y aura pas de changement d'envergure sur la scène politique intérieure, nous pensons aussi que bien des mauvaises nouvelles sont déjà intégrées dans le pointage de la livre sterling aux niveaux actuels et nous sommes plutôt d'avis que cette monnaie paraît toujours assez abordable du point de vue de sa valorisation à plus long terme.

Le **yen** accusera généralement une piètre tenue dans la prochaine année. La croissance tendancielle de l'économie intérieure reste léthargique et la BoJ est toujours loin de son objectif d'inflation de 2 %. Autrement dit, sa politique restera conciliante pendant une durée prolongée alors que d'autres banques centrales s'apprêteront à délaissier une ligne de conduite exceptionnellement conciliante ou à durcir leur politique. La croissance relativement plus faible et les paramètres d'une politique monétaire conciliante pèseront sur le yen. Nous nous attendons à ce que le dollar américain s'échange dans la zone des 120 à la fin de 2019; or, les graphiques à plus long terme laissent entrevoir un risque d'appréciation plus rapide du dollar américain à moyen terme si cette monnaie franchit durablement la barre des 115 dans les prochains trimestres.

Il est peut-être encore un peu trop tôt pour commencer à s'inquiéter des répercussions des élections en **Amérique latine** sur les taux de change, sauf au **Chili**, qui tient ses élections en novembre. La plupart des sondeurs et des analystes sont d'avis que l'ex-président Piñera sera probablement porté au pouvoir, bien qu'on ne soit pas du tout certain qu'il pourra réunir une coalition législative assez importante pour promouvoir son programme, qui semble plaire aux investisseurs. C'est pourquoi nous nous attendons, dans les prochaines semaines, à ce que le peso chilien réagisse aux sondages et à ce qu'ils laissent entrevoir à propos de la composition de l'assemblée législative. En **Colombie**, les inquiétudes budgétaires sont au nombre des facteurs qui portent la récente anémie non seulement du peso colombien (COP), mais aussi des taux intérieurs, ce qui veut dire que les commentaires des agences de notation et les statistiques sur le budget et la croissance devraient être les principaux porteurs de l'intervention sur les cours du peso colombien. Nous croyons que cette monnaie est aujourd'hui en quelque sorte « bon marché » d'un point de vue fondamental (de l'ordre de 5 % à 10 %), mais que la volatilité s'explique probablement par des considérations budgétaires et de croissance (à court terme), ainsi que par les campagnes électorales (qui s'amorceront au début de 2018). Sur la scène électorale, nous nous attendons à ce que les marchés voient d'un bon œil l'alignement des candidats Uribe et Santos (continuité de la politique macroéconomique). Au **Mexique**, les trois facteurs qui devraient déterminer l'intervention sur les cours seront probablement l'inflation et la politique monétaire, la renégociation de l'ALÉNA et les élections qui se tiendront en 2018. Nous nous attendons à ce que l'ALÉNA et la politique monétaire soient les principaux facteurs à court terme, alors que les élections devraient intervenir comme facteur premier au début de 2018. Toutefois, les marchés doivent d'ores et déjà rester attentifs à certains aspects des élections, notamment les candidats que choisiront les grands partis politiques en cause. Nous nous attendons à ce que ces candidats soient connus à la fin d'octobre ou à la mi-novembre. Pour ce qui est de l'ALÉNA, bien que nous nous attendions à ce que le résultat final soit favorable, ce pacte devrait constituer un facteur de volatilité lorsque les points de discorde se feront jour. À notre avis, le peso mexicain (MXN) reste sous-valorisé d'environ 5 %. Toutefois, même si cette monnaie est bon marché, nous nous attendons à ce que l'incertitude qui plane sur la renégociation de l'ALÉNA et les élections de 2018 placent le peso en porte-à-faux. Les marchés **péruviens** paraissent de plus en plus imperméables au feuilleton politique qui se joue dans ce pays, comme l'indique leur réaction plutôt tiède au remaniement du cabinet du président PPK. Dans les coulisses de cette stabilité des marchés, on croit que le Pérou a déjà mené énormément de grandes réformes, de sorte que tant que le gouvernement est fonctionnel, les risques sont relativement modestes.

En **Asie**, les monnaies des marchés émergents s'échangeront selon l'humeur des marchés vis-à-vis du risque jusqu'à la fin de l'année. Les incertitudes externes, notamment la position de la BCE, les données macroéconomiques et l'enjeu du plafonnement de la dette des États-Unis, les réformes fiscales américaines et les risques géopolitiques sont autant de questions qui pourraient se répercuter sur les monnaies de la région d'ici la fin de l'année.

La volatilité implicite du **yuan chinois (CNY)** a augmenté de concert avec l'inversion des risques de glissement depuis la fin d'août. L'inversion des risques neutres a ouvert la voie qui permet aux organismes de réglementation d'accroître la flexibilité bilatérale du taux de change du yuan et de promouvoir des réformes, par exemple l'élargissement de la fourchette des échanges. Le Forum Chine Finances 40 (CF40), cercle de réflexion quasi gouvernemental qui a son siège à Beijing, a déclaré dans un rapport que le moment est aujourd'hui venu pour la Chine de mener d'autres

réformes de sa monnaie et que ce pays devrait permettre que le yuan s'assouplisse. Dans le même temps, la PBoC devrait réussir à maîtriser les attentes des marchés en prévision du 19^e Congrès national du parti au pouvoir et de la visite du président américain Trump en Chine, prévue pour le début de novembre.

Nous entrevoyons un potentiel de baisse de la **roupie indienne (INR)** dans les semaines à venir puisqu'on s'inquiète de plus en plus des plans de relance de l'économie intérieure et du dénouement éventuel des positions longues de portage en roupie indienne. Le taux USD/INR est probablement en bonne voie de franchir la barre des 66,0. À moyen terme, la monnaie indienne effacera ses pertes lorsque le marché sera convaincu que le programme de mesures de relance proposé permettra de relancer la croissance économique.

Le won coréen (**KRW**) reste vulnérable aux pressions baissières liées à la conjoncture géopolitique de la péninsule. Nous surveillons attentivement le dollar taïwanais (**TWD**) et nous nous attendons à ce que le taux USD/TWD se rapproche de la barre des 30,5 si les sorties de capitaux se poursuivent. Le baht thaïlandais (**THB**) s'échangera selon l'humeur générale des marchés, mais affichera une tenue en quelque sorte exceptionnelle, en raison des solides fondamentaux de la Thaïlande. La BoT s'est engagée à intervenir irrégulièrement pour endiguer la vigueur excessive du baht thaïlandais — qui représente cette année la monnaie la plus performante de la région.

ANNEXE 1

International	2000–16	2016	2017p	2018p	2019p	2000–16	2016	2017p	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	3,6	3,6	3,5					
Canada	2,1	1,5	3,1	2,0	1,5	1,9	1,4	1,5	2,0	2,1
États-Unis	1,9	1,5	2,2	2,3	1,7	2,2	1,8	1,8	2,2	2,4
Mexique	2,4	2,3	2,4	2,7	3,1	4,4	3,4	6,6	4,3	3,8
Royaume-Uni	1,8	1,8	1,5	1,2	2,0	2,0	0,7	3,0	1,9	1,9
Zone euro	1,2	1,6	2,3	2,0	1,8	1,7	1,1	1,6	1,5	1,7
Allemagne	1,3	1,7	2,3	2,6	2,2	1,5	1,7	1,7	1,5	1,9
France	1,3	1,2	1,8	2,0	1,8	1,6	0,6	1,0	1,0	1,4
Chine	9,4	6,7	6,7	6,4	6,1	2,3	2,1	2,0	2,5	2,6
Inde	7,0	7,6	6,5	7,4	7,6	6,9	3,4	4,1	5,0	5,7
Japon	0,9	1,0	1,6	1,0	0,8	0,1	0,3	0,6	1,1	2,3
Corée du sud	4,2	2,8	2,8	2,7	3,0	2,6	1,3	2,0	2,3	2,5
Australie	2,9	2,5	2,4	2,7	2,5	2,8	1,5	2,0	2,1	2,6
Thaïlande	4,0	3,2	3,3	3,2	3,4	2,0	1,1	0,3	1,5	2,0
Brésil	2,6	-3,6	0,3	2,5	2,7	6,7	6,3	4,0	4,1	4,0
Colombie	4,0	2,0	1,9	2,5	3,1	5,1	5,7	4,2	3,5	3,0
Pérou	5,1	4,0	2,5	3,7	4,2	2,8	3,2	2,8	2,8	2,6
Chili	4,1	1,6	1,4	2,8	3,2	3,3	2,7	2,5	2,9	3,0
Produits de base	(moyenne annuelle)									
Pétrole WTI (\$ US/baril)	63	43	50	52	56					
Pétrole Brent (\$ US/baril)	66	45	51	53	57					
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	4,94	2,55	3,08	2,85	3,00					
Cuivre (\$ US/lb)	2,35	2,21	2,72	2,85	3,00					
Zinc (\$ US/lb)	0,81	0,95	1,29	1,50	1,60					
Nickel (\$ US/lb)	7,26	4,36	4,65	5,00	5,50					
Aluminium (\$US/livre)	0,86	0,73	0,87	0,90	0,90					
Minerai de fer (\$US/tonne)	67	58	70	60	60					
Charbon métallurgique (\$US/tonne)	127	114	206	150	130					
Or, à Londres en après-midi (\$ US/once)	869	1 251	1 265	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	2017p	2018p	2019p	2000-16	2016	2017p	2018p	2019p
	Canada (var. annuelle en %, sauf indication contraire)					États-Unis (var. annuelle en %, sauf indication contraire)				
PIB réel	2,1	1,5	3,1	2,0	1,5	1,9	1,5	2,2	2,3	1,7
Dépenses de consommation	2,9	2,3	3,5	2,0	1,6	2,4	2,7	2,7	2,5	2,1
Investissement dans le secteur résidentiel	3,7	3,0	2,7	-1,3	-1,2	-0,4	5,5	1,5	1,5	1,6
Investissements des entreprises	2,1	-7,8	1,7	3,7	2,7	2,3	-0,6	4,4	3,5	2,3
Gouvernement	2,2	1,8	1,9	1,8	0,9	1,0	0,8	0,1	0,7	0,5
Exportations	1,3	1,0	3,0	3,8	3,1	3,6	-0,3	3,2	2,7	2,7
Importations	2,8	-0,9	3,9	3,1	2,7	3,4	1,3	3,8	3,3	3,2
PIB nominal	4,2	2,1	5,6	4,2	3,9	3,9	2,8	3,9	4,0	3,7
Indice implicite du PIB	2,1	0,6	2,4	2,2	2,4	2,0	1,3	1,7	1,7	1,9
Indice des prix à la consommation	1,9	1,4	1,5	1,9	2,1	2,2	1,3	2,0	2,1	2,3
IPC hors aliments et énergie	1,6	1,9	1,6	1,8	1,9	2,0	2,2	1,8	2,0	2,2
Bénéfices des sociétés avant impôts	3,3	-4,5	22,0	5,0	1,0	5,5	-2,1	4,0	3,4	0,5
Emploi	1,3	0,7	1,7	1,0	0,8	0,7	1,8	1,5	1,2	1,1
Taux de chômage (en %)	7,1	7,0	6,5	6,3	6,3	6,2	4,9	4,4	4,3	4,2
Solde des paiements courants (en G\$ CA, US)	-17,0	-67,0	-60,9	-58,2	-52,2	-507	-452	-491	-552	-605
Balance commerciale (en G\$ CA, US)	25,1	-26,0	-17,1	-17,1	-14,2	-673	-753	-816	-883	-952
Solde budgétaire fédéral* (EF, en G\$ CA, US)	-2,8	-1,0	-17,8	-17,0	-16,0	-532	-585	-650	-660	-700
pourcentage du PIB	-0,2	0,0	-0,9	-0,8	-0,7	-3,7	-3,1	-3,4	-3,3	-3,4
Mises en chantier (en milliers)	199	198	212	198	188	1,27	1,18	1,20	1,25	1,30
Ventes de véhicules motorisés (en milliers)	1 657	1 949	2 000	1 980	1 950	15,5	17,5	17,1	17,4	17,3
Production industrielle	0,5	-0,3	5,9	2,1	1,0	0,7	-1,2	1,5	1,8	1,0
	Mexique (variation annuelle, en %)									
PIB réel	2,4	2,3	2,4	2,7	3,1					
Indice des prix à la consommation (fin d'année)	4,4	3,4	6,6	4,3	3,8					
Solde des paiements courants (en G\$ US)	-14,8	-27,9	-20,7	-28,1	-27,7					
Balance commerciale (en G\$ US)	-7,2	-13,1	-6,1	-4,2	-5,8					

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Statistique Canada, SCHL, BEA, BLS, Bloomberg. * Les prévisions pour l'EF18 et l'EF19 du gouvernement fédéral canadien excluent l'ajustement en fonction du risque.

Prévisions trimestrielles	2017				2018				2019			
	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p		
Canada												
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	2,3	2,2	1,7	1,7	1,6	1,6	1,4	1,4	1,3	1,3		
PIB réel (variation annuelle en %)	3,3	3,2	2,7	2,0	1,8	1,6	1,6	1,5	1,4	1,4		
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	1,4	1,5	1,6	1,8	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1	2,1		
IPC hors aliments et énergie (évolution sur un an, en %)	1,5	1,5	1,6	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9		
Moyenne des nouveaux indices de référence (évolution sur un an, en %)	1,5	1,5	1,6	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9		
États-Unis												
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	2,3	2,7	2,2	2,0	2,0	1,8	1,6	1,6	1,6	1,6		
PIB réel (variation annuelle en %)	2,1	2,3	2,6	2,3	2,2	2,0	1,9	1,8	1,7	1,6		
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	1,8	1,8	1,7	2,1	2,2	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	2,1	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			
	T3	T4p	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	1,75	2,00	2,00	2,00	2,00
Réserve fédérale américaine (limite supérieure)	1,25	1,50	1,50	1,75	1,75	2,00	2,00	2,00	2,25	2,25
Banque du Mexique	7,00	7,25	7,50	7,50	7,50	7,50	7,25	6,75	6,75	6,75
Banque centrale du Brésil	8,25	7,75	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	8,00	8,00	8,00
Banque de la République de Colombie	5,25	5,00	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	5,00	5,25	5,25
Banque centrale de réserve du Pérou	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,75	3,75	4,00	4,00
Banque centrale du Chili	2,50	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	0,00	0,25	0,25	0,50
Banque d'Angleterre	0,25	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	1,50	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	-0,10
Banque populaire de Chine	4,35	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	6,00	6,25	6,25	6,50	6,50
Banque de Corée	1,25	1,25	1,25	1,50	1,50	1,75	1,75	2,00	2,00	2,25
Banque de Thaïlande	1,50	1,50	1,50	1,75	1,75	2,00	2,00	2,00	2,25	2,25
Devises et taux d'intérêt										
Amérique	(à la fin de la période)									
Dollar canadien (USD/CAD)	1,20	1,20	1,18	1,18	1,15	1,15	1,17	1,17	1,20	1,20
Dollar canadien (CAD/USD)	0,83	0,83	0,85	0,85	0,87	0,87	0,85	0,85	0,83	0,83
Peso mexicain (USD/MXN)	18,05	18,70	18,90	18,75	18,81	19,07	19,17	18,99	19,04	19,31
Real brésilien (USD/BRL)	3,00	3,35	3,45	3,55	3,60	3,40	3,45	3,45	3,50	3,50
Peso colombien (USD/COP)	3 015	3 005	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	3,20	3,19	3,17	3,18	3,19	3,15	3,16	3,13
Peso chilien (USD/CLP)	633	641	641	640	639	638	635	632	628	625
Europe										
Euro (EUR/USD)	1,18	1,18	1,18	1,18	1,20	1,20	1,24	1,24	1,28	1,28
Livre sterling (GBP/USD)	1,28	1,33	1,35	1,35	1,37	1,37	1,38	1,38	1,40	1,40
Asie/Océanie										
Yen - Japon (USD/JPY)	110	112	114	114	115	115	118	118	120	120
Dollar australien (AUD/USD)	0,75	0,79	0,79	0,79	0,80	0,80	0,81	0,81	0,82	0,82
Yuan - Chine (USD/CNY)	6,50	6,60	6,55	6,55	6,50	6,50	6,45	6,45	6,40	6,40
Roupie - Inde (USD/INR)	64,5	66,0	65,5	65,5	65,0	65,0	64,5	64,5	64,0	64,0
Won - Corée du sud (USD/KRW)	1 140	1 160	1 140	1 140	1 120	1 120	1 100	1 100	1 080	1 080
Baht - Thaïlande (USD/THB)	33,4	33,6	33,4	33,4	33,2	33,2	33,0	33,0	32,8	32,8
Canada (rendements, %)										
Bon du Trésor à 3 mois	1,00	1,30	1,55	1,60	1,80	1,85	2,05	2,05	2,05	2,05
Obligation du Canada à 2 ans	1,52	1,75	1,85	1,90	1,95	2,00	2,05	2,05	2,10	2,10
Obligation du Canada à 5 ans	1,75	2,00	2,05	2,10	2,15	2,20	2,25	2,25	2,30	2,35
Obligation du Canada à 10 ans	2,10	2,20	2,25	2,35	2,45	2,60	2,70	2,75	2,80	2,80
Obligation du Canada à 30 ans	2,48	2,50	2,55	2,60	2,75	2,90	2,95	3,00	3,05	3,10
États-Unis (rendements, %)										
Bon du Trésor à 3 mois	1,04	1,30	1,40	1,60	1,70	2,00	2,05	2,05	2,30	2,30
Obligation du Trésor à 2 ans	1,48	1,55	1,75	1,85	1,95	2,10	2,20	2,30	2,35	2,45
Obligation du Trésor à 5 ans	1,93	2,00	2,10	2,15	2,20	2,30	2,40	2,50	2,55	2,60
Obligation du Trésor à 10 ans	2,34	2,30	2,35	2,45	2,60	2,70	2,75	2,80	2,90	3,00
Obligation du Trésor à 30 ans	2,86	2,80	2,80	2,85	3,00	3,10	3,10	3,15	3,20	3,30

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.