

Des horizons plus radieux pour l'économie mondiale

L'économie mondiale devrait afficher cette année sa meilleure tenue depuis 2014. Malgré le foisonnement de risques géopolitiques, les récentes données économiques laissent entrevoir de meilleures perspectives de croissance dans la plupart des régions du monde (graphiques 1 et 2), ce qui a donné lieu à de meilleures évaluations boursières dans de nombreux pays, à une réévaluation du parcours probable des taux d'intérêt aux États-Unis et des courbes de rendement mondialement, et à un relèvement considérable de la confiance des ménages et des entreprises. D'un point de vue strictement économique, on pourrait en fait dire que les risques penchent plutôt en faveur de l'optimisme pour la première fois depuis de nombreuses années, puisque la croissance mondiale prend déjà de l'élan. Or, il y a toujours d'énormes risques. L'administration Trump n'a toujours pas pleinement exprimé son approche en matière de politique commerciale, ce qui représente un grand risque pour la reprise mondiale. Le cycle électoral en Europe et la possibilité d'un exode tenace de capitaux en Chine sont au nombre des autres risques géopolitiques. Tous ces risques laissent entendre que bien qu'on puisse avoir l'impression d'amorcer une phase plus vigoureuse et durable de la reprise mondiale, il est encore trop tôt pour voir la vie en rose.

Les États-Unis paraissent sur le point de connaître cette année une solide performance économique, grâce à un taux de croissance haussé à 2,3 %, contre 1,6 % en 2016 (tableau 1), ce qui est nettement supérieur à notre estimation de la croissance tendancielle, de l'ordre de 1,7 %. Dans la plupart des secteurs de l'activité économique, la croissance semble s'accélérer. Essentiellement, tout porte à croire que les entreprises investissent davantage, puisque les indicateurs de la confiance des entreprises et de l'activité économique et les commandes de biens d'équipement laissent poindre un modeste rebond des dépenses en immobilisations aux États-Unis. Les gains soutenus de l'emploi, l'accélération de la croissance des salaires et le relèvement de la confiance des consommateurs contribueront à une autre année record pour les ventes de voitures et devraient tonifier le marché du logement. Parce que la croissance sera supérieure à la tendance et que la progression des salaires s'accroîtra, l'inflation devrait frôler la cible implicite de 2 % de la Réserve fédérale en 2017. La montée des tensions inflationnistes obligera à durcir considérablement la politique monétaire; c'est pourquoi nous prévoyons trois hausses de 25 points de base du taux cible des fonds fédéraux d'ici la fin de 2017. Aux États-Unis, la hausse des taux d'intérêt, dont les cours boursiers ne tiennent pas encore intégralement compte, et l'amélioration des perspectives de croissance devraient généralement relever le dollar américain par rapport à la plupart des grandes devises. La hausse du dollar américain et la vigueur de la demande intérieure devraient relancer les importations, ce qui devrait détériorer la balance commerciale, en attisant éventuellement le discours protectionniste.

Nos prévisions pour les États-Unis ne tiennent compte que d'un modeste gain apporté par les politiques du président élu Donald Trump pour l'instant, ce qui tranche sur l'humeur exubérante dont témoignent aujourd'hui les cours des actifs. Pour l'heure, nous estimons que les politiques budgétaires du président élu seront légèrement axées sur la relance pour l'horizon prévisionnel. De plus, toute hausse potentielle de la croissance et des prix associée aux politiques de la nouvelle administration pourrait obliger à durcir la politique monétaire, ce qui limiterait l'impact de ces politiques. Toutes les mesures visant expressément à décourager les importations nuiront aux États-Unis et à leurs partenaires commerciaux. Les prévisions comportent un risque négatif majeur, inquantifiable à l'heure actuelle. Si d'importantes mesures commerciales devaient être adoptées, elles auraient pour effet de hausser les prix des produits importés et des biens fabriqués au pays, ce qui ferait davantage augmenter les taux d'intérêt aux États-Unis, même si la croissance se ralentit.

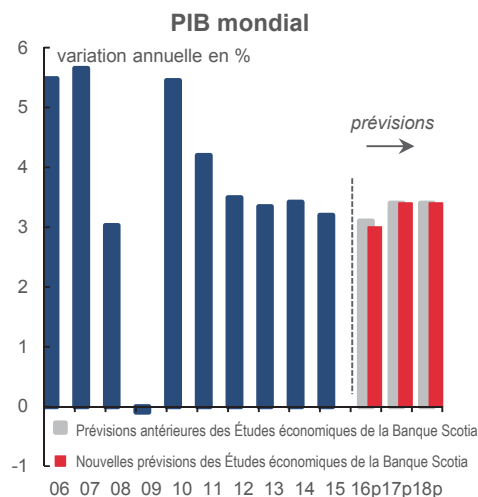
RENSEIGNEMENTS

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	4-7
Provinces	8-9
États-Unis	10-13
La politique monétaire et les marchés financiers aux États-Unis et au Canada	14-16
Mexique	17-18
Royaume-Uni	19-20
Zone euro	21-23
Amérique latine	24-33
Asie	34-38
Produits de base	39-41
Monnaies	42-43
Tableaux des prévisions sommaires	A1-A3

Graphique 1



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, FMI.

Au Canada, la croissance s'accéléra pour s'établir à 2,0 % en 2017, contre 1,4 % en 2016, puisque l'économie profite de la reprise de l'économie américaine, du redressement des cours du pétrole, de la léthargie du huard par rapport au billet vert et des programmes d'infrastructures publiques. Outre ces facteurs, et peut-être à cause d'eux, les entreprises semblent entrevoir l'avenir avec une confiance teintée de prudence : certaines embauchent plus massivement et envisagent éventuellement d'accroître leurs investissements. Nous prévoyons qu'en 2017, les exportations doubleront largement le rythme de leur progression sur 2016, puisque les exportations de ressources et d'autres produits réagiront à la reprise de l'activité économique américaine, à l'anémie du dollar canadien par rapport au billet vert et à l'augmentation des cours du pétrole.

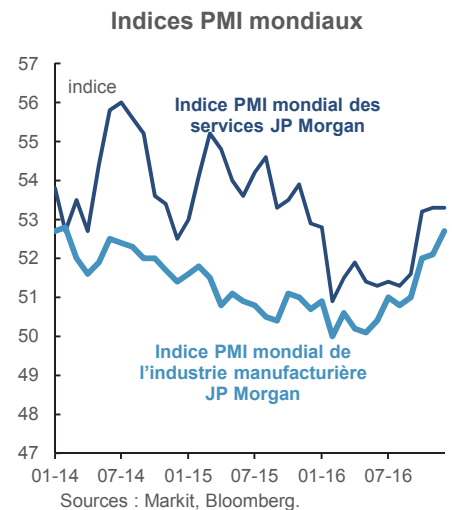
Bien que nos prévisions pour 2017 soient nettement supérieures à notre estimation de la croissance tendancielle de 1,5 %, elles tiennent compte des politiques budgétaires, qui renchérissent le taux de croissance d'environ 0,5 point de pourcentage. N'eût été ce relèvement, la croissance suivrait la tendance et serait à peine supérieure à celle de l'an dernier. Deux grands facteurs étayaient notre projection. D'une part, nous nous attendons à ce que le marché du logement modère ses ardeurs en 2017 puisque les logements sont moins abordables, que le gouvernement fédéral a adopté l'an dernier des mesures pour freiner l'emballement de ce marché et qu'on observe jusqu'à maintenant une hausse des taux hypothécaires. Les mises en chantier de logements devraient essentiellement se chiffrer à 190 000 unités, contre près de 200 000 en 2016. Par conséquent, l'investissement résidentiel devrait à peine ralentir la croissance en 2017, après y avoir modestement contribué en 2016. D'autre part, les ventes de voitures devraient marquer le pas après avoir atteint quatre sommets annuels consécutifs. Voilà pourquoi la demande de véhicules de remplacement au Canada est inférieure à celle des États-Unis, où les ventes, léthargiques pendant longtemps, viennent à peine de repartir de plus belle. En raison de la marge de manœuvre qu'offre encore l'économie canadienne, l'inflation devrait converger durablement vers la cible de la Banque du Canada au milieu de 2018. Le différentiel de taux d'intérêt qui devrait s'ensuivre par rapport aux taux américains devrait, au premier semestre de 2017, affaiblir le dollar canadien, qui s'appréciera ensuite progressivement, puisque le redressement des cours du pétrole redeviendra le facteur répondérant de la valorisation du huard.

Même si l'incertitude politique restera vive en **Europe** pendant tout le cycle électoral de 2017 en raison de la montée en puissance des mouvements nationalistes et populistes, les données laissent entendre que la croissance s'accéléra dans les pays du continent européen. La confiance des ménages et des entreprises est à la hausse, comme aux États-Unis et au Canada. En outre, le commerce de détail est vigoureux, les exportations paraissent réagir à la reprise de la demande mondiale et à la léthargie de l'euro, et les politiques monétaires sont toujours très axées sur la relance. Pour 2017, nous prévoyons un taux de croissance de 1,7 % dans la zone euro; ce taux, qui cadre essentiellement avec le taux de l'an dernier, est nettement supérieur à la croissance tendancielle. Puisque l'inflation de base est toujours aussi faible et devrait rester nettement inférieure à 2 % en 2018, nous croyons que la BCE fera preuve d'attentisme pour l'avenir prévisible. Elle ne deviendra moins conciliante que lorsque les signes de la reprise économique seront mieux enracinés.

En 2017 au **Royaume-Uni**, la croissance, moins ardente que l'an dernier, restera quand même assez solide, à 1,6 %. La négociation du Brexit, qui se répercutera sur l'activité économique, continuera de représenter le plus grand risque et un défi de taille. Pour l'heure, la forte dépréciation de la livre sterling l'an dernier donne un puissant coup d'accélérateur à la croissance au détriment de la montée des attentes inflationnistes. Bien que les données sur la croissance ne fassent toujours pas état des répercussions négatives tant redoutées du scrutin du Brexit, nous continuons d'être d'avis que la désunion aura une rançon lorsque les pourparlers, qui pourraient durer plusieurs années, s'amorceront et finiront par aboutir. Entretemps, il se pourrait que l'on spéculer sur un durcissement de la politique de la Banque d'Angleterre, puisque la croissance et l'inflation devraient rester vigoureuses durant le premier semestre de 2017. La tendance pourrait s'inverser si notre prévision de décroissance au deuxième semestre de 2017 se matérialise.

Dans l'ensemble, les perspectives continuent de s'améliorer pour les **économies des marchés émergents** systématiquement pertinentes, même si la volatilité des flux de capitaux continuera de poser un problème lorsque les marchés s'adapteront au relèvement des taux d'intérêt américains et au rapatriement potentiel des capitaux au Mexique et dans les autres économies émergentes, ainsi qu'à l'exode de capitaux en Chine. Dans l'Empire du Milieu, la croissance, qui semble avoir repris solidement au deuxième semestre de 2016, devrait continuer de prendre de la vitesse en 2017. Or, cette bonne nouvelle ne compense pas la perte de presque 1 000 milliards de dollars US de réserves de changes dans les deux dernières années. L'économie de l'Inde restera celle dont la croissance sera la plus rapide parmi les économies que nous suivons, même si son programme de démonétisation a freiné son activité économique.

Graphique 2



Dans les pays de l'**Alliance du Pacifique**, la croissance de la Colombie et du Chili devrait, selon les projections, reprendre par rapport à 2016. Outre les effets positifs de la reprise de la croissance mondiale et de la hausse des prix des produits de base (surtout au Pérou et au Chili), on s'attend à une hausse de l'investissement dans la foulée de l'accord de pacification en Colombie, ainsi qu'à des plans d'infrastructures et à une approche davantage axée sur la croissance au Pérou (dont l'économie est toujours la plus performante des quatre pays membres de l'Alliance). Au Mexique, on s'attend à un ralentissement modéré en raison d'un ensemble de facteurs : consolidation budgétaire puisque le gouvernement intervient résolument pour améliorer sa situation financière, hausse des taux d'intérêt en raison de la léthargie de la monnaie, et ralentissement de l'investissement à cause des incertitudes liées aux éventuelles politiques du président élu Donald Trump.

Tableau 1 — PIB réel mondial

	2000–15	2016e	2017p	2018p
	(variation annuelle, en %)			
Monde (en parité de pouvoir d'achat)	3,9	3,0	3,4	3,4
Canada	2,2	1,4	2,0	2,0
États-Unis	1,9	1,6	2,3	2,4
Mexique	2,4	2,1	1,5	2,1
Royaume-Uni	1,8	2,1	1,6	1,2
Zone euro	1,2	1,6	1,7	1,7
Allemagne	1,2	1,7	1,8	1,7
France	1,3	1,2	1,4	1,6
Russie	4,6	-0,6	1,2	1,4
Chine	9,8	6,7	6,4	6,0
Inde	7,0	6,8	7,5	7,8
Japon	0,9	0,9	0,7	0,6
Corée du sud	4,4	2,7	2,5	2,6
Indonésie	5,6	5,0	5,3	5,5
Australie	3,0	2,4	2,4	2,6
Thaïlande	4,1	3,2	3,2	3,1
Brésil	3,4	-3,5	0,5	2,0
Colombie	4,2	1,9	2,4	3,3
Pérou	5,3	3,8	3,8	4,2
Chili	4,3	1,5	2,0	2,5

Canada

- Dans les deux prochaines années, la croissance devrait s'accroître grâce à une activité intérieure plus vigoureuse, à des mesures de relance budgétaires plus massives et à une demande exportatrice plus forte.
- Pour la première fois depuis des années, les ventes de logements et de voitures devraient toutefois freiner légèrement la croissance.

LE CANADA CONFORTE SES GAINS EN 2017

Il semble que le Canada ait affiché une performance économique contrastée au deuxième semestre de 2016; or, l'activité semble vouloir se renforcer en 2017. La croissance de la production sous-jacente s'est établie à une moyenne de l'ordre de 1,5 % sur un an en 2016 sur fond de léthargie des exportations et de l'investissement des entreprises. La croissance de l'économie devrait s'accroître au-delà de son potentiel de 1,5 % pour atteindre environ 2 % en 2017-2018 (graphique 1), grâce à la demande constante des consommateurs, à la stabilisation de l'investissement, au renforcement des exportations canadiennes aux États-Unis dans le contexte de la léthargie du dollar canadien (CAD), au redressement des cours du pétrole et aux mesures de relance budgétaires, notamment l'accroissement des dépenses d'infrastructure du Canada. Cependant, une légère modération sur les grands marchés du logement devrait peser légèrement sur la croissance.

DÉPENSES DE CONSOMMATION EN CONSTANTE PROGRESSION

Les consommateurs restent relativement optimistes malgré la conjoncture nuancée de l'emploi et de la fiscalité pour les ménages : la confiance des consommateurs s'est rétablie à sa moyenne à long terme en décembre (graphique 2), bien que les données de certaines enquêtes indiquent que les grands projets d'achat se soient en quelque sorte amoindris ces derniers mois. Par exemple, les ventes de véhicules neufs devraient baisser après quatre années record consécutives, dans la foulée des récentes hausses de prix. En deçà de nos frontières, les gains de salaires et de revenus ont été freinés pendant la majeure partie de 2016, puisque ce sont surtout des emplois à temps partiel qui ont été créés. Bien que les emplois à temps plein aient fortement augmenté à la fin de l'année, le ratio emploi/population global du Canada gravite toujours autour de deux points de pourcentage en deçà de son sommet d'avant la récession (graphique 3) et le chômage de longue durée reste élevé (graphique 4).

Hormis l'élimination de la contribution santé du Québec à compter de 2017, il est peu probable que les ménages canadiens soient témoins d'importants allègements fiscaux en 2018 puisqu'une série de taxes sera imposée. En janvier 2017, l'Alberta et l'Ontario s'allieront à la Colombie-Britannique et au Québec pour adopter de vastes accords-cadres sur la tarification du carbone; au moins quatre autres provinces leur emboîteront le pas dans un an. Pour les ménages à faible revenu, l'impact de la tarification du carbone sera amoindri par les crédits offerts par certaines provinces, qui viendront renchéris les améliorations apportées en 2016 à certaines prestations fédérales et provinciales, notamment les prestations pour enfants, qui ont été relevées par Ottawa et l'Alberta.

Dans l'ensemble, nous nous attendons à ce que les dépenses de consommation réelles progressent de concert avec la croissance du revenu réel sous-jacent de l'ordre de 1,5 %-2 % par an en 2017-2018. L'élan donné au pouvoir d'achat et aux dépenses discrétionnaires des ménages par l'allocation canadienne pour enfants devrait être en partie effacé par la hausse de l'inflation des aliments et de l'énergie, l'augmentation des frais municipaux et l'accroissement des coûts hypothécaires.

RENSEIGNEMENTS

Brett House, VP et économiste en chef adjoint

416.863.7463

Études économiques de la Banque Scotia

brett.house@scotiabank.com

Neil Tisdall

416.866.6252

Études économiques de la Banque Scotia

neil.tisdall@scotiabank.com

Adrienne Warren

416.866.4315

Études économiques de la Banque Scotia

adrienne.warren@scotiabank.com

Mary Webb

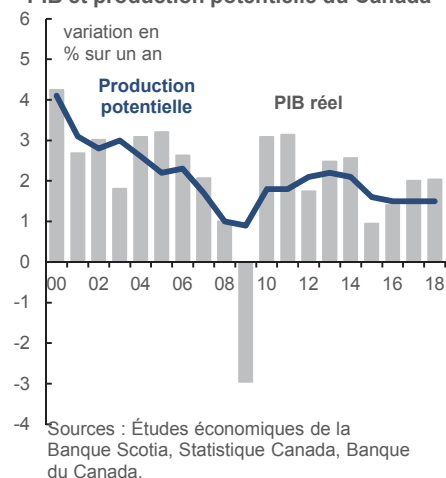
416.866.4202

Études économiques de la Banque Scotia

mary.webb@scotiabank.com

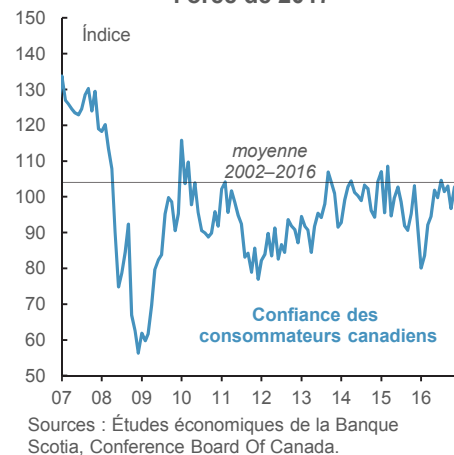
Graphique 1

PIB et production potentielle du Canada



Graphique 2

Regain de confiance à l'orée de 2017



ACCALMIE SUR LE MARCHÉ DU LOGEMENT

Bien que l'investissement résidentiel continue de représenter une part quasi record de l'activité économique du Canada (graphique 5), le marché du logement moins surchauffé à Toronto et Vancouver, de concert avec l'accalmie partout ailleurs au pays et le modeste repli des mises en chantier des logements, devrait réduire légèrement l'investissement résidentiel en 2017. Les ventes nationales de maisons devraient fléchir d'environ 5 % en 2017 : les maisons sont en effet beaucoup moins abordables dans plusieurs grandes agglomérations canadiennes, et le récent durcissement des règles sur l'assurance hypothécaire et la taxe de mutation supplémentaire frappent tous deux de plein fouet les investisseurs immobiliers étrangers dans la région du Grand Vancouver. Or, les prix des maisons devraient continuer d'augmenter, au ralenti toutefois, en raison de l'offre historiquement tendue des maisons en vente.

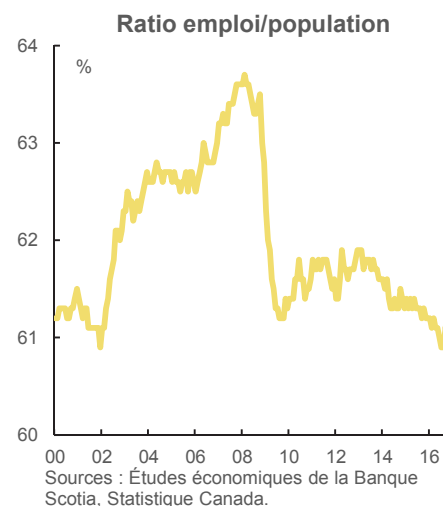
La poussée récente des taux hypothécaires fixes et la possibilité d'un repli des achats étrangers représentent un nouveau risque de baisse pour les prévisions sur le logement. Malgré tout, plusieurs facteurs, dont la vague des milléniaux qui prennent de l'âge et entrent pour la toute première fois dans leurs grandes années d'accès à la propriété, l'augmentation de l'immigration, la croissance plus vigoureuse de l'emploi et la lenteur attendue de toutes les nouvelles hausses de taux d'intérêt continuent d'étayer la demande de logements à plus long terme. Après avoir apporté une moyenne de 0,2 point de pourcentage à la croissance annuelle du PIB depuis 2010, l'investissement résidentiel réel devrait freiner légèrement la croissance en 2017-2018.

STABILISATION DE L'INVESTISSEMENT

Dans l'ensemble de l'économie, les taux d'utilisation de la capacité industrielle sont proches de leur moyenne à long terme et les contraintes de capacité dans certaines industries, notamment les secteurs à vocation essentiellement exportatrice, devraient donner lieu à une modeste reprise de l'investissement en 2018 (graphique 6). Malgré tout, nous nous attendons à ce que ce raffermissement de l'investissement soit graduel : les entreprises restent relativement prudentes dans leurs projets d'expansion en raison de l'incertitude économique mondiale tenace, de l'anémie de la croissance des bénéfices, de l'adoption de la tarification du carbone dans l'ensemble du Canada, de la montée de l'humeur protectionniste aux États-Unis et de l'accroissement du coût de l'importation des biens d'équipement à cause du huard affaibli.

Dans le secteur des ressources, la croissance de l'investissement sera probablement nulle ou légèrement positive. Les dépenses en immobilisations dans le secteur pétrogazier

Graphique 3



Graphique 4

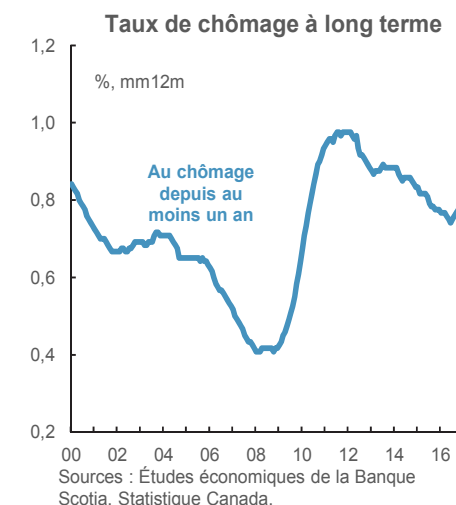


Tableau 1 — Prévisions canadiennes trimestrielles

	2016				2017				2018			
	T1	T2	T3	T4e	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Économique												
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	2,7	-1,3	3,5	2,5	1,8	2,2	2,0	2,0	2,0	1,9	1,9	1,9
PIB réel (variation annuelle en %)	1,3	1,1	1,3	1,8	1,6	2,5	2,1	2,0	2,0	2,0	1,9	1,9
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	1,5	1,6	1,2	1,3	1,9	1,9	2,3	2,2	2,0	2,0	2,1	2,1
IPCX (variation en % sur un an)	2,0	2,1	1,9	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9
Financier												
Dollar canadien (USD/CAD)	1,30	1,29	1,31	1,34	1,38	1,40	1,38	1,36	1,36	1,34	1,32	1,30
Dollar canadien (CAD/USD)	0,77	0,77	0,76	0,74	0,72	0,71	0,72	0,74	0,74	0,75	0,76	0,77
Taux à un jour de la Banque du Canada (%)	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	0,75	1,00
Bon du Trésor à 3 mois	0,45	0,49	0,53	0,46	0,50	0,50	0,50	0,50	0,60	0,80	0,90	1,10
Obligation du Canada à 2 ans	0,54	0,52	0,52	0,75	0,75	0,85	0,95	1,05	1,20	1,35	1,45	1,60
Obligation du Canada à 5 ans	0,68	0,57	0,62	1,11	1,15	1,25	1,30	1,40	1,50	1,65	1,80	1,90
Obligation du Canada à 10 ans	1,23	1,06	1,00	1,72	1,75	1,80	1,85	1,90	1,95	2,10	2,20	2,35
Obligation du Canada à 30 ans	2,00	1,72	1,66	2,31	2,35	2,30	2,35	2,45	2,55	2,65	2,75	2,80

commencent à peine à donner des signes d'avoir atteint le fond du baril après les coupes sombres de 2014 et 2015. Le redressement des cours du pétrole, qui devrait, selon nos prévisions, atteindre une moyenne de l'ordre de 58 \$ US/baril en 2017, devrait favoriser l'investissement dans l'énergie. Dans le secteur minier, l'anémie des prix et la surcapacité continueront toutefois de peser sur les perspectives d'investissement. Le secteur de la foresterie entame une année qui pourrait être compliquée, en raison de la forte probabilité d'un nouveau différend avec les groupes industriels américains avant qu'on puisse s'entendre sur un nouvel accord dans le commerce du bois d'œuvre résineux.

HORS DE L'ÉNERGIE, LES EXPORTATIONS AMORCENT UN VIRAGE

Les effets décalés de la léthargie du dollar canadien, la résilience de la demande des consommateurs américains et le regain de confiance des entreprises aux États-Unis pourraient désormais commencer à se répercuter sur les données du Canada dans le domaine des exportations non énergétiques. Les grands segments distincts des ressources du portefeuille des exportations du Canada ont progressé considérablement en 2016 : ils ont été menés par les automobiles et les pièces détachées (+12 % depuis le début de l'année), les biens de consommation (+7 %) et les produits forestiers (+4 %). L'exportation des services, qui représente aujourd'hui 17 % de l'ensemble des exportations, ce qui est presque un record (graphique 7), devrait continuer de progresser de l'ordre de 5 %, surtout grâce à l'accroissement des courants de touristes d'affaires et d'agrément attirés par la léthargie du dollar canadien. Dans le domaine des transports et des services commerciaux, les exportations continuent également d'inscrire des gains stables de l'ordre de 4 % par an, grâce à l'augmentation de la richesse des ménages et parce que les familles qui ont besoin d'autres services éducatifs et financiers sont plus nombreuses et que les entreprises enrichissent leur présence en ligne et leurs moyens technologiques.

Les exportations canadiennes suivent généralement de près la demande mondiale (graphique 8), et la modération de la croissance mondiale ces dernières années en a ralenti la progression. La croissance des exportations canadienne a également été freinée par un manque de capacité d'appoint de la production dans les secteurs à vocation essentiellement exportatrice, comme la foresterie et le débardage, le matériel de transport et l'alimentation (graphique 6). Dans l'ensemble, les attentes à l'égard d'un relèvement de la croissance mondiale, menée par les États-Unis, en 2017, l'augmentation de l'investissement canadien et la hausse des cours de l'énergie devraient favoriser encore légèrement la reprise des exportations.

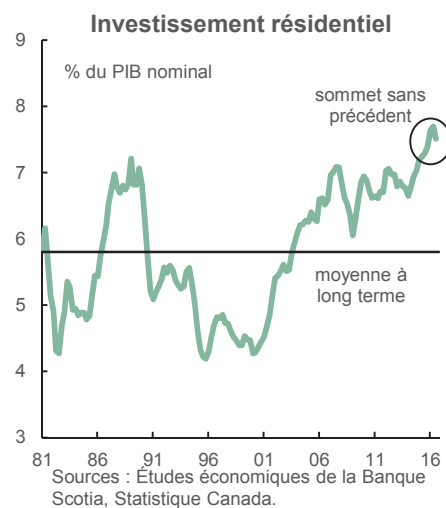
Il est encore trop tôt pour faire entrer en ligne de compte les changements majeurs que la nouvelle administration américaine apportera à la politique sur les échanges commerciaux entre le Canada et les États-Unis. Or, la possibilité d'une escalade des différends commerciaux entre ces deux pays continue de représenter un énorme risque baissier pour nos prévisions sur les exportations et l'ensemble de la croissance économique du Canada.

Il est encore trop tôt pour faire entrer en ligne de compte les changements majeurs que la nouvelle administration américaine apportera à la politique sur les échanges commerciaux entre le Canada et les États-Unis. Or, la possibilité d'une escalade des différends commerciaux entre ces deux pays continue de représenter un énorme risque baissier pour nos prévisions sur les exportations et l'ensemble de la croissance économique du Canada.

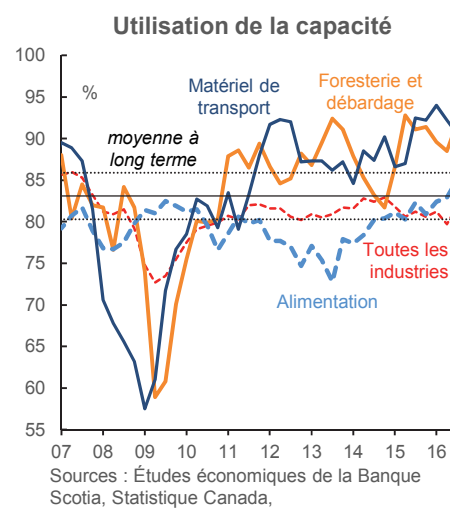
LA RELANCE BUDGÉTAIRE ÉTAYE LA CROISSANCE

En 2015 et 2016, la forte contribution du secteur public à la croissance du PIB réel du Canada devrait augmenter pour passer de 0,4 à un demi-point de pourcentage en 2017, avant de se replier à 0,3 point de pourcentage en 2018. Il s'agit d'un écart substantiel par rapport aux mesures de réduction du déficit adoptées dans la période de 2011 à 2014, ce qui explique que la politique budgétaire ait été légèrement contractionnaire. Le plan d'infrastructures d'Ottawa (*Investir au Canada*) et d'autres programmes qui existaient déjà devraient doubler, d'ici l'exercice financier 2018-2019, les dépenses fédérales d'investissement de 2016 pour les porter à 17,5 milliards de dollars CA.

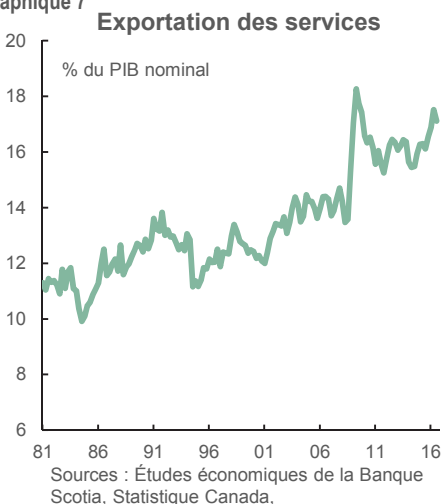
Graphique 5



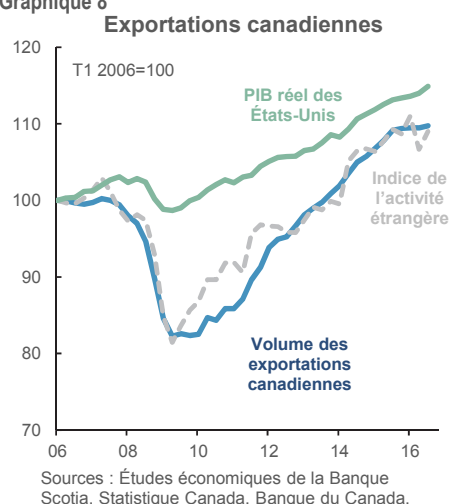
Graphique 6



Graphique 7



Graphique 8



Tout investissement potentiel dans le cadre du projet de la Banque de l'infrastructure du Canada augmenterait ces chiffres. Compte tenu de l'importance et de l'envergure des projets d'infrastructure planifiés, le financement dont sera dotée cette banque pourrait ne pas être déployé intégralement avant 2018, lorsque s'amorcera la phase 2 d'*Investir dans le Canada*.

Les provinces, les territoires et les municipalités devraient au besoin apporter autant de financement que le fédéral, tout en continuant d'investir dans leurs propres secteurs prioritaires. Dans l'ensemble, la croissance projetée des dépenses de fonctionnement des autres paliers de gouvernement dans les deux prochaines années devrait être inférieure à la hausse prévue de la population et de l'inflation et n'apporter aucune contribution à la croissance du PIB.

LES GRANDS RISQUES PENCHENT EN FAVEUR DE L'OPTIMISME

Les grands risques pour les prévisions du Canada sont nuancés, mais incitent à l'optimisme dans le contexte de la reprise de l'économie mondiale. Dans la colonne des plus, le redressement plus important que prévu des cours du pétrole pourrait relancer la croissance et produire des effets d'entraînement positifs dans plusieurs secteurs. De même, un relèvement encore plus important de l'activité économique et de l'investissement aux États-Unis accélérerait la reprise des exportations. Les marchés canadiens du logement pourraient inscrire une performance plus solide que prévu, puisque la croissance économique au Canada prend de la vitesse et que les prix de l'immobilier restent attrayants pour les acheteurs étrangers. Dans la colonne des moins, les risques sont plus variés, sans toutefois être nécessairement plus profonds. La hausse des taux hypothécaires (cf. les pages 14 à 16) et le durcissement des normes de crédit pourraient nuire à l'activité dans le secteur du logement et coïncider les ménages canadiens déjà endettés, en plus de se répercuter sur toute l'économie canadienne. Dans le même temps, les baisses d'impôts des sociétés américaines et un programme de politiques réglementaires plus favorable à la croissance chez nos voisins du Sud pourraient effriter encore plus la compétitivité relative des entreprises canadiennes. La politique commerciale des États-Unis reste une grande inconnue; or, le gouvernement du Canada prend les devants pour limiter tous les dégâts éventuels.

Tableau 2 — Canada

	2000-15	2016e	2017p	2018p
	(variation annuelle, en %)			
PIB réel	2,2	1,4	2,0	2,0
Dépenses de consommation	2,9	2,2	2,0	1,7
Investissement dans le secteur résidentiel	3,8	2,3	-1,8	-0,8
Investissements des entreprises	2,7	-6,8	0,0	2,9
Gouvernement	2,2	1,8	2,1	1,5
Exportations	1,3	1,0	2,3	4,0
Importations	3,1	-0,8	1,3	3,0
PIB nominal	4,4	2,1	4,3	4,0
Indice implicite du PIB	2,2	0,7	2,3	2,0
Indice des prix à la consommation	2,0	1,4	2,1	2,0
IPC de référence (IPCX)	1,8	1,9	1,7	1,9
Bénéfices des sociétés avant impôts	3,9	-5,0	9,0	4,0
Emploi	1,4	0,7	1,1	0,8
Taux de chômage (en %)	7,1	7,0	6,9	6,8
Solde des paiements courants (en G\$ CA)	-13,9	-69,3	-55,0	-43,0
Balance commerciale (en G\$ CA)	28,2	-31,1	-17,5	-8,5
Solde budgétaire fédéral (en G\$ CA)	-2,9	-1,0	-27,0	-32,0
pourcentage du PIB	-0,2	0,0	-1,3	-1,5
Mises en chantier (en milliers)	199	198	190	185
Ventes de véhicules motorisés (en milliers)	1 639	1 949	1 940	1 925
Production industrielle	0,5	-0,7	2,0	1,6

Les provinces

CROISSANCE RÉGIONALE : L'ÉCART S'AMENUISE

- Alors que la reprise gagne du terrain en 2017-2018 en Alberta et en Saskatchewan — deux grandes provinces productrices de pétrole — et que la restructuration industrielle se poursuit dans toutes les régions, la hausse des dépenses d'infrastructure viendra compenser les inégalités dans la progression de l'investissement des entreprises et un certain ralentissement sur le marché du logement.
- La multiplication des investissements de capitaux des provinces, en réaction aux initiatives fédérales, accentue la difficulté de l'allègement du fardeau de leur dette nette.

Bien que les rajustements régionaux en réaction à la léthargie des prix des produits de base soient bien amorcés, leur impact se fait attendre. Les tendances plus favorables dans la migration interprovinciale observées l'an dernier par la plupart des provinces consommatrices de pétrole devraient perdurer au moins toute l'année 2017, ce qui étendra leurs bassins de main-d'œuvre disponible et limitera la hausse des salaires. Avec la reprise, même si elle est toujours historiquement timide, de l'investissement pétrogazier, la hausse des coûts de la construction non résidentielle en 2017 dans l'ensemble du Canada devrait être relativement bien contenue.

En Alberta et en Saskatchewan, le retour prévu à un taux de croissance positif en 2017, après une contraction de 5,5 % de leur PIB réel combiné en 2015-2016, s'explique par la reprise de la production pétrolière et le redressement graduel de l'investissement dans l'énergie, surtout dans le cadre des projets traditionnels. La conjonction, prévue en 2017, des cours du pétrole WTI, qui atteindront une moyenne de 58 \$ US le baril, et de la baisse du dollar canadien à moins de 0,75 \$ (US) est encourageante. La possibilité que soient désormais lancés les oléoducs Keystone et Trans Mountain est aussi une bonne nouvelle. Or, dans la foulée d'efforts massifs de compression des coûts, les producteurs pétroliers devraient faire preuve de prudence dans leurs efforts d'embauche et dans d'autres initiatives. Puisque l'investissement hors du secteur de l'énergie est toujours en train de se corriger, l'investissement total des entreprises en Alberta devrait baisser légèrement en 2017, malgré la reconstruction de Fort McMurray. Dans les deux prochaines années, la léthargie projetée des cours de la potasse devrait freiner la reprise en Saskatchewan, alors qu'à Terre-Neuve-et-Labrador, la production et l'emploi seront érodés alors que les travaux progresseront dans plusieurs grands projets de mise en valeur de ressources.

La croissance fulgurante des économies de la Colombie-Britannique et de l'Ontario devrait se modérer cette année. La Colombie-Britannique connaît un important ralentissement dans son secteur du logement (*graphique 1*), ce qui pèsera sur l'activité des services connexes et sur la consommation jusqu'en 2018. Dans les secteurs des produits forestiers en Colombie-Britannique et dans d'autres régions, le risque d'une évolution défavorable des échanges commerciaux perdurera jusqu'à la signature de l'*Accord sur le bois d'œuvre résineux*. En Ontario, les mises en chantier de logements devraient se ralentir et la production de véhicules automobiles devrait se stabiliser, même si elle continuera d'être élevée; mais comme en Colombie-Britannique, l'essor des services financiers et des services aux entreprises devrait soutenir la croissance. Dans les provinces de l'Atlantique, au Québec et au Manitoba, après un atterrissage en douceur des mises en chantier de logements depuis 2012, la construction résidentielle se relève timidement, sans toutefois vraiment décoller des creux récents. C'est pourquoi la forte reprise projetée, en 2017 et 2018, dans les domaines des transports en commun, du traitement des eaux et de l'infrastructure routière et sociale d'un océan à l'autre devrait étayer la croissance.

Dans les deux prochaines années, les entreprises et le revenu discrétionnaire des ménages seront frappés de plein fouet par les rajustements et les hausses des différents impôts provinciaux et municipaux. Cette évolution s'explique en partie par les accords-cadres de tarification du carbone, qui seront adoptés en Ontario et en Alberta en 2017 et dans au moins quatre autres provinces en 2018, de même que par d'autres relèvements du prix minimum du carbone jusqu'en 2022. L'écart régional actuel dans les prix de l'énergie résidentielle et industrielle (*graphique 2*) met en lumière les difficultés auxquelles doivent s'attendre les régions pour rester financièrement concurrentielles.

RENSEIGNEMENTS

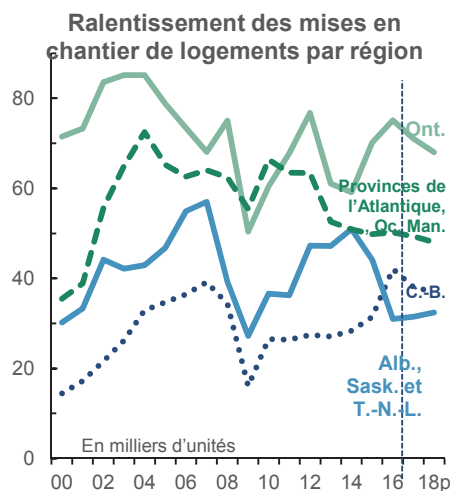
Mary Webb

416.866.4202

Études économiques de la Banque Scotia

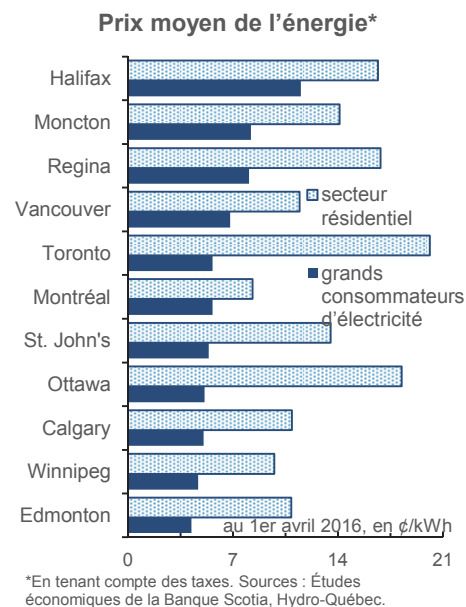
mary.webb@scotiabank.com

Graphique 1



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, SCHL.

Graphique 2



LES PERSPECTIVES BUDGÉTAIRES

Les comptes rendus semestriels des provinces pour l'exercice 2016-2017 (EF 17) se soldent par un déficit global proche de 17 milliards de dollars, soit un milliard de moins que les estimations du *Budget*, mais 4,3 milliards de dollars de plus que pour l'EF 16. Or, le déficit global masque le déficit combiné de l'EF 17 de moins de 3,5 milliards de dollars (0,2 % du PIB) dans les sept provinces essentiellement consommatrices de pétrole. Durant l'EF 18, le déficit de ces sept provinces devrait se réduire à moins d'un milliard de dollars, puisque cinq d'entre elles entendent redevenir excédentaires. Pour les provinces qui atteignent l'équilibre comptable ou qui sont en voie de le faire, une meilleure marge de manœuvre devrait leur permettre de participer aux ambitieux plans infrastructurels et environnementaux d'Ottawa.

Alors que les taux d'intérêt menacent de monter dans les deux prochaines années, les provinces, dans la foulée de la récession, ont considérablement allongé l'échéance de leur dette. Des risques subsistent, notamment les obligations relatives au paiement des rentes de retraite, les dépenses d'énergie renouvelable et les coûts propres à la reconstruction ou au réaménagement de l'importante capacité de production ou de transport de l'énergie. La préservation de la compétitivité des provinces, alors que de nombreux secteurs d'activité souffrent de surcapacité dans le monde entier, est un autre défi, que pourrait compliquer la volonté de M. Trump d'alléger la lourdeur du gouvernement en réduisant les impôts et en simplifiant la réglementation, notamment sur l'environnement.

Tableau 1 — Provinces	évolution annuelle en %, sauf indication contraire										
	CA	NL	PE	NS	NB	QC	ON	MB	SK	AB	BC
PIB réel											
2000–15	2,2	2,5	1,8	1,4	1,2	1,7	2,0	2,4	2,1	3,1	2,7
2016e	1,4	0,3	1,3	1,3	0,5	1,6	2,6	2,1	-0,5	-2,7	3,1
2017p	2,0	-1,2	1,2	1,3	0,6	1,7	2,3	2,0	1,7	2,1	2,3
2018p	2,0	-0,9	1,3	1,2	0,6	1,6	2,3	1,9	2,0	2,4	2,3
PIB nominal											
2000–15	4,4	5,7	4,3	3,3	3,3	3,6	3,8	4,5	6,0	6,5	4,5
2016e	2,1	-1,8	2,4	2,5	1,5	2,8	4,2	3,2	-2,8	-4,6	4,8
2017p	4,3	2,5	2,7	2,8	2,0	3,4	4,3	3,6	5,1	6,1	4,3
2018p	4,0	2,1	2,7	2,7	1,9	3,3	4,1	3,5	4,6	5,4	4,1
Emploi											
2000–15	1,4	1,0	1,2	0,7	0,5	1,3	1,3	1,0	1,3	2,5	1,2
2016	0,7	-1,5	-2,3	-0,4	-0,1	0,9	1,1	-0,4	-0,9	-1,6	3,2
2017p	1,1	-1,3	0,4	0,3	0,3	1,0	1,3	0,6	0,2	0,5	1,5
2018p	0,8	-0,9	0,3	0,3	0,2	0,7	1,1	0,5	0,4	0,8	1,2
Taux de chômage (%)											
2000–15	7,1	14,3	11,2	8,9	9,6	8,1	7,2	5,1	4,9	4,9	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	6,9	13,6	10,5	8,1	9,4	6,9	6,4	5,9	6,2	7,9	5,9
2018p	6,8	13,7	10,4	8,0	9,2	6,8	6,3	5,9	6,1	7,6	5,9
Mises en chantier de logements (en milliers d'unités)											
2000–15	199	2,7	0,8	4,3	3,6	44	71	5,1	5,2	35	28
2016p	198	1,4	0,6	3,8	1,8	39	75	5,3	4,8	25	42
2017p	190	1,5	0,5	3,6	1,8	38	71	5,4	5,0	25	38
2018p	185	1,4	0,5	3,4	1,7	37	68	5,4	5,0	26	37
Ventes de véhicules automobiles (en milliers d'unités)											
2000–15	1 639	28	6	48	37	410	624	47	45	216	178
2016e	1 949	34	8	55	43	465	802	56	51	220	215
2017p	1 940	32	7	54	42	463	796	56	52	223	215
2018p	1 925	30	6	54	42	459	788	55	53	226	212
Soldes budgétaires, exercice terminé le 31 mars (en M\$)											
2000–15	-2 917	59	-39	-31	-146	-953	-5 216	-84	425	1 746	291
2016	-987	-2 207	-13	-11	-261	2 191	-5 029	-846	-675	-6 442	730
2017p*	-27 000	-1 584	-8	12	-332	0	-4 324	-1 004	-1 044	-10 811	2 242
2018p*	-32 000	so	so	so	so	so	so	so	so	so	so

* EF 17 : estimations provinciales; Sask. sauf le rajustement du passif des régimes de retraite; historique : Man. : EF 04–EF 15; et Alb. : EF 05–EF 15.

États-Unis

- **Aux États-Unis, la croissance devrait s'accélérer pour passer de 1,6 % en 2016 à 2,3 % en 2017, puisque la reflation généralisée continue d'étendre son emprise sur l'économie américaine.**
- **Puisque la nouvelle administration pourrait adopter des mesures de relance budgétaires plus importantes et accroître la déréglementation, il se peut que la croissance s'accélère en 2018, tant qu'elle ne recourra pas à des politiques commerciales protectionnistes.**

LE REBOND AVANT L'ÉLECTION

L'économie américaine se fortifie après un début léthargique en 2016. Nous nous attendons à ce que la croissance continue de s'accélérer pour atteindre 2,3 % en 2017 et 2,4 % en 2018, soit environ un demi point de pourcentage de plus que le potentiel à long terme estimé par la Fed. Cette remontée s'explique par la vigueur du marché du travail et l'assainissement des bilans des ménages, ce qui donne un nouvel élan à la consommation, accentue le restockage, augmente les ventes de l'industrie de la fabrication — en particulier l'automobile — et améliore les perspectives d'investissement. Le rebond des cours mondiaux du pétrole commence aussi à tisser une toile de fond beaucoup plus favorable pour le secteur de l'énergie aux États-Unis, épice de la croissance de l'économie américaine l'an dernier. Le creusement du déficit commercial est probablement le seul obstacle palpable pour la croissance de l'économie américaine en 2017 et 2018. Si la nouvelle administration donne suite aux préférences qu'elle a exprimées pour de plus fortes mesures de relance budgétaires et l'accroissement de la déréglementation, sans non plus déclencher de secousses commerciales, l'économie américaine affichera probablement une tenue encore plus vigoureuse que celle que nous prévoyons actuellement.

SOLIDITÉ DES MARCHÉS DU TRAVAIL ET REGAIN DE CONFIANCE DES CONSOMMATEURS

Comme l'indique le procès-verbal de la récente réunion du FOMC, les États-Unis sont sur le point d'atteindre le plein emploi ou y sont déjà parvenus : le taux de chômage s'inscrit à 4,6 %, les premières demandes de prestations de chômage sont proches d'un creux sans précédent depuis quatre décennies (graphique 1), le taux de participation augmente (graphique 1) et la croissance des salaires s'accélère (graphique 2). L'embauche pourrait se ralentir puisque l'économie converge vers le plein emploi; or, grâce à la croissance soutenue des salaires réels dans un marché du travail plus tendu, les revenus réels devraient continuer de progresser solidement en 2017 et 2018.

La reprise des marchés du travail de concert avec l'assainissement des bilans des ménages ouvre la voie à une nouvelle accélération de la croissance de l'économie américaine : le ratio dette des ménages/PIB a baissé d'environ 20 points de pourcentage par rapport au sommet atteint durant la crise de 2008 (graphique 3), et le ratio dette/charge de la dette des ménages est toujours proche d'un creux record (graphique 3). Les indicateurs de la confiance des consommateurs culminent à des niveaux sans précédent depuis la crise financière de 2008 (graphique 4). Le regain de confiance des consommateurs et l'allègement de leur dette auront probablement pour effet de relever la consommation, d'accroître la demande de biens et de services et de hausser l'emploi et les salaires.

LA FIN DE LA CORRECTION DES STOCKS

Après des années marquées par un ralentissement du stockage en raison de l'incertitude des perspectives de croissance, les stocks semblent repartir à la hausse en 2017. Le rythme de la croissance des ventes se précipite dans différents secteurs, soit aussi bien l'industrie manufacturière que le vaste secteur des services. En fait, les achats des ménages et des entreprises surpassent désormais le stockage pour la première fois depuis 2011 (graphique 5). Historiquement, la croissance des ventes, en se précipitant, a généralement pour effet d'accélérer le rythme du restockage dans l'année suivante.

RENSEIGNEMENTS

Carlos Gomes

416.866.4735

Études économiques de la Banque Scotia

carlos.gomes@scotiabank.com

Brett House, VP et économiste en chef adjoint

416.863.7463

Études économiques de la Banque Scotia

brett.house@scotiabank.com

Adrienne Warren

416.866.4315

Études économiques de la Banque Scotia

adrienne.warren@scotiabank.com

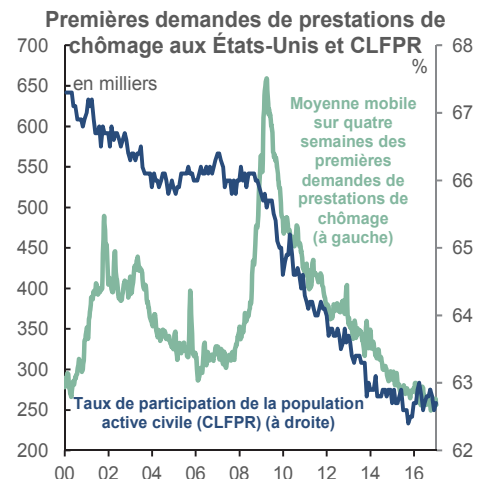
Mary Webb

416.866.4202

Études économiques de la Banque Scotia

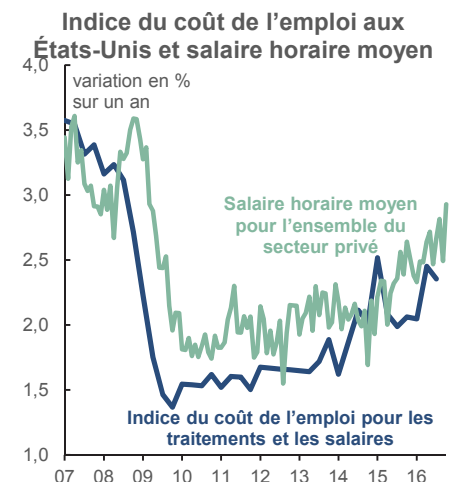
mary.webb@scotiabank.com

Graphique 1



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, département du Travail des États-Unis, BLS.

Graphique 2



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, BLS.

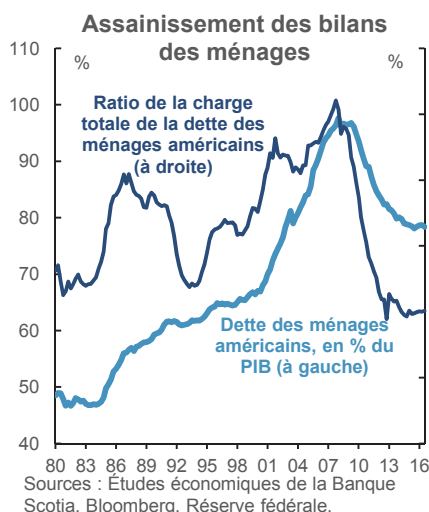
En particulier, les achats au détail et en gros progressent désormais de plus de 3 % sur un an pour la première fois en deux ans, ce qui représente plus du double du rythme de la croissance actuelle des stocks. Autrement dit, les stocks des rayons des grands magasins seront regarnis dans les mois à venir, ce qui est crucial pour que la croissance de l'économie américaine continue de prendre de la vitesse. Les stocks au détail et en gros représentent 60 % de l'ensemble de l'offre des entreprises non agricoles et près de 10 % de toute l'activité économique.

REPRISE DE L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE

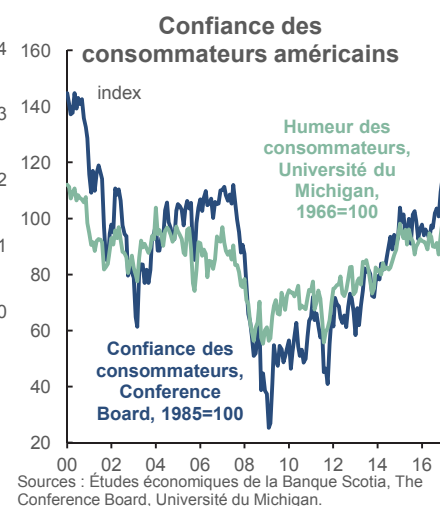
Les commandes de biens manufacturés ont commencé à s'accélérer durant le deuxième semestre de 2016 et progressent aujourd'hui à un rythme sans précédent depuis deux ans : elles surpassent en fait l'ensemble des gains de production et préfigurent une activité industrielle américaine encore plus solide en 2017. En fait, l'indice PMI des États-Unis (US Purchasing Managers' Index), indicateur avancé de l'activité manufacturière, ne cesse de s'améliorer depuis le milieu de 2016 et a clôturé l'année à un sommet sans précédent depuis 21 mois (graphique 6). Les commandes augmentent, pour les biens durables comme pour les biens non durables, et le secteur de la haute technologie mène la reprise grâce à des gains de plus de 5 % durant l'année écoulée.

L'industrie automobile a elle aussi fortement contribué à la croissance. Les ventes d'automobiles aux États-Unis montent depuis sept années consécutives et ont établi coup sur coup des records annuels en 2015 et 2016. La production de véhicules, qui augmente elle aussi plus fortement, a relevé l'emploi dans l'industrie de 2 % en 2016 et a surpassé l'ensemble de la croissance de l'emploi

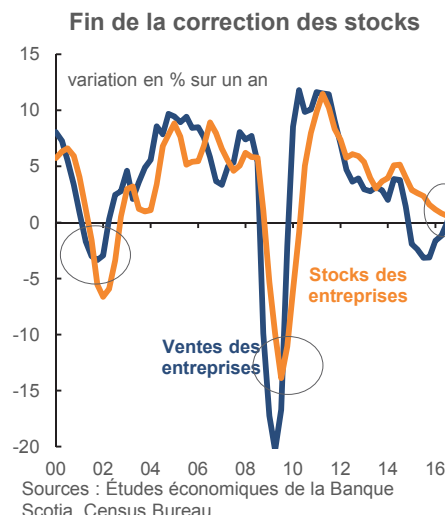
Graphique 3



Graphique 4



Graphique 5



Graphique 6

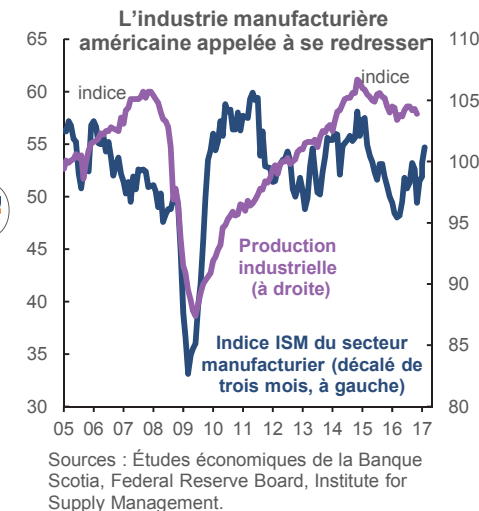


Tableau 1 — Prévisions trimestrielles pour les États-Unis

	2016				2017				2018			
	T1	T2	T3	T4e	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Économique												
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	0,8	1,4	3,5	2,2	2,0	2,1	2,3	2,3	2,5	2,5	2,3	2,4
PIB réel (variation annuelle en %)	1,6	1,3	1,7	2,0	2,3	2,5	2,1	2,2	2,3	2,4	2,4	2,4
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	1,1	1,1	1,0	1,7	2,6	2,5	2,7	2,4	2,3	2,3	2,4	2,3
Indice de référence (variation annuelle en %)	2,3	2,2	2,2	2,1	2,1	2,1	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Financier												
Euro (EUR/USD)	1,14	1,11	1,12	1,05	1,02	1,02	1,05	1,10	1,12	1,12	1,15	1,15
Livre sterling (GBP/USD)	1,44	1,33	1,30	1,23	1,20	1,20	1,25	1,25	1,30	1,30	1,35	1,35
Yen - Japon (USD/JPY)	113	103	101	117	115	115	117	117	121	121	122	122
Fed Funds Rate (%)	0,50	0,50	0,50	0,75	0,75	1,00	1,25	1,50	1,50	1,75	1,75	2,00
Bon du Trésor à 3 mois	0,20	0,26	0,27	0,50	0,55	0,80	1,05	1,25	1,30	1,55	1,60	1,80
Obligation du Trésor à 2 ans	0,72	0,58	0,76	1,19	1,25	1,40	1,50	1,70	1,75	1,90	1,95	2,10
Obligation du Trésor à 5 ans	1,20	1,00	1,15	1,93	2,00	2,10	2,20	2,30	2,40	2,50	2,55	2,60
Obligation du Trésor à 10 ans	1,77	1,47	1,59	2,44	2,50	2,60	2,70	2,80	2,85	2,90	2,95	3,00
Obligation du Trésor à 30 ans	2,61	2,28	2,31	3,07	3,05	3,15	3,20	3,30	3,35	3,40	3,45	3,50

dans ce pays pour la septième année d'affilée. Nous nous attendons à ce qu'elle poursuive sa progression en 2017, puisque les ménages continuent de remplacer leurs anciens véhicules. L'âge moyen du parc automobile américain se chiffre à 11,6 ans, ce qui est sans précédent, et plus de 100 millions de véhicules roulant sur les routes américaines sont même plus anciens que la moyenne. Les conditions de financement restent elles aussi favorables, surtout parce que des acheteurs plus solvables font la majorité des achats et que la part des prêts à risque dans le volume total du financement baisse depuis le milieu de 2015.

L'INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES APPELÉ À MONTER

La stabilisation de la croissance des stocks, le gonflement des carnets de commandes de fabrication, la hausse des cours du pétrole et le rapprochement,

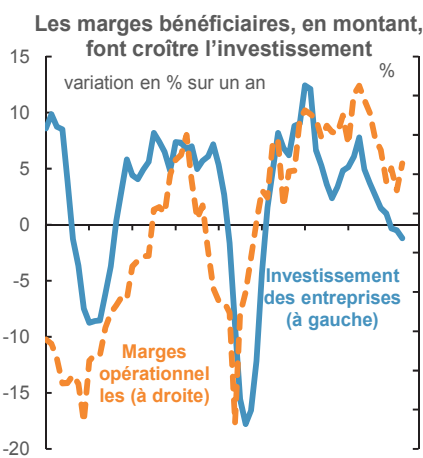
toute l'année durant, des écarts de taux sur les obligations de sociétés ont ouvert la voie à la reprise de l'investissement dans les milieux d'affaires. Les nouvelles commandes de « biens d'équipement essentiels », baromètre de l'investissement des entreprises, ont progressé dans cinq des six derniers mois. Les commandes de machines ont ainsi inscrit leur première hausse trimestrielle depuis plus de deux ans. Cette amélioration s'est concentrée dans le secteur pétrogazier, qui a accru de 50 %, depuis mai 2016, le nombre d'appareils de forage en service et triplé ses achats mensuels de machines et de biens d'équipement. En fait, le secteur pétrogazier représente le tiers de la hausse globale des commandes de biens d'équipement essentiels dans le dernier semestre de 2016, ce qui est nettement supérieur à sa part traditionnelle de 8 % de l'ensemble des dépenses en immobilisations. Hors du secteur pétrogazier, l'investissement des entreprises reste timide : les commandes ont plongé sur un an depuis la fin de 2014.

Les résultats antérieurs nous enseignent que la croissance de l'investissement des entreprises n'atteint son plein régime que lorsque les marges bénéficiaires augmentent dans les deux chiffres et que l'utilisation de la capacité se resserre d'environ deux points de pourcentage. Bien que la croissance des marges bénéficiaires ait atteint un creux, il faut généralement compter une année pour qu'elle s'accélère considérablement (graphique 7). Dans le même temps, l'utilisation de la capacité aux États-Unis ne cesse de diminuer (graphique 8). Les premières baisses d'impôts et les nouvelles dépenses d'infrastructure de l'administration américaine portée au pouvoir pourraient légèrement accélérer la remontée actuelle des bénéfices et des marges bénéficiaires des entreprises, en plus de hausser les cadences d'exploitation. Tous ces facteurs précipiteraient le rebond de l'investissement des entreprises auquel nous nous attendons; or, il est improbable que ce rebond se produise avant le deuxième semestre de 2017.

LOGEMENT : PERSPECTIVES TOUJOURS AUSSI SOLIDES

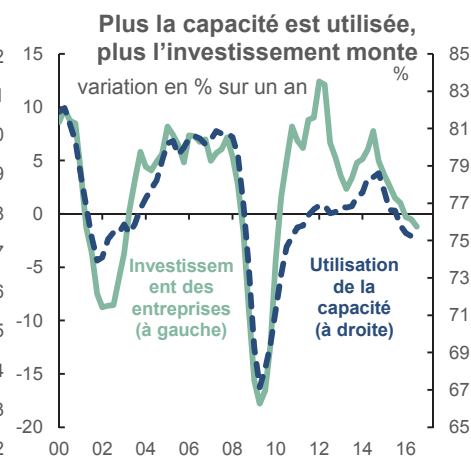
En raison des gains du marché du travail, de l'assainissement des bilans des ménages et du regain de confiance des consommateurs, les perspectives du marché américain du logement sont favorables : l'offre excédentaire s'est réduite (graphique 9), la participation accrue des acheteurs d'une première maison devrait continuer de dynamiser la revente, les nouvelles mises en chantier de logements sont en voie d'augmenter de 8 % en 2017, et les prix devraient s'accroître de 4 % dans l'ensemble des grands marchés. L'abordabilité reste supérieure aux moyennes historiques des grands indices malgré la hausse des prix. Malgré tout, les taux de croissance des ventes et des prix devraient se ralentir sous l'effet du récent relèvement des taux hypothécaires. Le taux fixe sur 30 ans a augmenté de plus de 70 points de base depuis le début de novembre pour s'établir à 4,20 % environ, et depuis, les conditions de financement des maisons se sont à peine assouplies.

Graphique 7



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, BEA.

Graphique 8

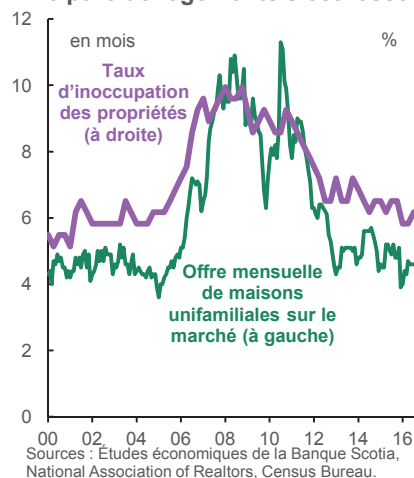
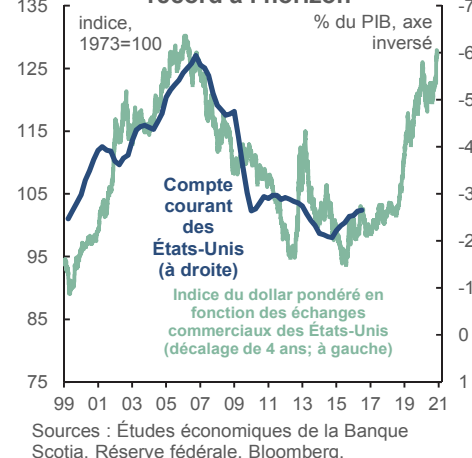


Sources : Études économiques de la Banque Scotia, BEA, Réserve fédérale.

Tableau 2 — États-Unis

	2000-15	2016e	2017p	2018p
	(variation annuelle, en %)			
PIB réel	1,9	1,6	2,3	2,4
Dépenses de consommation	2,3	2,7	2,7	2,6
Investissement dans le secteur résidentiel	-0,7	4,8	2,7	2,7
Investissements des entreprises	2,4	-0,5	2,1	3,2
Gouvernement	1,0	0,8	0,9	1,2
Exportations	3,8	0,5	2,1	2,8
Importations	3,5	0,8	3,0	3,5
PIB nominal	4,0	3,0	4,3	4,4
Indice implicite du PIB	2,0	1,3	2,0	2,0
Indice des prix à la consommation	2,2	1,3	2,5	2,3
Indice de référence	2,0	2,2	2,2	2,3
Bénéfices des sociétés avant impôts	5,9	-0,5	5,0	3,0
Emploi	0,6	1,7	1,4	1,3
Taux de chômage (en %)	6,3	4,9	4,6	4,5
Solde des paiements courants (en G\$ US)	-521	-484	-513	-545
Balance commerciale (en G\$ US)	-668	-735	-774	-825
Solde budgétaire fédéral (en G\$ US)	-529	-587	-610	-650
pourcentage du PIB	-3,8	-3,2	-3,1	-3,2
Mises en chantier (en millions)	1,27	1,17	1,26	1,34
Ventes de véhicules motorisés (en millions)	15,4	17,5	17,8	17,9
Production industrielle	0,8	-1,0	1,5	2,0

Pour ce qui est de l'offre, l'augmentation du volume total des ventes pourrait être endiguée par une pénurie tenace d'inscriptions à des prix inférieurs : certains acheteurs potentiels qui visent des logements plus hauts de gamme sont toujours aussi hésitants ou incapables d'inscrire leur maison alors que dans le neuf, on construit surtout des propriétés dont les prix sont supérieurs. La croissance du nombre total de nouvelles mises en chantier de logements pourrait aussi se ralentir en raison des pénuries de main-d'œuvre dans le bâtiment, des retards dans la délivrance des permis et de la hausse des coûts des terrains et de la construction. Dans le même temps, la surabondance croissante des logements locatifs haut de gamme devrait donner lieu à un repli dans la construction d'appartements neufs, qui représentent environ 30 % des logements neufs construits ces dernières années, contre une moyenne à long terme de 20 %.

Graphique 9
Le parc de logements s'est resserré

Graphique 10
Déficits commerciaux record à l'horizon


POLITIQUE BUDGÉTAIRE LÉGÈREMENT FAVORABLE À LA RELANCE

La politique budgétaire, légèrement favorable à la relance, semble appelée à le rester, même si la nouvelle administration Trump ne prend aucune autre mesure. Le déficit fédéral s'est creusé pour passer de 2,4 % à 3,2 % durant l'exercice financier 2016. Dans l'hypothèse d'un accroissement initial limité des dépenses, nous nous attendons à ce que le déficit se maintienne à 3,1 % et 3,2 % du PIB, respectivement, dans les exercices financiers 2017 et 2018. La Maison-Blanche pourrait également tâcher de montrer sa volonté d'alléger le fardeau du gouvernement en rendant immédiatement des décrets pour réduire certains impôts d'entreprises et alléger les contraintes réglementaires, ce qui aurait toutefois un premier impact direct négligeable sur l'équilibre budgétaire.

Il est improbable que la vaste réforme fiscale, l'important remaniement réglementaire et l'augmentation, mise en veilleuse, de 1 000 milliards de dollars US sur dix ans des dépenses d'infrastructure commencent à produire leurs effets avant le milieu de 2018 dans le meilleur cas de figure. Jusqu'alors, l'incertitude que laisse planer l'adoption de nouvelles politiques sur le budget, sur l'*Affordable Care Act*, sur le changement climatique et sur la réglementation du secteur financier créera probablement un climat d'« attentisme » à l'endroit de la politique budgétaire dans les États et les municipalités.

CREUSEMENT DES DÉFICITS DE LA BALANCE COMMERCIALE À L'HORIZON

La vigueur soutenue du dollar US (USD; cf. les pages 42 et 43) et la vigoureuse demande américaine auront probablement pour effet de détériorer continuellement la balance commerciale de ce pays. Comme nous l'avons déjà signalé, la force du dollar pourrait donner lieu à des déficits commerciaux sans précédent à plus long terme : pondéré en fonction des échanges commerciaux, le dollar US a tendance à préfigurer les mouvements finaux du solde du compte courant des États-Unis (graphique 10). Pour l'heure, les exportations nettes devraient rogner environ 0,2 point de pourcentage sur la croissance de l'économie américaine en 2017, puis en 2018. Si les déficits commerciaux devaient se creuser davantage, le risque que la nouvelle administration américaine mette à exécution les menaces brandies pour adopter des politiques commerciales mercantilistes ne ferait que s'accroître, ce qui minerait considérablement la croissance de l'économie américaine et mondiale à la fois.

LES RISQUES DE L'INCONNU

Pour continuer de s'extirper de sa stagnation séculaire, l'économie américaine doit essentiellement s'en remettre aux interventions de l'administration au pouvoir. En raison de la reprise de la demande et de la réaction de l'offre, le gouvernement américain n'a guère de mesures importantes à prendre pour accélérer la croissance économique. En faisant appel à de modestes mesures de relance budgétaires et en mettant en œuvre le nouveau programme de déréglementation de la Maison-Blanche, les taux de croissance pourraient être encore plus importants que ce que nous prévoyons dans ces pages, sans obliger la Fed à prendre les devants et à durcir la politique monétaire (cf. les pages 14 à 16). Par contre, une intervention budgétaire trop massive dans une conjoncture de quasi-plein emploi pourrait avoir pour effet de relever brusquement les taux directeurs et de faire monter le dollar US. Et si le déficit commercial des États-Unis devait par la suite se creuser, on réclamerait une hausse des tarifs douaniers, les échanges commerciaux avec les grands partenaires économiques du pays seraient fortement secoués, et la croissance se réduirait sensiblement, ce qui ébranlerait la confiance portée aux marchés des actions, des titres de dette des entreprises et du logement, dont les prix sont déjà élevés (cf. les pages 14 à 16), en plus de nuire aux recettes fiscales. De même, les marchés seraient déçus si les dépenses d'infrastructure n'étaient pas relevées et que la réforme réglementaire n'était pas menée à la hauteur des attentes, ce qui pourrait peser lourdement sur la demande et l'investissement des ménages et des entreprises à la fois.

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

Pour la politique monétaire et les grandes orientations du marché, les perspectives sont si intimement liées qu'il faut en tenir compte simultanément, notamment les scénarios de risque.

PERSPECTIVES DE LA RÉSERVE FÉDÉRALE — TOUT DÉPEND DES MESURES BUDGÉTAIRES

Voici le scénario de base prévu pour la Réserve fédérale :

- trois relèvements des taux cette année, suivis de deux relèvements en 2018, ce qui porterait à 2 % le taux cible des fonds fédéraux d'ici la fin de l'an prochain. Actuellement, les cours des contrats à terme sur les fonds fédéraux tiennent compte d'environ 1,5 relèvement des taux d'ici la fin de 2017;
- réinvestissement continu des avoirs en bons du Trésor, en titres de dettes d'organismes et en avoirs adossés à des titres hypothécaires arrivant à échéance, ce qui maintiendrait le niveau du bilan de la Fed à environ 4 500 milliards de dollars pendant tout l'exercice 2017-2018. Nous supposons une réduction graduelle du réinvestissement des avoirs arrivant à échéance lorsque la normalisation des taux sera « bien enclenchée », ce qui correspond, selon notre définition, à un taux cible sur les fonds fédéraux de 2 % ou plus.

En raison de la composition actuelle du FOMC, le risque pour ce scénario de base est en quelque sorte plus fortement axé sur un moins grand nombre de relèvements des taux (graphique 1) et sur la réduction progressive ultérieure du réinvestissement. Nous pourrions réévaluer ce risque si deux postes libres cette année au sein du FOMC sont confiés à des titulaires favorables à un durcissement de la politique monétaire et que la présidente Yellen et le vice-président Fisher sont remplacés au premier semestre de 2018.

Dans notre scénario de base des perspectives de la Fed, nous supposons que l'économie continuera de s'améliorer, comme nous l'indiquons dans les perspectives des fondamentaux de l'économie américaine en pages 10 à 13, en tenant compte des modalités selon lesquelles cette amélioration se répercutera sur le double mandat de la Fed, soit promouvoir la stabilité des prix et le plein emploi. La croissance des salaires, qui n'a jamais été aussi rapide depuis sept ans, fait peser des tensions inflationnistes qui font monter les coûts et explique notre prévision d'un retour durable à 2 % d'inflation. La montée des prix accompagnera également l'élimination de la capacité excédentaire mesurée par le déficit de production aux États-Unis (graphique 2). La vigueur du dollar US atténuée en partie les tensions inflationnistes, ce qui, d'après notre estimation, rognera quelques dixièmes de point de pourcentage sur l'inflation globale si le dollar reste fort. Les attentes inflationnistes des marchés ont augmenté, y compris les seuils de rentabilité des TIPS (les titres du Trésor américain protégés contre l'inflation) et les swaps indexés sur l'inflation, alors que les indicateurs fondés sur les enquêtes statistiques sont nuancés, puisque les économistes prévoient une hausse de l'inflation alors que les enquêtes sur la confiance des consommateurs laissent entrevoir une légère baisse des tensions inflationnistes.

Cette prévision s'inscrirait dans le prolongement d'une politique monétaire extraordinairement souple par rapport à une « règle de Taylor » ou à toute autre approche mécaniste d'établissement de la politique monétaire. Elle maintiendrait à près de zéro, d'ici la fin de 2018, et donc à un point de pourcentage de moins que la projection à long terme du FOMC, le taux directeur « neutre » corrigé de l'inflation.

Le risque que les taux soient relevés plus rapidement que prévu dépend largement de la nature exacte et du déroulement des mesures de relance budgétaires et réglementaires, déduction faite de la politique commerciale. À ce stade, nous jugeons qu'il est exceptionnellement difficile d'évaluer ce risque. À l'approche du printemps et de l'été, nous nous attendons à avoir plus d'information sur les risques de ces politiques dans leur ensemble.

Les risques à l'étranger — par exemple, les politiques commerciales mondiales adoptées en réaction aux éventuelles mesures mises de l'avant par les États-Unis, les élections européennes et la capacité de l'OPEP à faire appliquer les limites de production et à raffermir ou faire monter les cours du pétrole, l'économie chinoise ou les conflits géopolitiques potentiels — ainsi que les risques de tension dans l'évaluation des actifs, dont il est question plus loin, sont les raisons pour lesquelles nous abaissons les risques dans la projection des taux de notre scénario de base.

RENSEIGNEMENTS

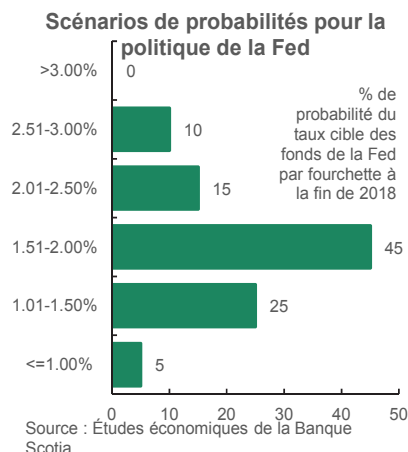
Derek Holt, VP et chef des Études économiques sur les marchés des capitaux

416.863.7707

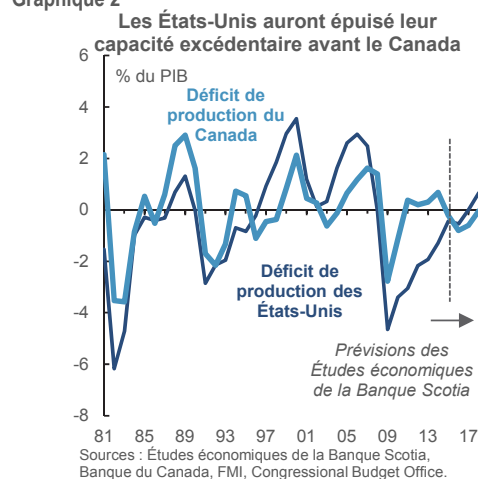
Études économiques de la Banque Scotia

derek.holt@scotiabank.com

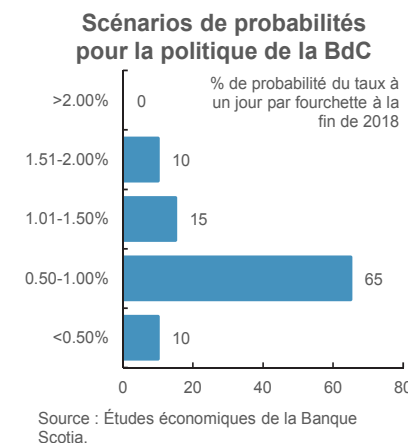
Graphique 1



Graphique 2



Graphique 3



PERSPECTIVES POUR LA BANQUE DU CANADA — EN RETARD SUR LA FED

Le scénario de base pour la Banque du Canada ne prévoit pas de changement de taux cette année; à partir du milieu de 2018, il y aurait deux relèvements d'un quart de point, ce qui porterait à 1 % le taux à un jour à la fin de l'an prochain. Veuillez consulter le graphique 3 pour connaître les probabilités relatives à cette projection.

Nous croyons que la Banque du Canada accusera un énorme retard sur la Réserve fédérale dans le relèvement des taux d'intérêt pour plusieurs raisons. D'abord, le Canada a un peu plus de marge de manœuvre économique désinflationniste, et nous nous attendons à ce que ce créneau ne se referme qu'au deuxième semestre de 2018 ou en 2019 (graphique 2). Puis, l'inflation globale devrait se rapprocher du taux directeur cible de 2 %, alors que l'inflation de base, qui sert plus de guide opérationnel pour le ciblage de l'inflation, est plus incertaine et pourrait ne pas atteindre durablement 2 % avant 2018. La BdC a adopté trois nouveaux indicateurs de l'inflation de base, dont l'indicateur privilégié de l'IPC à composante commune, qui se révélera très difficile à prévoir et qui pourrait faire surgir des difficultés de communication. En outre, l'inflation des salaires s'est décélérée à un peu plus de 1 % au Canada, alors qu'elle est environ deux fois plus rapide aux États-Unis. Pour ce qui est des fondamentaux (précisés dans les pages 4 à 7), les sommets sans précédent de différents indicateurs de l'activité des ménages, conjugués à la hausse des frais d'emprunt fixes et au durcissement continu des règles macroprudentielles, laissent entendre que la politique monétaire sera prudente. Dans le rééquilibrage de la croissance, on s'en remettra plus massivement à la hausse des exportations; or, il faudra attendre la preuve beaucoup plus probante d'une amélioration à ce titre pour que la BdC soit suffisamment convaincue de sonner la fin des festivités, surtout si l'on tient compte des risques qui planent sur l'ALÉNA et du spectre d'une taxe douanière américaine qui pourrait s'apparenter au tarif Smooth-Hawley de 1930.

De plus, la perspective de la politique monétaire canadienne est largement subordonnée à celle de la Réserve fédérale. À notre avis, il y a effectivement une limite qui s'impose dans la divergence des politiques monétaires des deux économies. Nous croyons que la limite dans le sous-ciblage du taux directeur de la Fed sera atteinte en 2018 lorsque nous aurons atteint l'écart maximum de notre prévision, soit 100 points de base sous le taux des fonds de la Fed (même si cet écart était beaucoup plus important au début des années 1990).

Les différentes formes de risque de change dans le contexte d'un dollar américain très fortement valorisé font monter l'incertitude pour nos prévisions sur l'intervention de la Banque du Canada. Selon les travaux de recherche de la BdC ([ici](#)), chaque dépréciation, pondérée des échanges commerciaux, de 10 % du dollar canadien relève de 0,6 % l'inflation globale selon l'IPC et de 0,3 % l'inflation de base à plus long terme; or, les effets sont plutôt transitoires. Par exemple, un électrochoc causé par la politique commerciale pourrait dévaloriser plus rapidement le dollar canadien, ce qui compliquerait la politique de la BdC.

À ce stade et en raison de la montée de l'incertitude sur des facteurs comme la politique américaine, nous jugeons assez bien équilibré le risque de cette prévision.

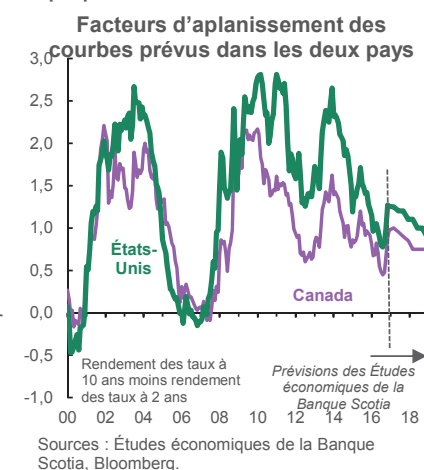
LES COURBES DE RENDEMENT : APLANISSEMENT À LA BAISSÉ ET TENUE EXCEPTIONNELLE DU CANADA

Le service des Études économiques de la Banque Scotia prévoit que les courbes de rendement des bons du Trésor américains et des obligations du gouvernement du Canada s'aplaniront à la baisse sur notre horizon prévisionnel en raison du rendement des taux à 10 ans moins le rendement des taux à 2 ans (graphique 4). La hausse plus rapide des rendements à plus court terme par rapport aux rendements à plus long terme est subordonnée à la conviction que la politique monétaire se durcira sur notre horizon prévisionnel; or, il existe des limites cycliques et structurelles pour ce qui est de la mesure dans laquelle les rendements obligataires à plus long terme peuvent augmenter.

Ce rapport porte essentiellement sur les incidences cycliques à plus court terme, par exemple l'amélioration de la croissance et la hausse de l'inflation, mais de façon plus limitée qu'à ce stade des cycles économiques historiques. En continuant de recourir à des mesures de relance (dont les rachats permanents d'obligations de la BCE et de la BOE et l'ensemble des rachats et du plafonnement des rendements établis par la Banque du Japon), les banques centrales étrangères continuent d'intervenir massivement sur leurs marchés obligataires, ce qui devrait continuer d'abaisser le plafond de la hausse des rendements obligataires étrangers, et du coup, les écarts creusés sur les bons du Trésor américains deviendront plus attractifs pour les gestionnaires de portefeuilles de titres mondiaux à revenu fixe. Les mesures de relance budgétaires sont limitées dans leurs effets sur la hausse éventuelle de la croissance potentielle à plus long terme alors que l'économie affronte des vents contraires, par exemple le vieillissement de la population active.

En fait, les risques de hausse de nos prévisions de rendement à plus long terme tiennent compte d'un financement par déficit plus massif des mesures de relance budgétaires au Canada, et surtout aux États-Unis. Selon les études d'Hubbard et coll. ([ici](#)) et d'Orszag et Gale ([ici](#)), chaque hausse d'un point de pourcentage du ratio dette/PIB des États-Unis accroît de 2 à 7 points de base le taux d'intérêt réel. Il se pourrait que les programmes de correction des déficits et d'assouplissement quantitatif aient rompu ce lien à l'époque de la crise financière mondiale; toutefois, le rétablissement du plein emploi, la fin de l'assouplissement quantitatif à la Fed et le risque d'explosion des déficits pourraient rétablir ce lien, ce qui aurait des effets pervers sur les marchés obligataires mondiaux. Cette question mérite d'être surveillée attentivement du point de vue de la plupart des prévisions de notre équipe.

Graphique 4



Graphique 5



Le risque de rendements inférieurs aux prévisions s'explique notamment par la conjoncture géopolitique, par exemple les élections européennes et les différentes secousses qui pourraient étayer la demande de valeurs refuges. Un conflit sur le plafonnement de la dette qui atténuerait ou menacerait les plans de mesures de relance budgétaires en chiffres nets et le risque de mesures commerciales de rétorsion pourraient également faire baisser les rendements, tout autant qu'une correction brutale dans les actifs à risque.

Au Canada, les taux à plus long terme devraient augmenter moins rapidement que les rendements américains (graphique 5), en raison d'une moins grande pression à la hausse potentielle sur les déficits et de la note de crédit AAA du gouvernement du Canada, d'une marge de manœuvre économique un peu plus grande, d'un risque d'inflation moindre pour tout l'horizon dans le cadre d'un cycle évolué des dépenses des ménages, et du risque potentiel de protectionnisme américain. Le total des exportations explique le tiers du PIB canadien.

OPULENCE DES COURS DE DIFFÉRENTES CATÉGORIES D'ACTIFS

L'opulence des différents indicateurs de valorisation des actifs fait partie des risques du marché pour la politique monétaire et les prévisions macroéconomiques. On pourrait prétendre que les cours tiennent largement compte des gains potentiels apportés par la « trumponomie », ce qui laisserait place à la déception si ces gains ne se concrétisaient pas. La politique monétaire n'est pas à l'abri des risques qui planent sur la stabilité financière et des retours de balancier sur la croissance qui proviennent d'une effervescence excessive — comme dans les jours qui ont précédé la crise financière mondiale — ou de corrections brutales. Il est extraordinairement difficile de prévoir les hauts et les bas dans les évaluations et la chronologie; or, **on ne saurait terminer cette note sans faire une mise en garde à propos des valorisations élevées.**

- Les valeurs boursières américaines n'ont jamais été aussi opulentes depuis l'époque des sociétés point-com. Cette affirmation se vérifie en fonction de différents indicateurs comme le ratio cours/bénéfice actuel, le ratio cours/bénéfice prévu, le ratio cours/bénéfice lissé du cycle de Shiller, le ratio « Q de Tobin » (prix/coût de remplacement) et le rendement des dividendes de 2 % du S&P500. Les valorisations boursières tiennent compte d'un « effet trumpien », et si l'exécution des politiques est imparfaite, les valorisations peuvent être décevantes.
- L'indice large du dollar, qui n'a jamais été aussi élevé depuis l'avènement des sociétés point-com, laisse entendre que le déficit du compte courant américain s'est fortement creusé, ce qui pourrait encore accentuer l'humeur protectionniste à Washington.
- Aux États-Unis, la dette à rendement élevé a augmenté d'environ 70 % depuis la fin de 2009 et la dette à rendement élevé au Canada, dominée par l'énergie, a atteint des cours supérieurs à ceux qui existaient alors que le pétrole WTI s'échangeait aux alentours de 90 \$ le baril (graphique 6).
- Les écarts sur les obligations de sociétés américaines notées BAA par rapport aux bons du Trésor à 10 ans se rapprochent du creux d'avant-crise atteint en 2014, avant la baisse des cours du pétrole.
- Aux États-Unis, les prix des maisons sont aujourd'hui légèrement supérieurs à ce qu'ils étaient en moyenne au sommet d'avant-crise en 2006 selon l'indice du prix des logements Case-Shiller Corelogic S&P. Au Canada, d'innombrables baromètres indiquent que les prix des maisons sont élevés.

Graphique 6

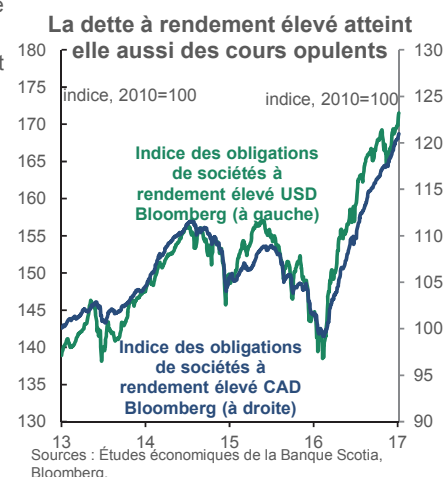


Tableau 1 — Prévion des Études économiques de la Banque Scotia : courbe des rendements Canada/États-Unis

	2016				2017				2018			
	T1	T2	T3	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Canada												
Taux cible à un jour de la BdC	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	0,75	1,00
Taux de base	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70	2,95	2,95	3,20
Bons du Trésor à trois mois	0,45	0,49	0,53	0,46	0,50	0,50	0,50	0,50	0,60	0,80	0,90	1,10
Obligations du Canada à deux ans	0,54	0,52	0,52	0,75	0,75	0,85	0,95	1,05	1,20	1,35	1,45	1,60
Obligations du Canada à cinq ans	0,68	0,57	0,62	1,11	1,15	1,25	1,30	1,40	1,50	1,65	1,80	1,90
Obligations du Canada à dix ans	1,23	1,06	1,00	1,72	1,75	1,80	1,85	1,90	1,95	2,10	2,20	2,35
Obligations du Canada à 30 ans	2,00	1,72	1,66	2,31	2,35	2,30	2,35	2,45	2,55	2,65	2,75	2,80
United States												
Taux cible des fonds fédéraux	0,50	0,50	0,50	0,75	0,75	1,00	1,25	1,50	1,50	1,75	1,75	2,00
Taux de base	3,50	3,50	3,50	3,75	3,75	4,00	4,25	4,50	4,50	4,75	4,75	5,00
Bons du Trésor à trois mois	0,20	0,26	0,27	0,50	0,55	0,80	1,05	1,25	1,30	1,55	1,60	1,80
Bons du Trésor à deux ans	0,72	0,58	0,76	1,19	1,25	1,40	1,50	1,70	1,75	1,90	1,95	2,10
Bons du Trésor à cinq ans	1,20	1,00	1,15	1,93	2,00	2,10	2,20	2,30	2,40	2,50	2,55	2,60
Bons du Trésor à dix ans	1,77	1,47	1,59	2,44	2,50	2,60	2,70	2,80	2,85	2,90	2,95	3,00
Bons du Trésor à 30 ans	2,61	2,28	2,31	3,07	3,05	3,15	3,20	3,30	3,35	3,40	3,45	3,50

Mexique

RAJUSTEMENT STRUCTUREL EN COURS : CROISSANCE MOINDRE ET INFLATION ACCRUE EN VUE

- Les virages des politiques monétaire et commerciale du gouvernement américain se répercuteront probablement sur les prévisions du Mexique.
- La volonté permanente de consolidation budgétaire et de réforme structurelle est un facteur positif.
- Les perspectives de la devise mexicaine sont vulnérables à la reprise en compte des risques induits par la Fed sur les marchés émergents.
- Nos prévisions révisées pour 2017 comportent une baisse de la croissance du PIB, un fléchissement de la monnaie et une recrudescence de l'inflation.

La nouvelle année débute sous le signe de la volatilité. Le peso mexicain s'est dévalorisé à près de 22 pesos par dollar US, après avoir clôturé 2016 à près de 20,75 USD/MXN. Cette dévalorisation a obligé la Banco de Mexico à intervenir directement sur le marché des changes, ce qu'on n'avait pas vu depuis de nombreuses années. Nos prévisions pour le MXN supposent que cette tension se maintiendra en 2017 et que le peso clôturera l'année aux environs de 22,3 USD/MXN. Cette volatilité du marché des devises s'explique essentiellement par l'éventualité de virages dans les politiques commerciales, migratoires et monétaires des États-Unis, qui influe sur les relations bilatérales entre les États-Unis et le Mexique — ce qui contraste vivement avec la tendance à l'appréciation constatée parmi les autres grandes monnaies régionales comme le réal brésilien.

À moyen terme, la croissance du Mexique est freinée par un certain nombre de facteurs. La détérioration des finances publiques a amené les agences de notation à placer en territoire négatif, en 2016, la perspective de la dette souveraine du Mexique. Le gouvernement fédéral a pris cette question très au sérieux et a donc adopté de nombreuses mesures pour assainir les finances publiques, notamment en réduisant les dépenses et en annonçant récemment une augmentation des prix des carburants de transport. Les prix ont bondi de 14,2 % par rapport à la moyenne nationale pour l'essence de qualité ordinaire, de 20,1 % pour l'essence « Magna » de première qualité et de 16,5 % pour le carburant diesel, alors que le prix du gaz naturel du pays a augmenté de plus de 13 %. Tous ces rajustements réduiront le revenu disponible et auront un impact retentissant sur l'inflation. L'impact direct immédiat sur le taux d'inflation de janvier est proche de 0,8 point de pourcentage (pp), en plus d'un impact supplémentaire de près de 0,2 pp lorsque les hausses de prix des transports en commun (sans tenir compte du métro de Mexico) et des courses en taxis seront autorisées. Notre estimation pour le taux d'inflation de janvier gravite autour de 1,4 % en glissement mensuel ce qui, si les tendances sous-jacentes se poursuivent jusqu'à la fin de l'année, donnerait un taux d'inflation de 5,5 % pour toute l'année 2017. Bien qu'il devrait s'agir d'un effet ponctuel, la dynamique de l'inflation risque fort d'être touchée encore plus durement dans les années à venir, également en raison de l'impact décalé de la dépréciation du peso. Il faut donc s'attendre, dans les mois à venir, à un durcissement de la politique monétaire de la Banco de Mexico, puisque le taux d'intérêt de référence devrait atteindre 7,5 % d'ici la fin de l'année, ce qui pèsera également sur la croissance.

La grande incertitude qui règne depuis la présidentielle américaine a mis en veilleuse de nombreux investissements. Les coupures dans les dépenses publiques portent massivement sur les dépenses en immobilisations, et par conséquent, les dépenses d'infrastructures devraient être très faibles et freiner le total des investissements. En outre,

RENSEIGNEMENTS

Mario Correa

52.55.5123.2683 (Mexique)

Scotiabank Mexico

mcorrea@scotiab.com.mx

Graphique 1



Source : Études économiques de la Banque Scotia.

la hausse des taux d'intérêt et de l'inflation et la plus forte dévalorisation de la monnaie devraient peser sur les données relatives aux investissements cette année, puisque nous prévoyons une contraction de 2,4 %. La consommation des particuliers devrait également être touchée par toutes ces conditions défavorables, notamment la grogne sociale en réaction aux récents rajustements des prix des carburants de transport. Notre nouvelle prévision pour la croissance de la consommation des particuliers en 2017 s'établit à 1,8 %.

En raison de ces facteurs, nous nous attendons aujourd'hui à un taux de croissance de 1,5 % en 2017, ce qui représente un ralentissement considérable par rapport au rythme de 2,1 % inscrit en 2016. On s'attend à d'importantes variations dans les différents secteurs de l'activité économique : les industries pétrolières et parapétrolières, la construction de machinerie lourde et les industries chimiques seront le plus durement touchées, alors que certains secteurs de l'industrie des services comme la communication et les services financiers ont un avenir plus réjouissant.

Malgré le ralentissement de la croissance en 2017, les perspectives de croissance à plus long terme de l'économie mexicaine restent favorables. La réforme de Pemex et du régime qui encadre l'investissement dans le secteur pétrogazier va bon train, ce qui devrait rehausser les dépenses en immobilisations et la production de l'énergie au Mexique. En outre, les autorités ont toujours la ferme volonté de réformer les structures de l'économie et d'adopter des politiques macroéconomiques prudentes. Selon notre évaluation, le cadre mis en place par le gouvernement mexicain apportera la stabilité macroéconomique essentielle au raffermissement de la croissance. Enfin, les économies américaine et mondiales s'accélèrent. Compte tenu de l'ouverture du Mexique, une croissance plus solide de ses principaux partenaires commerciaux devrait fondamentalement rejaillir favorablement sur l'économie mexicaine.

Royaume-Uni

- L'économie du Royaume-Uni, qui continue de croître à un rythme tendanciel, pourrait ralentir progressivement en 2017.
- Nous nous attendons à ce que l'inflation selon l'IPC augmente brusquement dans les mois à venir, pour passer de 1,2 % à 2 % en février et culminer à 3 % sur un an à la fin de 2017.
- Bien que nous nous attendions à ce que la BoE s'abstienne d'intervenir dans les deux prochaines années, 2017 se déroulera probablement sous le signe de la spéculation des mouvements (dans les deux sens).

RÉSUMÉ

À l'orée de 2017, l'activité du Royaume-Uni tire assez bien son épingle du jeu. L'indice PMI la situe dans la mi-50, à l'équilibre, et le rythme trimestriel de la croissance du PIB suit la tendance. L'article 50 du traité n'est pas encore enclenché et le Royaume-Uni continuera de faire partie de l'Union européenne au moins jusqu'au premier semestre de 2019. La possibilité d'un accord charnière pourrait même vouloir dire que le Royaume-Uni et l'Union européenne poursuivront leurs échanges commerciaux selon les modalités actuelles au-delà de cet horizon. Toujours est-il que pour l'heure, l'économie tourne comme si de rien n'était. L'incertitude que laisse planer le Brexit pourrait éventuellement faire baisser d'un cran l'investissement ou l'emploi; cependant, le Royaume-Uni a évité le précipice.

LA CROISSANCE

Dans l'année à venir, c'est probablement la chute brutale du taux de change qui influera le plus sur les perspectives macroéconomiques. Nous estimons que les conséquences négatives de cette évolution l'emporteront sur ses incidences positives. En revanche, la léthargie du taux de change de la livre sterling vient alléger considérablement la conjoncture financière et explique probablement que l'humeur des chefs d'entreprise soit meilleure qu'elle l'était avant le référendum. Par contre, cette anémie du taux de change hausse l'inflation importée et, par le fait même, les coûts, ce qui comprimera la rentabilité dans de nombreux secteurs et pèsera lourdement sur la croissance du revenu réel disponible des ménages. Ce dernier facteur est la principale raison pour laquelle nous nous attendons à ce que la croissance du PIB se ralentisse en 2017.

Plus précisément, l'inflation selon l'IPC a déjà augmenté sur un an pour passer de 0 % à un peu plus de 1 % et devrait culminer à 3 % au deuxième semestre de 2017. Isolément, cette progression rognera trois points de pourcentage sur la croissance du revenu réel disponible. En outre, puisque la croissance de l'emploi a déjà ralenti pour revenir, sur un an, de 2 % à sa moyenne à long terme de 1 %, nous estimons que la croissance du revenu réel disponible sera paralysée durant le deuxième semestre. Certes, nous nous attendons à ce que la hausse de l'inflation finisse par faire monter les salaires, mais nous doutons que cela se produise avant 2018. Le ralentissement du revenu réel disponible freinera les dépenses de consommation des ménages et, par le fait même, la croissance du PIB dans son ensemble.

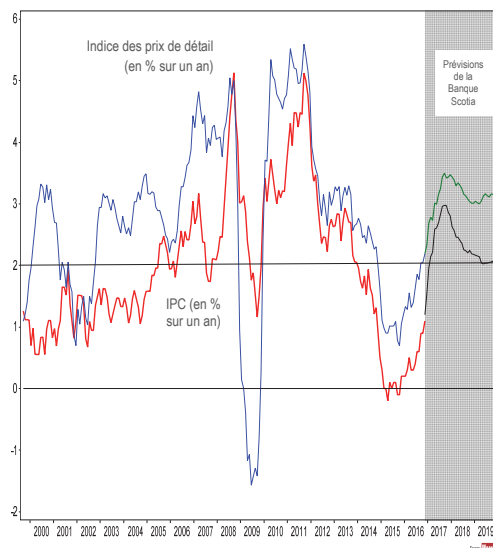
Pour tout mettre en perspective, nous prévoyons que le PIB croîtra de 1,6 % sur un an en 2017, ce qui cadre avec la croissance du PIB américain en 2016 et avec notre prévision de croissance de l'Allemagne (la locomotive de la zone euro) en 2017. Cette évolution, loin d'être une catastrophe, est sans doute passagère. Toujours est-il que selon nos prévisions, la croissance trimestrielle du PIB tombera à un creux de 0,2 % en glissement trimestriel, ce qui correspond à un rythme assez faible.

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

Prévision de l'inflation au Royaume-Uni



L'INFLATION

Après avoir augmenté progressivement depuis le milieu de 2016 (de 0,5 % à un peu plus de 1 % sur un an), l'inflation selon l'IPC est sur le point de s'accroître plus brusquement. Nous nous attendons à ce que, sur un an, l'inflation selon l'IPC atteigne 2 % d'ici février et 2,5 % d'ici Pâques, avant de culminer à 3 % à l'automne. À l'évidence, la léthargie du taux de change de la livre est la principale raison de s'attendre à ce que l'inflation s'accélère. Nous nous attendons aussi à ce que certains effets de second tout donnent un nouveau coup d'accélérateur. Or, nous tablons sur un pic de l'inflation inférieur à ce qu'il a été lors de la dernière chute comparable de la livre. Plus précisément, l'inflation a atteint 5 % en 2011, ce qui était toutefois en partie attribuable à plusieurs faits ponctuels. Nous soupçonnons aussi que l'inflation générée par l'économie intérieure sera tempérée par la demande à bout de souffle, ce qui limitera l'envergure de la hausse de l'inflation globale selon l'IPC.

À moins que la livre continue de fléchir, la poussée provoquée par la hausse de l'inflation importée devrait commencer à se modérer à un moment donné. Nous estimons à neuf mois le délai qui s'écoulera entre la chute de la livre et l'impact maximum qu'elle aura sur l'inflation, ce qui devrait vouloir dire que l'inflation culminera à la fin de 2017, avant de ralentir l'année suivante pour retomber dans le territoire des 2 % à la fin de 2018.

LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

Le nouveau chancelier a déposé son premier mini-budget en novembre 2016. L'assouplissement des politiques discrétionnaires explique une part relativement modeste de la hausse des emprunts de l'État, tout de même plus importante que prévu. Le déficit structurel, qui devrait quand même s'amoinrir dans les cinq prochaines années, baissera chaque année, en moyenne, de 0,2 % du PIB de moins que prévu antérieurement. À notre avis, en raison de la résilience des données économiques dans la foulée du scrutin du Brexit, il est devenu moins urgent d'assouplir la politique budgétaire. Un nouvel assouplissement pourrait toujours constituer une option, surtout si la croissance du PIB déçoit en 2017. Le problème ne deviendrait accablant qu'à l'automne, au moment du dépôt de la déclaration budgétaire. Pour l'heure, nous nous attendrions à ce que l'estimation des emprunts de l'État soit révisée à la hausse, de près de 20 milliards de livres, dans le budget du printemps, surtout parce que l'augmentation des rendements obligataires a alourdi le fardeau des intérêts sur la dette de l'État.

LA POLITIQUE MONÉTAIRE

2017 sera probablement marqué par deux semestres contrastés pour la politique monétaire. Sur la foi des solides données économiques à la fin de 2016, il est improbable que le taux directeur soit une nouvelle fois réduit et que le programme d'assouplissement quantitatif soit augmenté sous peu. En fait, puisque l'inflation augmentera brusquement au premier semestre, il faudrait s'attendre à ce que le marché spéculer sur un virage fauconesque de la BoE.

Par contre, le deuxième semestre donnera probablement lieu à un ralentissement de la croissance du PIB, qui sera à peine supérieure à 0 % en glissement trimestriel, ce qui pourrait alors alimenter la spéculation sur un éventuel assouplissement de la BoE, ou même semer la discorde au sein du CPM, malgré la hausse de l'inflation.

En somme, bien que nous nous attendions à ce que la politique de la BoE ne bouge pas en 2017 et en 2018, on spéculera probablement sur son évolution, à la hausse ou à la baisse, dans l'année à venir.

Zone euro

- La croissance de la zone euro reprend de la vitesse et la demande externe, plus forte que prévu, pourrait causer une bonne surprise.
- L'inflation se rapprochera temporairement de 2,0 % sur un an au premier trimestre, alors que l'inflation de base devrait se relever progressivement.
- La BCE pourrait graduellement durcir sa politique.

ACCÉLÉRATION DE LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE...

Les derniers mois ont conforté notre scénario de reprise de la croissance pour le début de l'année.

Alors que la reprise de l'offre se fait toujours attendre en raison de la croissance anémique de la production manufacturière de la zone euro en octobre et novembre par rapport au troisième trimestre, la demande et les exportations de cette zone ont visiblement augmenté au dernier trimestre de 2016. En fait, les ventes au détail ont vivement rebondi en octobre, alors que la confiance des consommateurs a culminé à un sommet depuis presque deux ans en décembre. Dans le même temps, les exportations ont augmenté pour un troisième mois d'affilée en octobre. Sur la foi de ces données, le PIB réel de la zone euro au quatrième trimestre pourrait se relever de l'ordre de 0,5 % en glissement trimestriel, contre 0,3 % dans les deux trimestres précédents.

En outre, l'amélioration de la confiance des entreprises permet de tabler sur la vigueur soutenue de l'économie au début de l'année. En raison de son élasticité historique, le PIB réel de la zone euro au premier trimestre pourrait inscrire une croissance proche de 2,0 % sur un an, ce qui représente une augmentation de 0,5 %/0,7 % en glissement trimestriel, ce qui militerait probablement en faveur d'une éventuelle révision à la hausse de la projection de croissance de la BCE pour la zone euro cette année, qui devrait, selon les prévisions actuelles, s'élever à 1,7 %.

Au-delà de cette accélération cyclique à court terme, il est également utile de se pencher sur les autres facteurs qui sous-tendent la croissance de la zone euro. Par rapport à il y a trois mois, il n'y a guère eu de changement dans les mesures de relance proposées dans cette zone. En fait, bien que la récente chute de l'euro étaye plus solidement la compétitivité des entreprises, elle est effacée par l'impact négatif de la hausse des cours du pétrole sur le pouvoir d'achat et les dépenses de consommation des ménages. Dans le même temps, la reprise du PIB réel de la zone euro grâce à la politique budgétaire paraît être essentiellement la même que celle qui avait été retenue comme hypothèse il y a trois mois, soit environ 0,2 % du PIB, et l'augmentation des taux d'intérêt est jusqu'à maintenant restée limitée, de sorte que les conditions financières sont toujours aussi favorables. C'est pourquoi dans l'ensemble, nous restons d'avis que l'impact positif de la politique monétaire et de la politique budgétaire pourrait renchérir d'environ 0,5 point de pourcentage le PIB cette année. Puisque la Commission européenne estime à 1,1 % environ la croissance potentielle de la zone euro, un scénario de croissance compris entre 1,5 % et 1,7 % pour 2017 paraît valable.

Toutefois, la surprise à la hausse pourrait provenir de la demande externe plus forte que prévu. En fait, l'humeur des entreprises à l'échelle mondiale est restée étonnamment résiliente malgré la montée des incertitudes politiques dans la foulée du scrutin du Royaume-Uni pour sortir de l'Union européenne et de l'élection surprise de Donald Trump comme président américain en novembre 2016. L'indice manufacturier mondial PMI s'est rétabli à son plus haut en deux ans, ce qui laisse entendre que la croissance des exportations est plus forte qu'on l'avait prévu. À titre d'exemple, nous estimons que les exportations allemandes — indice repère qui permet d'évaluer dans quelle mesure la

RENSEIGNEMENTS

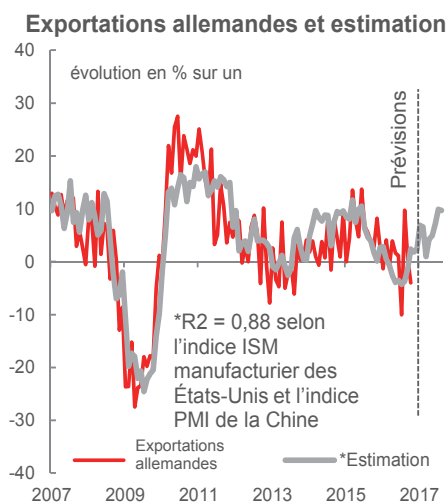
Frédéric Prêtet

33.1.703.77705 (Paris)

Stratégie des titres à revenu fixe

frederic.pretet@scotiabank.com

Graphique 1 : Exportations : reprise en vue



demande mondiale favorise les exportations de la zone euro — pourraient croître d'environ 10 % sur un an au deuxième semestre de 2017. L'humeur résiliente des entreprises pourrait apporter un nouveau répit alors que la zone euro est aussi destinée à subir d'importants chocs politiques potentiels en raison des élections générales en rafale prévues cette année dans les pays majeurs (Pays-Bas, France et Allemagne). La croissance de la demande mondiale pourrait encourager la BCE à réviser à la hausse son scénario de croissance à sa réunion de mars 2017.

... ET DE L'INFLATION

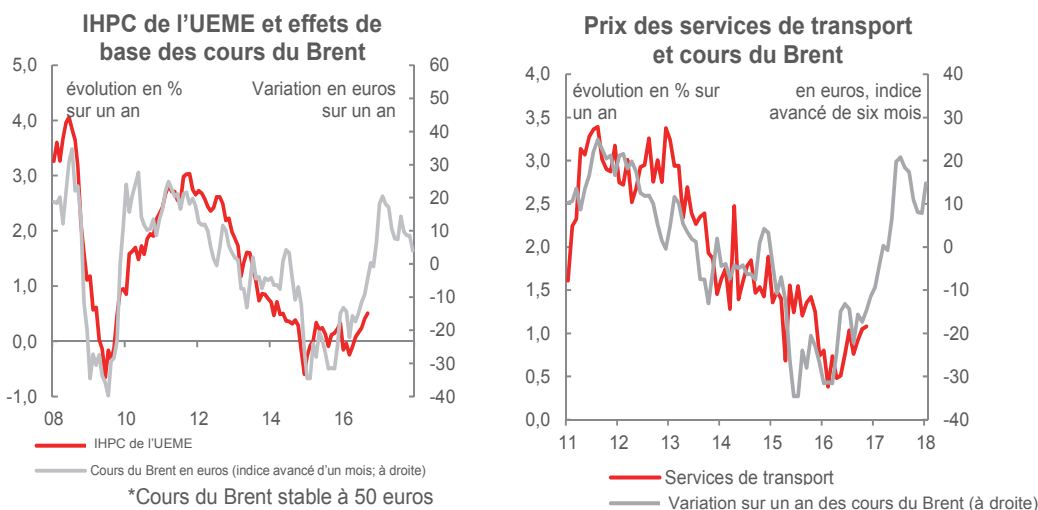
Grâce au relèvement des prix de l'énergie et des aliments, l'inflation de la zone euro a clôturé 2016 à 1,1 % sur un an, soit un sommet en trois ans. En raison des cours du Brent à environ 55 \$ le baril et de l'incidence négative de la météo plus froide que d'habitude sur les prix des aliments frais, nous nous attendons à ce que l'inflation de la zone euro culmine aux alentours de 1,7 % sur un an en février. À court terme, l'inflation globale restera très sensible aux sautes d'humeur des cours du pétrole puisque, selon notre estimation, toute variation de 10 \$ des cours du Brent aura, sur l'inflation de la zone euro, un impact de l'ordre de 0,4 %/0,5 % sur un horizon de 12 mois.

Au-delà de ces considérations, puisque l'impact des effets de base favorables des cours de l'énergie s'atténue progressivement, tout dépendrait essentiellement de la capacité de relancer l'inflation de base, qui est en fait restée enlisée à un creux de l'ordre de 0,8 %/1,0 % sur un an dans l'année écoulée. Or, deux facteurs pourraient étayer une certaine reprise dans les prochains trimestres :

- D'une part, nous avons lieu de croire que la léthargie s'explique en partie par l'impact décalé de la baisse des cours du pétrole sur les prix des services de transport et des biens non durables. L'élasticité antérieure entre ces deux composants et les cours du pétrole laisse entendre qu'en 2016, la baisse de ces cours a rogné environ 0,2 % sur l'inflation de base de la zone euro. Grâce au relèvement des cours du pétrole, les prix des services de transport et des biens non durables devraient désormais permettre de relever l'inflation de base d'environ 0,3 %/0,4 % en 2017. Les plus récentes données sur les prix des services de transport paraissent déjà réagir au redressement des cours du pétrole.
- D'autre part, l'inflation de base a été amoindrie par la croissance anémique des salaires. Mais puisque le marché du travail continue de s'améliorer, il se pourrait que l'emploi soutienne plus fortement les salaires et, par conséquent, l'inflation de base. Il y a en fait une année de décalage entre la baisse du chômage et les salaires. Un constat empirique laisse entendre qu'une baisse d'un point de pourcentage du taux de chômage de la zone euro au cours de l'année écoulée devrait permettre de faire progresser les salaires d'environ 0,5 % sur un an et l'inflation de base, de 0,2 %.

Dans l'ensemble, à l'heure actuelle, nous nous attendons à ce que l'inflation de base progresse d'environ 1,1 %–1,2 % sur un an au deuxième semestre de 2017 et se rapproche de 1,4 % sur un an au début de 2018. Or, nous admettons que cette prévision pourrait comporter des risques de baisse. En fait, puisque l'amélioration du marché du travail s'explique par la hausse du nombre de contrats d'emploi temporaire, il pourrait y avoir une diminution de l'élasticité entre la chute du chômage et la croissance des salaires. En outre, la léthargie sous-jacente continue du secteur bancaire pourrait également peser sur la croissance, comme on peut le constater d'après la corrélation entre la performance des cours des actions bancaires et la tendance de l'inflation de base. Cette étroite corrélation illustre l'importance du secteur bancaire en Europe pour l'efficacité de la transmission de la politique monétaire et, par conséquent, pour la capacité de la BCE à relancer l'inflation de l'économie de la zone euro grâce au crédit.

Graphique 2 : Inflation globale et prix des services de transport en fonction des cours du pétrole

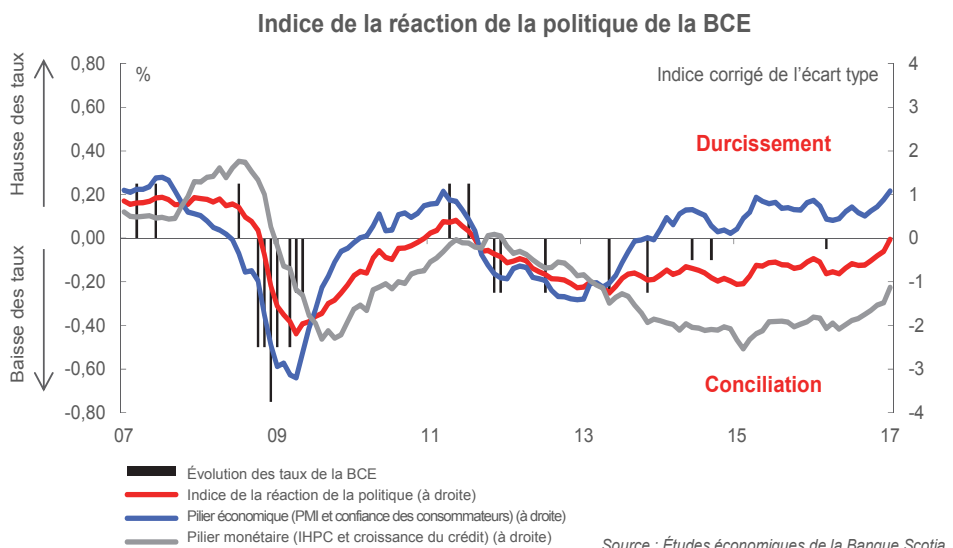


LA BCE POURRAIT-ELLE DURCIR SA POLITIQUE?

En décembre, la BCE a décidé de prolonger de neuf mois son programme d'assouplissement quantitatif, jusqu'à la fin de décembre 2017, en portant ses rachats mensuels d'actifs de 80 milliards d'euros à 60 milliards au début d'avril. Malgré la prorogation de ce programme, cette baisse des rachats mensuels d'actifs nous amène à croire que la BCE s'apprête graduellement à mettre fin à ses vigoureuses mesures de conciliation monétaire. Bien qu'elle se réserve l'option de renchérir son programme dans l'éventualité d'une conjoncture financière moins favorable, la BCE sera désormais plus réactive que proactive et son conseil d'administration sera probablement plus attentif aux prochaines données macroéconomiques. En raison de la dynamique actuelle de l'économie de la zone euro, des débats laissent entendre que le discours du conseil d'administration de la BCE pourrait graduellement se faire moins conciliant.

Nous avons mis à jour notre indice de la réaction de la politique de la BCE qui, auparavant, constituait généralement un indice fiable pour suivre l'évolution de la politique monétaire. Notre indice repose sur deux facteurs : la conjoncture monétaire et l'activité économique. Le pilier monétaire suit la déviation de l'inflation globale vers la cible d'inflation de 2,0 % de la BCE ainsi que la croissance du crédit. Le pilier économique se fonde sur la déviation de l'indice PMI du secteur manufacturier et de l'indice de confiance des consommateurs. On évalue ces deux piliers par rapport à leurs moyennes à long terme et on les analyse de front pour savoir si la conjoncture justifie, de la part de la banque centrale, une intervention plus « dure » ou plus « conciliante ». Sur la foi des récentes données, le graphique 3 indique que le pilier économique est déjà largement supérieur à sa moyenne à long terme, alors que le pilier monétaire s'améliore, mais reste nettement inférieur à sa moyenne à long terme. Dans l'ensemble, en moyenne, notre indice de la réaction de la politique de la BCE se réaligne aujourd'hui sur sa moyenne à long terme, ce qui laisse entendre que la BCE fait probablement preuve d'attentisme. Or, compte tenu de l'amélioration prévue des prochaines données sur l'inflation, le signal envoyé par le pilier monétaire devrait continuer de s'améliorer, ce qui portera progressivement notre indice de la réaction de la politique de la BCE au-delà de sa moyenne à long terme, en prévision d'un durcissement. C'est pourquoi nous pourrions constater que le discours de la BCE pourrait graduellement s'adapter à cette dynamique et ainsi devenir de moins en moins conciliant.

Graphique 3 : Indice de la réaction de la politique de la BCE, qui pourrait se durcir



L'Amérique latine : destination des investisseurs

DE PLUS EN PLUS DANS LA RÉGION, LES COURS SONT REVALORISÉS EN FONCTION DU RISQUE ET LES PORTEFEUILLES SONT RÉÉQUILIBRÉS

- La croissance et les différentiels de taux d'intérêt se répercuteront sur les flux de capitaux destinés à l'Amérique latine.
- Le risque de crédit se différencie de plus en plus et l'activité s'intensifie sur la notation de la dette souveraine.
- Le marché est focalisé sur les économies systématiquement pertinentes, soit la Chine et le Mexique.
- Les variations des taux de change s'aligneront sur les fondamentaux macroéconomiques en 2017.

La région de l'Amérique latine, qui poursuit sa vaste transformation structurelle, pourrait attirer, en 2017, des flux constants d'investissements étrangers, directs et dans le cadre de portefeuilles. Or, le processus graduel prévu de normalisation de la politique monétaire aux États-Unis, que doit mener la Réserve fédérale (la Fed), a déjà ouvert le portail d'une différenciation rigoureuse parmi les catégories d'actifs et les titres de crédit souverain. À notre avis, les pays systématiquement pertinents de la région sont bien préparés (grâce à un endettement systémique maîtrisable, à des secteurs bancaires bien capitalisés, à un accès adéquat au crédit international et à de solides positions en réserves de changes) pour résister à toutes les convulsions de la politique de la Fed cette année. Il n'empêche que les agences internationales de notation ont lancé une mise en garde sur l'érosion des baromètres budgétaires et des indicateurs d'endettement dans les cas sélectionnés; en fait, les agences de notation, attentives au marché, maintiennent toujours un point de vue « négatif » sur les notes de crédit souverain du Brésil, du Mexique et de la Colombie, alors que le Pérou et l'Argentine profitent d'une perspective « stable ».

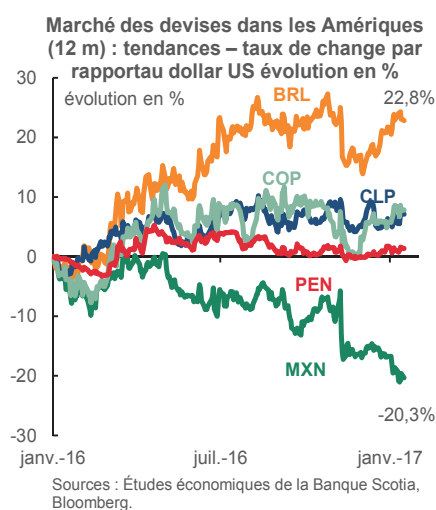
La dynamique de la croissance dans le paysage économique de l'Amérique latine est appelée à s'améliorer cette année. Depuis les six derniers mois, les tendances de l'évolution des marchés financiers laissent entrevoir une amélioration des perspectives pour la plupart des pays de la région. Il est utile de signaler que le Brésil, première économie de la région et huitième dans le monde, s'est inscrit en tête des palmarès du rendement des marchés financiers en 2016. En fait, le réal brésilien (BRL) s'est apprécié de 30 % dans les 12 derniers mois seulement, alors que l'indice repère Bovespa (Ibovespa) du marché boursier a dégagé un rendement de 70 % en dollars US dans la même période. (Il faut noter que la capitalisation du marché boursier au Brésil, qui est la plus importante de la région, représente le double de celle du Mexique; c'est pourquoi elle sert de baromètre de l'humeur des marchés boursiers pour les investisseurs qui se consacrent aux marchés émergents.) Bien que nous ne nous attendions pas à un taux comparable de rendement des marchés en 2017, les perspectives de croissance laissent entrevoir une légère amélioration et la probabilité de rajustements harmonieux des devises dans la plupart des cas. De même, la dynamique de la croissance d'autres pays sud-américains (Argentine, Pérou et Chili), qui prendra de la vitesse, est un facteur extrêmement pertinent pour les investisseurs boursiers à long terme (et non seulement pour ceux qui misent sur des portefeuilles).

Dictée par l'évolution de la politique de la Fed, la normalisation de la politique monétaire de certaines puissances économiques aura vraisemblablement une forte incidence dans les pays majeurs qui, comme le Mexique, sont plus structurellement arrimés sur les cycles économiques et monétaires des États-Unis. À notre avis, les vents contraires correctifs qui soufflent sur la monnaie mexicaine (le peso s'est déprécié de 18 % par rapport au dollar US

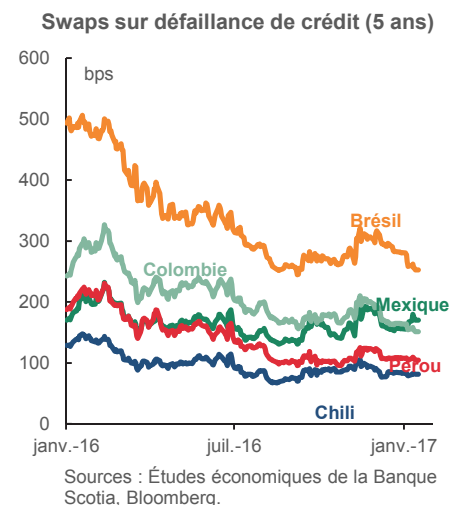
RENSEIGNEMENTS

Pablo Bréard, VP et chef, Études économiques internationales
 416.862.3876
 Études économiques de la Banque Scotia
pablo.breard@scotiabank.com

Graphique 1



Graphique 2



dans les 12 derniers mois) et sur les marchés des valeurs mobilières sont plus étroitement associés à l'évolution de la conjoncture du cycle du crédit nord-américain qu'aux hypothèses jusqu'à maintenant spéculatives sur les changements qui interviendront dans la politique commerciale régionale. Il est utile de signaler que l'exode des capitaux rapatriés du Mexique aux États-Unis s'inscrit dans une évolution naturelle de conditions plus normalisées dans le paysage monétaire nord-américain, ce qu'illustrent les mouvements de la courbe des rendements des bons du Trésor américains. Il n'empêche que le Mexique pourrait toujours être soumis à des périodes de surréaction et/ou de surciblage des investisseurs dans les premiers mois de l'année, jusqu'à ce que se dissipent les incertitudes qui planent sur la politique au Mexique et aux États-Unis. Les avoirs étrangers en actions et en titres de dette mexicains (et chinois) continueront de fléchir cette année.

La Chine est déjà et continuera d'être un facteur majeur dans le vacillement des flux de capitaux dans les économies émergentes. L'effet négatif combiné de la décélération des perspectives de croissance et de l'exode considérable de capitaux (les réserves de la banque centrale ont baissé de près de 1 000 milliards de dollars US entre juillet 2014 et décembre 2016) constitue également un autre élément de complexité et d'incertitude pour les investisseurs et les analystes qui se consacrent aux marchés émergents. Systématiquement, il s'agit d'un fait particulièrement pertinent puisque la Chine émerge comme acteur majeur sur les marchés du crédit souverain et des sociétés, en plus de détenir une position dominante sur les marchés boursiers. (La Chine, qui l'emporte sur le Japon et se classe au premier rang des pays pour la capitalisation boursière en Asie, est le plus grand émetteur d'obligations de sociétés dans la catégorie des actifs des marchés émergents.) Moody's et Standard and Poor's ont toutes deux mis en examen, pour les dégrader éventuellement, les notes de crédit souverain de la Chine (Aa3 et AA- respectivement). L'endettement excessif dans l'espace des obligations de sociétés et les excès perçus dans le crédit consenti dans le secteur de l'immobilier sont, avec la baisse substantielle des réserves de devises, des problèmes majeurs au cœur de la circonspection dont font preuve les investisseurs.

Brésil

ANNÉE DE REPRISE ÉCONOMIQUE SUR FOND DE RAJUSTEMENT RIGOUREUX

- L'urgence budgétaire est la grande priorité macroéconomique de 2017.
- La stabilisation accélérée des prix ouvre la voie à un vigoureux assouplissement monétaire.
- La reprise économique et l'amélioration de la conjoncture des échanges commerciaux stabilisent la monnaie.
- Les marchés financiers n'offriront pas un rendement aussi exceptionnel cette année.

L'économie brésilienne reste strictement en mode de rajustement budgétaire. L'austérité budgétaire est essentielle pour réassainir les finances publiques. Les données les plus récentes révèlent que le déficit consolidé du secteur public a clôturé l'année à près de 9 % du PIB et qu'il a été alourdi par un recul primaire (exception faite de la charge de la dette) de 2,5 % du PIB (cf. le graphique sur les tendances budgétaires). L'administration du président Michel Temer continue d'affirmer qu'elle entend apporter des changements au cadre fiscal et aux lois sur les régimes de retraite afin de réduire graduellement les rigidités structurelles des marchés du travail et de rétablir par le fait même la confiance des entreprises. Le gouvernement sait parfaitement qu'il doit accélérer l'austérité budgétaire dans un environnement caractérisé par la montée des coûts du financement international. Un ambitieux plan de mise en valeur des infrastructures pourrait attirer, dans les deux prochaines années, d'importants apports étrangers directs au capital-actions des entreprises.

La banque centrale a réussi à inverser les attentes inflationnistes plus rapidement que prévu à l'origine, ce qui ouvre la voie à une phase de normalisation de la politique monétaire portée par la croissance (contrairement à l'orientation qu'adoptera la Fed). L'inflation des prix à la consommation sur 12 mois, proche de 6,5 % (sur un an) à la fin de 2016, alimente les attentes voulant que le Comité de la politique monétaire du Brésil (le COPOM) accélère le processus de réduction du taux directeur en 2017. En fait, le rapport trimestriel sur l'inflation, publié en décembre 2016, laisse entrevoir cette année des réductions continues du taux directeur SELIC de la banque centrale. Il est utile de signaler que la baisse des pressions exercées par la demande, en raison de la léthargie chronique de l'activité économique conjuguée à la hausse des taux de chômage, contribuera probablement au processus de désinflation en cours et à la baisse des taux d'intérêt.

Le Brésil reste soumis à un profond rajustement macroéconomique qui décale une reprise rapide de l'activité économique. En raison de la profonde récession industrielle, de la flambée du chômage (près de 12 %), de la forte contraction des dépenses publiques et de la profonde crise de confiance, on estime que le PIB réel a baissé de 3,5 % sur un an en 2016. À elle seule, la production industrielle s'est contractée de 7 % sur un an l'an dernier. Il n'empêche que les indicateurs de confiance des entreprises laissent poindre des signes timides d'amélioration et que le rajustement externe se déroule avec succès, conformément aux cibles du gouvernement. En fait, la brutale compression des importations en raison de la profonde récession et la légère reprise des exportations ont eu pour effet de réduire constamment le déficit du compte courant, qui a clôturé 2016 à 1,1 % du PIB, au lieu de 3,5 % en 2015. L'excédent commercial international de 50 milliards de dollars US est révélateur du profond rajustement mené dans le secteur du commerce extérieur du Brésil.

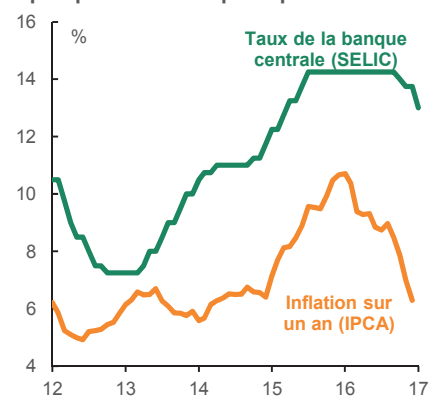
Dans les 12 derniers mois, le Brésil a offert aux investisseurs dans les portefeuilles mondiaux, de plantureux rendements totaux qui ne se répéteront pas en 2017. Après s'être

RENSEIGNEMENTS

Pablo Bréard, VP et chef, Études économiques internationales
 416.862.3876
 Études économiques de la Banque Scotia
pablo.breard@scotiabank.com

Graphique 1

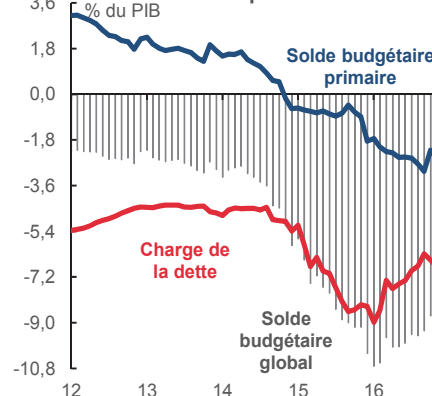
Brésil – Tendances de l'inflation et perspectives de la politique monétaire



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 2

Brésil – Solde budgétaire du secteur public



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

fortement dévalorisé, le réal brésilien (BRL) s'est revalorisé dans une certaine mesure durant la phase de surciblage, en s'appréciant de 25 % sur le dollar US (USD) dans les 12 derniers mois. La puissante combinaison de taux d'intérêt nationaux élevés et de la revalorisation de la monnaie locale a aussi permis d'orienter les flux de capitaux vers les marchés des titres brésiliens à rendement élevé (soit à la fois les actions et les titres de dette). En fait, la prime d'assurance défaut comprise dans les contrats de swaps sur défaillance de crédit (CDS) a fléchi pour passer de 500 points de base au début de janvier 2016 à 250 points de base en décembre. Le rééquilibrage des portefeuilles dans les marchés émergents (pour les capitaux placés au Mexique et qui ont pris le chemin du Brésil) a également contribué à la tenue relative exceptionnelle des titres de dette brésiliens en 2016. Les marchés boursiers ont également offert un rendement exceptionnel, puisque l'Ibovespa a progressé de près de 70 % sur les 12 mois écoulés. Malgré le discours positif des marchés financiers imbriqué dans les actifs financiers du pays, toutes les agences de notation du crédit ont dégradé les notes des titres de dette souveraine du Brésil en 2016 et toutes maintiennent une perspective « négative » dans toutes leurs notes. À notre avis, le Brésil s'adaptera en douceur aux changements qui interviendront dans les politiques commerciales, monétaires et étrangères des États-Unis, et les agences de notation redeviendront graduellement plus optimistes (de concert avec les forces du marché) à propos de la solvabilité du Brésil.

Colombie

SUR LA VOIE DE LA DÉSINFLATION GRÂCE À DES RAJUSTEMENTS BUDGÉTAIRES ET EXTERNES

- Le redressement des cours de l'énergie permet de stabiliser la monnaie et de maîtriser l'inflation.
- La réforme budgétaire approfondit la transformation structurelle; les agences de notation réagissent.
- L'économie reprend au ralenti sur fond de réforme fiscale et de revirements de la politique monétaire américaine.
- La conjoncture sociopolitique se complique dans la foulée des accords de pacification.

L'économie colombienne reste influencée par la conjoncture mondiale qui façonne le secteur de l'énergie, d'autant plus que les cours du pétrole continuent de se répercuter essentiellement sur l'humeur des marchés de changes locaux. Le redressement graduel, mais toujours hésitant, des cours du brut (en hausse de 100 % sur 12 mois) est un facteur majeur de la stabilisation du taux de change et de la maîtrise de l'inflation depuis quelques mois (comme on peut le constater dans le graphique de droite). Le récent accord des grands pays producteurs de pétrole sur la limitation de l'offre, conjugué à l'amélioration des attentes pour ce qui est de la demande mondiale, est une bénédiction pour le peso colombien (COP), qui est lié à l'énergie et dont les échanges se sont stabilisés dans une fourchette bien définie au cours des six derniers mois. De plus, la décélération de l'activité économique dans le contexte de la stabilité du taux de change est un autre facteur du processus de désinflation. En fait, l'inflation des prix à la consommation suit une tendance à la baisse depuis quatre mois d'affilée : après avoir culminé à 9 % sur un an en juillet 2016, l'inflation globale convergera probablement à 4,5 % d'ici la fin de 2017. (Cf. le graphique sur les tendances régionales de l'inflation.) La perspective de l'amélioration des attentes inflationnistes a amené la banque centrale à intervenir et à amorcer le processus de normalisation de sa politique monétaire, en réduisant son taux de référence de 25 points de base à 7,5 % en décembre 2016. Désormais, nous nous alignons sur le consensus des analystes et nous nous attendons à de nouvelles baisses des taux, totalisant 125 points de base, en 2017.

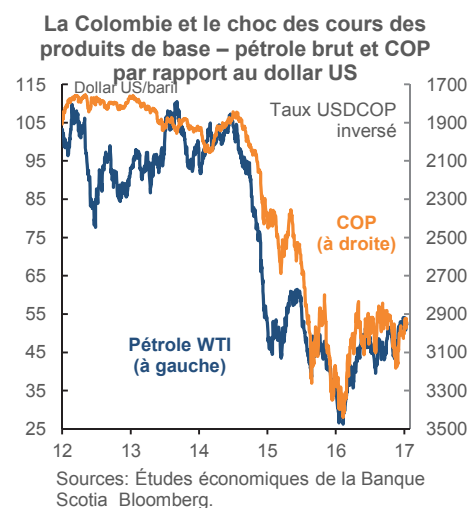
L'administration du président Juan Manuel Santos préconise d'engager des réformes structurelles pour diversifier les structures économiques afin de les affranchir de leur dépendance budgétaire vis-à-vis du secteur de l'énergie. En décembre 2016, le Congrès a approuvé la réforme budgétaire structurelle, ce qui constitue un énorme progrès dans la reconquête de la confiance des entreprises en 2017 et un fait majeur à analyser par les agences internationales de notation. La majoration de la TVA, passée de 16 % à 19 %, et l'application d'un taux d'imposition des revenus uniforme de 32 % sont les principaux volets de la loi approuvée. Toutes les agences de notation du crédit ont placé les notes de la Colombie en « perspective négative » en prévision du projet de loi sur la réforme fiscale. La mise en œuvre du rajustement budgétaire sera donc d'une importance primordiale pour éviter une dégradation de la note de crédit du pays puisque le déficit consolidé du secteur public frôle les 4 % du PIB. La réduction de l'informalité du marché du travail (estimée par le gouvernement à 50 % de la population active) revêt aussi une importance cruciale pour relever les recettes budgétaires dans les prochaines années. À cet égard, la réforme vise à lutter de manière plus décisive contre l'évasion fiscale.

L'économie colombienne a clôturé l'année 2016 sur une triste note. En raison de l'activité toujours fragile de l'investissement et de la consommation, la croissance du PIB réel s'est décélérée à moins de 2 % en 2016 et la reprise ne sera que timide dans la prochaine

RENSEIGNEMENTS

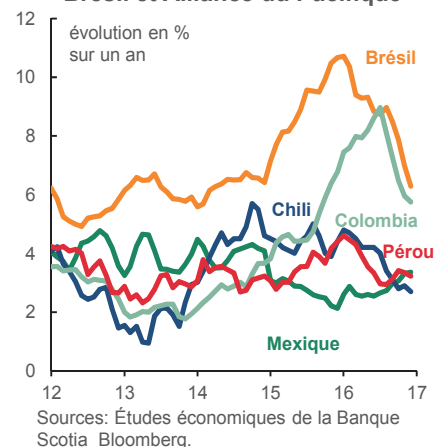
Pablo Bréard, VP et chef, Études économiques internationales
 416.862.3876
 Études économiques de la Banque Scotia
pablo.breard@scotiabank.com

Graphique 1



Graphique 2

Inflation des prix à la consommation – Brésil et Alliance du Pacifique



année. Bien qu'il soit vrai que le redressement des cours du pétrole ait pu permettre d'ancrer les attentes inflationnistes, la confiance des entreprises et des consommateurs doit toujours réagir positivement aux vastes changements budgétaires annoncés. Le programme des dépenses d'infrastructure de l'État (en particulier dans le segment du transport routier) permettra d'attirer les investissements étrangers dans les secteurs distincts de l'énergie. La normalisation de la politique monétaire aux États-Unis et la hausse correspondante des taux d'intérêt à long terme, ainsi que l'appréciation du dollar américain représenteront elles aussi des facteurs externes pertinents qui influenceront sur la confiance des entreprises dans les prochains mois. En revanche, la contraction continue de l'activité importatrice a contribué à réduire graduellement le déficit du compte courant, estimé à 4,8 % du PIB à l'heure actuelle, contre 6,7 % en 2015; il s'agit d'une bonne nouvelle, qui se répercute sur la dynamique de stabilisation du taux de change.

Le Congrès a donné, à l'administration du président Santos, l'approbation des accords de pacification qui ont été signés avec le groupe insurgé des FARC et dont la première version a été rejetée par la population au début d'octobre 2016; l'approbation récente du Congrès est une bonne nouvelle pour l'économie colombienne, en particulier parce qu'elle accélère le développement du secteur agroalimentaire dans les zones géographiques contrôlées par les FARC et leurs alliés. En outre, l'adoption récente de la réforme fiscale met en lumière la capacité de l'administration actuelle de faire avancer le processus de modernisation et de formalisation de l'économie colombienne.

Pérou

CE SONT LES CINQ PROCHAINES ANNÉES, ET NON SEULEMENT 2017, QU'IL FAUDRA JUGER

2017 a mal commencé pour la croissance économique du Pérou. Le quatrième trimestre de 2016 n'a pas été fructueux : la croissance du PIB s'inscrit probablement aux alentours de 2,8 % sur un an pour le trimestre, contre 4,2 % pour les trois premiers trimestres de 2016. Or, c'est sur l'évolution des cinq prochaines années, et non des cinq prochains mois, qu'il faudrait juger l'administration Kuczynski. Nous avons le sentiment que l'administration Kuczynski (PPK), portée au pouvoir depuis presque un semestre travaille d'arrache-pied pour préparer le terrain d'une vigoureuse croissance à moyen terme et pour moderniser à long terme l'économie et les institutions du Pérou. Le sentiment qu'il faut d'urgence relancer la croissance de la demande intérieure est par contre moins palpable. C'est pourquoi la reprise d'une solide croissance de la demande intérieure pourrait attendre la fin de 2017, voire 2018.

En somme, pour l'économie péruvienne, 2017 s'amorce mal : demande intérieure léthargique, anémie des investissements du secteur public et croissance négative dans la construction. Encore faut-il savoir pendant combien de temps cette conjoncture perdurera en 2017.

Les récentes données mensuelles du PIB, dont la croissance sur un an ressort à 2,1 % pour octobre et à 3,6 % en novembre, sont éloquentes dans leurs détails. Le ralentissement de la croissance de la production minière a en quelque sorte contribué à ce taux de croissance inférieur à la normale, puisque la plupart des grands chantiers cuprifères ont été mis en service il y a un an ou plus. La contribution du secteur minier est appelée à continuer de régresser. Or, la chute brutale de 15 % sur un an des dépenses du gouvernement central en octobre a joué un rôle beaucoup plus important. Cette chute a été suivie d'une baisse de 9,5 % en novembre, alors que le gouvernement voulait ramener le déficit budgétaire à moins de 3 %, ce qu'il est parvenu à faire, puisque ce déficit a clôturé l'année à 2,7 %. Pour le quatrième trimestre, la politique budgétaire met en lumière une administration qui préfère, contre toute attente, la rigueur budgétaire à la croissance. Dans le même temps, les mesures adoptées par l'État pour assouplir le processus d'approbation des projets d'investissement des administrations régionales et locales ont conduit la plupart d'entre elles à repousser leurs plans d'investissement jusqu'à ce que les nouvelles procédures soient instituées en bonne et due forme.

Les investissements du secteur privé continuent de fléchir et ne semblent guère vouloir être sur le point de s'infléchir. Bien que les milieux d'affaires continuent d'épouser l'idée qu'il s'agit du gouvernement le plus favorable à l'investissement de mémoire récente, la surcapacité des industries répondant à la demande intérieure continue de faire obstacle à des plans d'investissements plus ambitieux.

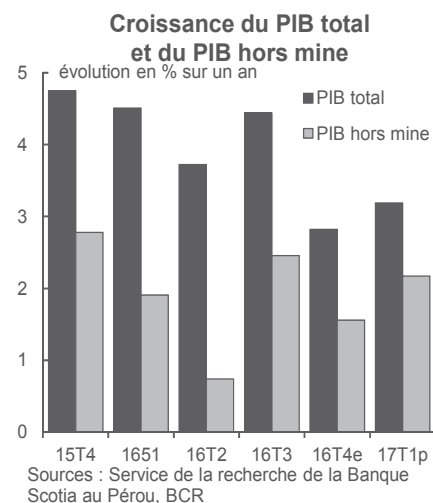
La Banque centrale a semble-t-il décidé de donner de l'élan à la croissance économique. Dans une intervention surprise, elle a abaissé les réserves obligatoires pour les dépôts en PEN (de 6,5 % à 6,0 %) et en dollars US (de 70 % à 48 %, ce qui est énorme). Cette intervention ne préfigure pas nécessairement une éventuelle baisse du taux d'intérêt de référence, puisque l'inflation, qui a clôturé 2016 à 3,2 %, sort à peine de la fourchette cible de la Banque centrale, qui soutient depuis longtemps que le taux d'intérêt de référence lui sert d'instrument pour maîtriser l'inflation, alors que les réserves obligatoires lui permettent de stimuler la croissance.

Malgré un lent début d'année, certaines raisons permettent de croire que l'économie sous-jacente (en excluant le secteur minier) se ressaisira à la longue. D'une part, les dépenses

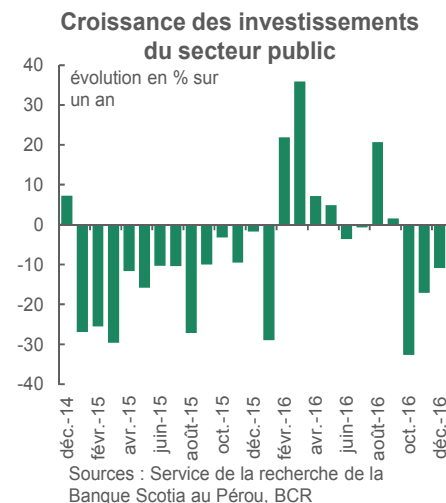
RENSEIGNEMENTS

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

Graphique 1



Graphique 2



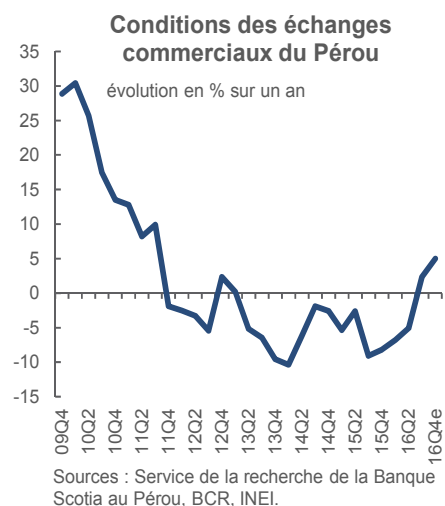
d'investissement de l'État se normaliseront en 2017. On pourrait croire que cet objectif sera miné par la léthargie de la croissance des recettes budgétaires à un moment donné, et il faudra alors se demander si le gouvernement permettra que le déficit budgétaire augmente ou s'il comprimera à nouveau, plus tard dans l'année, les dépenses pour veiller à respecter le déficit budgétaire visé. D'autre part, le gouvernement a accompli des progrès pour affranchir de la bureaucratie un certain nombre de chantiers d'infrastructure à mener dans le cadre de PPP et qu'il avait mis en veilleuse. Les dépenses consacrées à des projets d'infrastructure devraient augmenter en 2017, et encore plus en 2018. En outre, les conditions des échanges commerciaux et les exportations devraient continuer de s'améliorer en 2017, tant que les cours actuels des métaux tiendront bon. En définitive, le lien historique entre les conditions des échanges commerciaux et la croissance devrait ressortir en 2017. Enfin, les investisseurs ont toujours des attentes aussi élevées, qui se traduisent généralement par un relèvement de l'investissement privé, malgré un décalage temporel.

En faisant le bilan des bonnes et des mauvaises nouvelles, nous abaissons légèrement, de 4,0 % à 3,8 %, nos prévisions de croissance, en tenant compte d'un premier trimestre plus léthargique que prévu et de l'incertitude qui règne sur la chronologie du rebond de l'investissement privé. Il faut toutefois noter que nos nouveaux chiffres continuent de rendre compte d'une amélioration de la croissance du PIB hors secteur minier, qui passe de 1,6 % en 2016 à 3,0 % en 2017.

Les marchés péruviens se sont révélés plutôt résilients aux risques externes. Le résultat de la présidentielle américaine et le relèvement du taux de la Fed n'ont pas produit de choc négatif retentissant sur le taux de change du PEN (qui est resté stable ou s'est apprécié depuis ces deux événements), ni non plus sur les rendements obligataires mondiaux du Pérou. Il s'agit d'une bonne nouvelle pour ce pays, compte tenu de l'effet de la volatilité du taux de change sur la demande intérieure. Le taux de change de la monnaie péruvienne, en clôturant 2016 à 3,35, s'est apprécié de 1,7 % sur l'ensemble de l'année, ce qui cadre avec nos attentes, mais a pris de cours le marché en général, qui s'attendait à une dépréciation.

La balance commerciale nettement positive depuis le milieu de 2016, grâce à l'amélioration des conditions des échanges commerciaux et au relèvement de la production du cuivre, compte parmi les fondamentaux de l'appréciation du PEN. Même s'il fallait s'y attendre, l'ampleur de cette amélioration a été plus forte que prévu. Pour 2017, nous nous attendons à un excédent de 1,4 milliard de dollars US, ce qui permettra de rapprocher de sa norme historique, soit -3,0 % du PIB, le déficit du compte courant, qui a culminé à -4,4 % du PIB en 2015.

Les fondamentaux du PEN laissent entrevoir une nouvelle appréciation en 2017, en supposant que le dollar US restera stable. Or, le billet vert ne sera probablement pas stable, et les fondamentaux, bien orientés, continueront de rivaliser avec la vigueur mondiale du dollar sur le marché de changes du PEN. Il est difficile de savoir quelle monnaie l'emportera sur l'autre, et par conséquent, nous supposons que le taux de change restera stable à 3,35. Le risque penche en faveur d'une appréciation.

Graphique 3


Chili

LE RISQUE DE CROISSANCE DE L'ACTIVITÉ RÉTROGRADÉ EN TERRITOIRE NÉGATIF POUR 2017

À la fin de l'année, nous avons dû réduire nos prévisions de croissance de l'économie chilienne en 2016, à un taux annuel proche de 1,5 %. Durant la plus grande partie de l'année, l'activité économique, portée par le secteur des services, a été ralentie par les mines et l'industrie manufacturière. Pour 2017, les prévisions continuent de tourner autour de 2 %. Bien que le profil des secteurs soit appelé à rester essentiellement le même, nous nous attendons à ce que la dichotomie soit moins extrême. La reprise pourrait s'accélérer au deuxième semestre de 2017 pour des raisons statistiques et économiques à la fois. Or, en tenant compte d'une tendance à long terme de 3 %, la croissance restera plutôt discrète, sans donner de signe d'atteindre ce niveau avant 2019, à moins d'une évolution spectaculaire des conditions des échanges commerciaux et de la confiance des ménages et des entreprises. Les risques de ces prévisions, passés du neutre au positif en octobre, sont désormais négatifs. En deçà des frontières chiliennes, la présidentielle et les élections parlementaires constituent pour les investisseurs de bonnes raisons de rester prudents, même si la croissance pire que prévu au dernier trimestre de 2016 n'est pas favorable à l'humeur des investisseurs et que l'analyse révèle que la tendance a faibli. Bien qu'elle ne soit pas nécessairement négative pour le Chili, la présidentielle américaine comporte un nouveau risque pour le commerce mondial. Les données publiées par la Chine sont restées favorables, mais les perspectives laissent poindre un plus grand risque. Enfin, la notation du risque du Chili pourrait entrer en territoire essentiellement négatif.

DEMANDE RAMPANTE

Le taux de chômage est resté relativement faible dans le cycle courant, surtout en raison de l'augmentation spectaculaire et chronique du travail autonome. Ce phénomène n'est pas appelé à durer éternellement. Par conséquent, le taux de chômage moyen serait de l'ordre de 6,5 % en 2016, mais nous nous attendons à ce qu'il passe à 7,1 % en 2017. L'indexation des salaires nominaux se modère. Puisque cette partie de la masse salariale est indexée sur l'inflation passée, la léthargie devrait régner sur les prochains trimestres. En raison de cette conjoncture du travail, la consommation des particuliers est appelée à rester plutôt limitée dans les prochains trimestres, comme elle l'a été dans les trois dernières années. Pour ce qui est des perspectives d'investissement, nous nous attendons à un certain virage positif en 2017, après la période de contraction la plus longue depuis des dizaines d'années. Cette reprise timide se matérialisera probablement essentiellement par un moindre impact négatif de l'investissement dans le secteur minier, plutôt que par un vigoureux rebond dans d'autres secteurs. Il va de soi qu'une nette amélioration des conditions de confiance actuellement négatives pourrait donner lieu à une reprise de l'investissement dans la nouvelle année, et le restockage pourrait en être le premier signe. Or, le contraire représente également un risque. En outre, le soutien apporté par la politique budgétaire continuera d'être limité, puisque la faible croissance de l'économie a réduit la perception des impôts, ce que la réforme fiscale a à peine compensé, et que les signes avant-coureurs de ce problème pourraient empirer si le rythme de la croissance ne s'améliore pas.

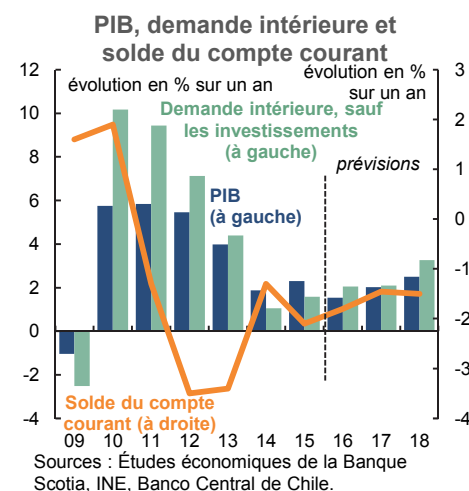
INFLATION SUR LA CIBLE ET MISE AU POINT DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

L'inflation a continué de reculer, pour s'établir à 2,7 % en 2016, soit trois dixièmes de moins que le cœur de la cible. La plus grande partie de l'inflation au-delà de la fourchette de référence (4 %) en 2014 et 2015 a été musclée par la flambée du taux de change (qui a augmenté de plus de 50 % d'avril 2013 à décembre 2015). Puisque ce processus de rajustement semble avoir pris fin, l'économie reste essentiellement anémique, le taux de change a baissé de près de 6 % en 2016, et on ne prévoit aucun changement majeur de

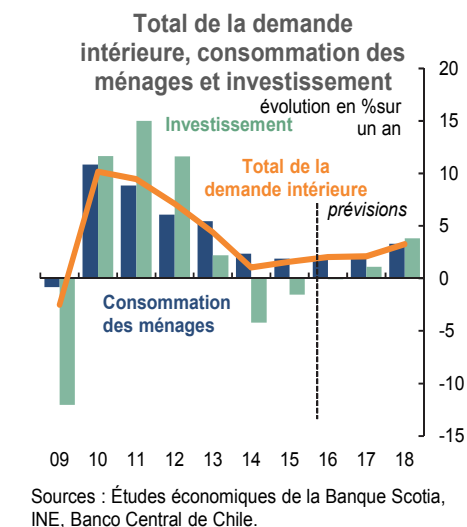
RENSEIGNEMENTS

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

Graphique 1



Graphique 2



tendance pour la nouvelle année, alors que le taux d'inflation pourrait baisser à 2,6 %. Cette nouvelle conjoncture apporte une certaine marge de manœuvre dans l'application d'une politique monétaire plus généreuse, qui devrait équivaloir à trois baisses de 25 points de base chacune au premier trimestre de la nouvelle année, ce qui maintiendra le taux à 2,75 % pour la plus grande partie de 2017. À partir du deuxième trimestre, les prévisions de l'évolution mensuelle de la politique monétaire devraient devenir plus volatiles en raison de facteurs propres à la conjoncture étrangère et intérieure. L'objectif de la politique monétaire, qui consiste à maintenir l'inflation à un taux proche de 3 % la plupart du temps, a été atteint. De concert, le tronçon court de la courbe des rendements devrait fléchir au premier trimestre. Par contre, les taux les plus longs pourraient profiter de la léthargie de l'économie nationale; or, la volatilité provoquée par les rendements à long terme aux États-Unis et par le taux de change continuera de les faire fluctuer dans une fourchette plus large pendant la plus grande partie de l'année.

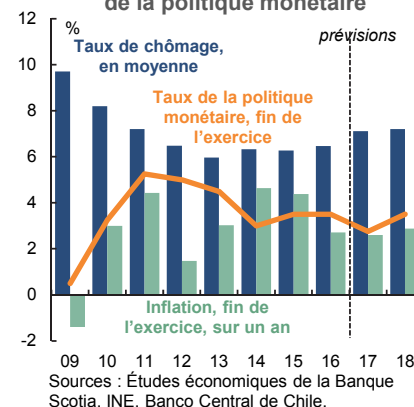
TAUX DE CHANGE VOLATIL, MAIS CIRCONSCRIT

Les prévisions du taux de change (CLP/USD) n'ont guère changé depuis octobre 2016. Dans l'industrie du cuivre, la progression de ce taux a permis au CLP de s'apprécier; or, l'augmentation de la valeur du dollar US sur les marchés internationaux a compensé cette appréciation. Cette corrélation négative entre ces deux facteurs décisifs n'est pas coutumière et a pris de court certains analystes, même si elle cadre assez bien avec les nouvelles attentes à l'égard de la conjoncture mondiale. La faible aversion au risque dont témoignent les indicateurs des marchés est plus étonnante. C'est pourquoi le comportement le plus probable s'inscrit toujours dans une fourchette d'échanges compris entre 640 et 700. Bien que l'écart puisse paraître énorme, dans cette fourchette, le taux de change devrait suffire à préserver la compétitivité des exportations et à éviter les tensions inflationnistes. En tenant compte d'un cours moyen du cuivre de 241 (¢US/lb) pour la nouvelle année et de 251 pour l'année suivante, le déficit du compte courant se maintient à un niveau raisonnable de 1,5 % pour ces deux années. Il va de soi qu'une forte accélération des attentes pourrait creuser le déficit, qui ne devrait toutefois pas être supérieur à 3 %.

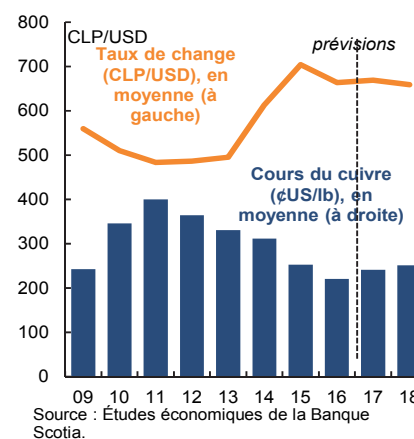
LA SCÈNE POLITIQUE POURRAIT JOUER UN RÔLE DÉCISIF... OU NE JOUER AUCUN RÔLE DU TOUT!

En raison de l'érosion du prestige politique, sur fond d'élections et de détérioration de la confiance (des investisseurs comme des clients), et de la léthargie de la croissance économique, il paraît plus difficile de réaliser, dans la nouvelle année, de nouvelles et vastes réformes, par exemple celle du régime des rentes. En outre, le soutien politique du gouvernement reste limité, surtout par rapport à sa propre coalition au Congrès. Comme nous l'avons vu, le résultat des élections municipales qui ont eu lieu en octobre, bien qu'on puisse d'emblée le voir d'un bon œil, n'a guère eu d'impact significatif sur la confiance. L'abstention a été relativement élevée, et les perspectives pour la présidentielle et les élections au Congrès, prévues pour le 19 novembre prochain (le scrutin aurait lieu le 17 décembre, fort probablement, quel que soit le scénario), ne sont guère plus précises qu'elles l'étaient auparavant. Une volteface politique favorable à des avis plus conviviaux pour les marchés pourrait avoir un impact positif sur la confiance des entreprises et des consommateurs; or, si cela ne se produit pas dans le premier semestre de 2017, l'effet économique potentiel pourrait se volatiliser pour la nouvelle année.

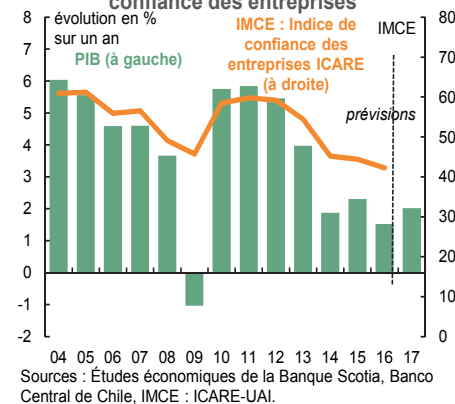
Graphique 3
Inflation, chômage et taux de la politique monétaire



Graphique 4
Taux de change, cours du cuivre



Graphique 5
PIB, demande intérieure et confiance des entreprises



Chine

2017 : CHANGEMENT DE GARDE À LA TÊTE DU PAYS

- La stabilité économique sera prioritaire en prévision du changement de garde à la tête du pays.
- La montée du protectionnisme à l'étranger et l'exode chroniques de capitaux sont les plus grands risques, à moyen terme, pour les perspectives économiques de la Chine.
- Les perspectives à plus long terme sont teintées par les efforts de libéralisation économique.

LA CHINE SUR LA VOIE DE LA TRANSITION ÉCONOMIQUE

Le maintien de la stabilité économique et financière sera la priorité pour les décideurs chinois en 2017 en prévision du 19^e Congrès national du Parti communiste de la Chine à la fin de l'année; ce congrès quinquennal, qui se penche sur la composition de la direction du Parti, se tiendra dans le dernier trimestre de 2017; pour le président Xi Jinping, ce sera l'occasion de conforter son pouvoir, au beau milieu de son mandat de dix ans amorcé en 2012. Cinq des sept membres du Comité permanent du bureau politique du Parti — le premier organisme décideur de la Chine — devraient se démettre de leurs fonctions cette année, ayant atteint les limites d'âge du Parti communiste, ce qui permettra au président Xi de s'entourer de réformistes animés de la même idéologie.

La croissance du PIB réel de la Chine continuera de se décélérer graduellement en raison de la transition économique en cours. Bien que les autorités chinoises aient récemment privilégié la stabilité à la rapidité de la croissance économique, nous estimons qu'elles continueront de consacrer des dépenses à la relance des infrastructures, ce qui permettra de maintenir à près de 6,5 % en 2017 le taux de croissance de la production du pays. Outre les dépenses publiques d'infrastructure, les dépenses de consommation et le secteur des services seront de plus en plus les locomotives de la relance. Dans le même temps, l'investissement dans les biens d'équipement et le secteur industriel continueront de perdre de l'importance comme moteurs de la croissance économique. Puisque les dépenses budgétaires ont de moins en moins d'impact sur la relance, la croissance du PIB réel de la Chine se décélérera probablement pour atteindre environ 6 % en 2018.

Dans la foulée de la Conférence économique centrale annuelle de la mi-décembre 2016, les autorités chinoises ont précisé qu'en plus d'adopter une politique budgétaire proactive, elles continueront d'appliquer une politique monétaire prudente et neutre en 2017. Au lieu d'apporter des mises au point aux principaux outils décisionnels, la Banque populaire de Chine (BPC) continuera probablement d'assainir la conjoncture monétaire grâce à des mesures stratégiques ciblées. La banque centrale entend maintenir d'abondantes liquidités et se prémunir contre les bulles immobilières en raison de l'accroissement des risques financiers imputables à la hausse de l'endettement. Le ratio des réserves obligatoires des banques est maintenu à 17 % depuis mars 2016. Les taux directeurs à un an sur les prêts et les dépôts, à 4,35 % et 1,50 % respectivement, n'ont pas changé depuis octobre 2015. Nous ne nous attendons pas à ce que les taux directeurs changent dans les mois à venir. Alors que les prix des producteurs chinois ont mis fin à leur lancée déflationniste, les perspectives inflationnistes du pays restent soutenables. Nous nous attendons à ce que l'inflation des prix à la consommation reste inférieure à 3 % sur un an en 2018.

PERSPECTIVES À COURT TERME

À notre avis, la croissance du PIB réel prévue pour la Chine dans les années à venir continuera d'afficher une tenue exceptionnelle, ce qui lui permettra d'accroître son

RENSEIGNEMENTS

Tuuli McCully

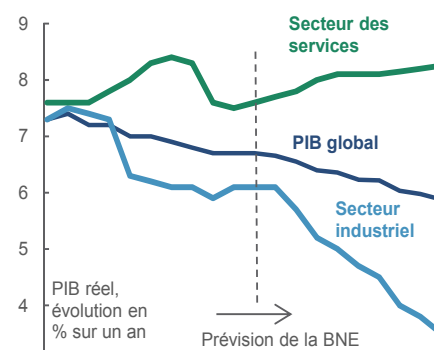
65.6305.8313 (Singapour)

Études économiques de la Banque Scotia

tuuli.mccully@scotiabank.com

Graphique 1

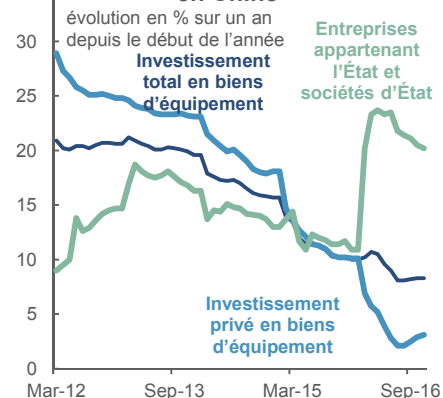
La croissance de la Chine, minée par l'industrie et portée par les services



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 2

Croissance de l'investissement en Chine



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

hégémonie économique mondiale. À court terme cependant, la progression pourrait être cahoteuse en raison des incertitudes provoquées par l'arrivée au pouvoir du président Trump aux États-Unis. Ce pays, premier partenaire commercial de la Chine, achète 20 % des exportations chinoises. C'est pourquoi toute évolution de la politique commerciale qui aurait pour effet d'accroître le protectionnisme américain, comme de lourds tarifs douaniers sur les biens chinois expédiés aux États-Unis, nuirait aux perspectives de croissance économique de la Chine. Malgré le rééquilibrage de l'économie chinoise, qui table désormais sur la consommation, les exportations du pays représentent toujours 21 % de son PIB, ce qui en fait donc un facteur majeur de croissance de la production, alors que l'économie réduit sa dépendance à l'endroit de l'investissement porté par le crédit.

La pression chronique qui pèse sur le yuan chinois (CNY) et qui le fait baisser par rapport au dollar américain (USD), en raison des sorties massives de capitaux hors de la Chine, est un autre défi à court terme pour les autorités chinoises. Le début de la nouvelle année est marqué par un surcroît de volatilité en raison du redressement, le 1^{er} janvier, du quota annuel d'achat de devises de 50 000 \$ US. Puisque la masse monétaire s'est accrue considérablement ces dernières années, que le nombre de solutions d'investissement attrayantes est limité sur le territoire chinois et que l'on s'attend à ce que la monnaie continue de se déprécier, une tension pèse de plus en plus lourdement sur le compte de capital de la Chine, puisqu'on cherche à sortir les capitaux du pays afin de profiter d'un rendement supérieur. C'est ce qui a amené la BPC à intervenir sur le marché des changes pour soutenir la valeur du CNY, ce qui a réduit considérablement les réserves de changes de la Chine. En outre, le gouvernement a durci les contrôles existants sur les capitaux en restreignant davantage l'investissement à l'étranger et les achats de devises des particuliers. La BPC vient d'ajouter 11 nouvelles devises au panier de référence du renminbi, ce qui en porte le total à 24. En raison de l'allègement du poids du dollar US, cette intervention devrait se traduire par une tension moindre sur le nouveau panier de devises. À notre avis, les réserves de changes de la Chine ne peuvent guère baisser davantage sans faire naître d'inquiétudes chez les investisseurs en ce qui concerne la longévité de ces réserves; c'est pourquoi nous estimons que les décideurs s'en remettront de plus en plus à des contrôles de capitaux plus rigoureux dans les mois à venir afin de limiter la tension dépréciative sur le CNY. Il n'empêche que puisque la Chine continuera probablement de s'engager à mieux s'intégrer dans l'économie mondiale et à internationaliser le renminbi, les récentes restrictions imposées sur les mouvements de capitaux devraient être passagères.

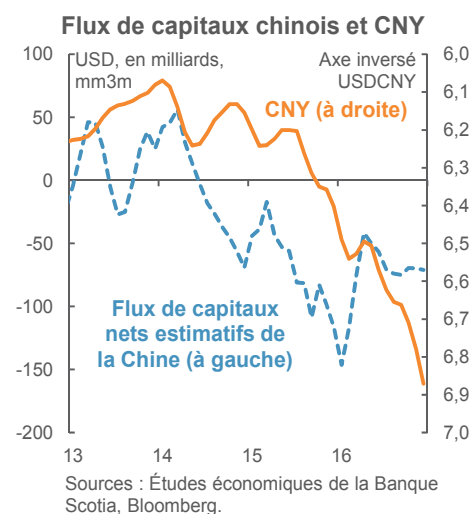
PERSPECTIVES À MOYEN ET À LONG TERME

Malgré les défis à court terme, nous nous attendons à ce que le Congrès du Parti à la fin de l'année permette d'élire une équipe de dirigeants qui restera entièrement fidèle au 13^e Plan quinquennal de la Chine; ce programme de politiques sociales et économiques a été adopté à la fin de 2015 pour la période de 2016-2020. L'ambitieux programme de réformes structurelles se veut une feuille de route pour faire de la Chine une « société modérément prospère » d'ici 2020.

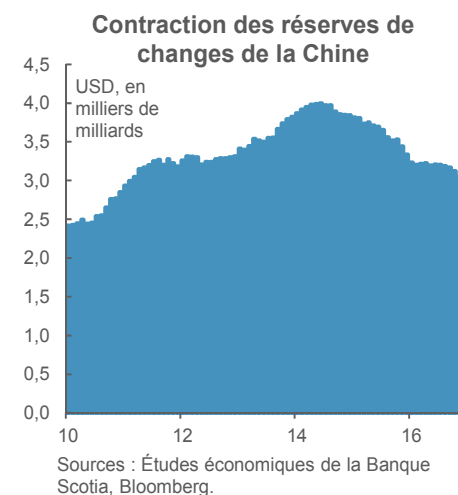
Nous estimons que l'administration chinoise consacrera ses efforts de réforme à la réduction des déséquilibres économiques actuels, par exemple la surcapacité industrielle chronique, l'endettement excessif des entreprises et l'ampleur du parc de logements dans certaines régions du pays. Les solutions à apporter à ces enjeux pressants, qui auront pour effet de ralentir la croissance économique, sont toutefois nécessaires pour la prospérité à plus long terme de la Chine. On s'attend aussi à ce que les dirigeants chinois libéralisent davantage l'économie en restructurant les entreprises d'État, en faisant la promotion des influx de capitaux et en réformant le système financier.

Il est essentiel de réformer et de libéraliser graduellement l'économie pour prévenir une nouvelle flambée de déséquilibres économiques et pour créer un environnement économique plus viable dans les années à venir. Bien que nous pensions que les risques liés à la mise en œuvre de ces vastes réformes structurelles soient importants, nous rappelons que la Chine compte sur des ressources financières substantielles, auxquelles elle peut puiser si sa stabilité économique ou financière est en péril. En outre, la centralisation de la planification du pays permet à l'État d'intervenir efficacement en cas de besoin. C'est pourquoi nous estimons que la Chine est parfaitement en mesure de continuer de promouvoir prudemment et graduellement sa plateforme de libéralisation économique, conformément à la directive de l'ex-président Deng Xiaoping de « traverser la rivière en tâtant les pierres ».

Graphique 3



Graphique 4



Japon

DISETTE DE LA CROISSANCE ET DE L'INFLATION

- Les mesures de relance budgétaires et monétaires portent l'économie à court terme.
- L'inflation restera faible malgré la politique monétaire ultraconçiliante.

PERSPECTIVES DE CROISSANCE ÉCONOMIQUE

L'économie japonaise continue d'être aux prises avec les obstacles structurels qui se dressent contre ses perspectives de croissance à plus long terme. Or, dans un avenir prévisible, les politiques budgétaires et monétaires de relance permettront à l'économie de faire mieux que son faible potentiel de croissance de l'ordre de 0,25 % sur un an. Nous nous attendons à ce que le PIB réel du Japon progresse de 0,6 % sur un an en moyenne en 2017-2018, après un gain de l'ordre de 1 % en 2016. Bien que les récents indicateurs de haute fréquence laissent entrevoir une amélioration de la progression à moyen terme, le Japon est voué à rester en territoire de faible croissance dans les années à venir si les décideurs sont impuissants à déployer les réformes économiques cruciales qui permettraient d'améliorer les fondamentaux de l'économie pour une expansion durable.

En 2017-2018, le faible niveau de confiance des consommateurs et la contraction de la population continueront de peser sur les perspectives de dépenses des ménages. Malgré un marché du travail tendu, la croissance des salaires continue d'être négligeable. Toutefois, la hausse des bénéfices des entreprises devrait avoir pour effet d'accroître l'investissement dans les trimestres à venir. Même si des incertitudes planent toujours sur la demande externe, la léthargie du yen japonais devrait embellir les perspectives pour les exportateurs du pays. Le projet de budget du gouvernement pour l'exercice financier 2017 (avril-mars) indique que la politique budgétaire restera réinflationniste.

PERSPECTIVES DE L'INFLATION ET DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Les autorités monétaires du Japon continuent de lutter contre les tensions déflationnistes chroniques. L'inflation (IPC, exception faite des aliments frais) reste en territoire négatif, les prix ayant plongé de 0,4 % sur un an en novembre. Il n'empêche que lorsque l'on tient compte des prix des aliments, l'indicateur global a bondi de 0,5 % sur un an. Nous ne nous attendons pas à ce que la cible d'inflation de 2 % sur un an de la Banque du Japon (BoJ) soit atteinte dans un avenir prévisible, en raison de la timide croissance des salaires et parce qu'on s'attend à ce que l'inflation reste discrète, vu l'état d'esprit déflationniste des consommateurs. Nous nous attendons à ce que l'inflation globale tourne autour de 1,0 % sur un an à la fin de 2018.

La BoJ ne changera probablement pas les conditions de sa politique monétaire dans les mois à venir, en raison de la léthargie récente du yen et de sa marge de manœuvre limitée pour de nouvelles mesures d'assouplissement. En septembre 2016, la banque centrale a adopté une nouvelle politique-cadre d'« assouplissement monétaire quantitatif et qualitatif avec maîtrise de la courbe des rendements », qui comporte deux grands volets : la « maîtrise de la courbe des rendements » et la « volonté de surcibler l'inflation ». Dans le premier volet, les taux d'intérêt directeurs de la BoJ à court et à long terme sont respectivement de -0,1 % et de l'ordre de 0 %. La BoJ continuera de racheter des obligations d'État au rythme d'environ 80 000 milliards de yens par an, en autorisant des fluctuations à court terme pour permettre d'intégrer les courbes de rendement nécessaires. Le volet inflationniste de cette politique-cadre met en lumière la volonté des autorités de continuer d'appliquer des politiques conciliantes jusqu'à ce que la cible d'inflation de 2 % sur un an soit dépassée de manière stable. En raison de cet engagement, la politique monétaire de la BoJ est appelée à rester ultraconçiliante.

RENSEIGNEMENTS

Tuuli McCully

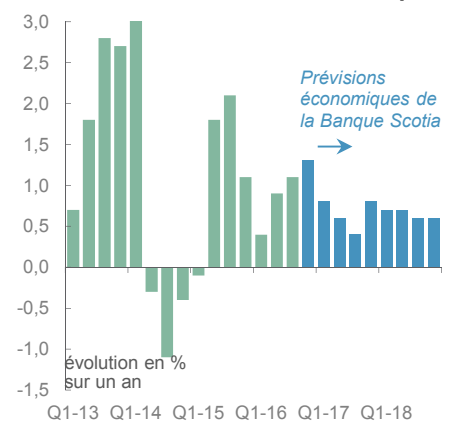
65.6305.8313 (Singapour)

Études économiques de la Banque Scotia

tuuli.mccully@scotiabank.com

Graphique 1

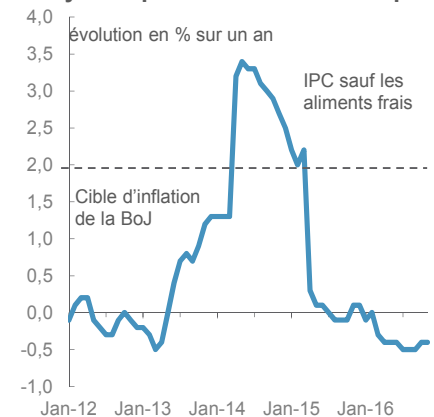
Croissance du PIB réel du Japon



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 2

Dynamique de l'inflation du Japon



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Inde

LE BOLIDE ÉCONOMIQUE LE PLUS RAPIDE DANS LE MONDE SUR UNE VOIE CAHOTEUSE

- La pénurie de liquidités limite les dépenses dans cette économie tributaire de la liquidité.
- Des politiques favorables sous-tendent les perspectives à plus long terme de l'Inde.

LA DÉMONÉTISATION PÈSE SUR LA CROISSANCE À COURT TERME DE L'INDE

L'économie de l'Inde affronte des vents contraires passagers, en raison des efforts de démonétisation du gouvernement à la fin de 2016. Au début de novembre, le premier ministre Narendra Modi annonçait que la Banque de réserve de l'Inde (RBI) retirerait de la circulation, d'ici la fin de 2016, les billets de banque existants de 500 et de 1 000 roupies. Les autorités voulaient ainsi réduire l'importance de l'économie informelle du pays. Ce processus a provoqué une pénurie de liquidités pour les consommateurs indiens puisque la RBI n'a pas été en mesure d'imprimer suffisamment d'autres billets de banque. Nous estimons que cette pénurie produit un impact défavorable à court terme sur les dépenses des ménages et des entreprises, puisque l'Inde est essentiellement une économie de liquidités. En fait, les indicateurs de haute fréquence révèlent une humeur moins optimiste chez les consommateurs et les entreprises et un ralentissement de l'activité industrielle depuis que cette politique a été annoncée. Or, à moyen terme, une assiette de dépôts plus importante dans le système bancaire devrait avoir pour effet de réduire les taux d'intérêt et d'augmenter le crédit, ce qui soutiendra la croissance économique.

Pour tenir compte de l'impact à court terme de l'effort de démonétisation sur l'économie, nous avons réduit, pour le dernier trimestre de 2016 et le premier trimestre de 2017, les prévisions de croissance du PIB réel de l'Inde. Nous estimons aujourd'hui que l'économie a progressé de 6,8 % en 2016 (alors que nous avions prévu 7,5 % de croissance auparavant), et qu'elle croîtra probablement à raison de 7,5 % en 2017 (contre 7,6 % auparavant). Il n'empêche que l'Inde continuera d'afficher une croissance exceptionnelle parmi les grandes économies mondiales. L'activité continuera d'être portée par la demande intérieure, qui réagit à des politiques et à des réformes structurelles favorables. Toujours est-il que l'Inde devrait continuer d'être aux prises avec une pénurie d'investissements du secteur privé tant que la conjoncture économique du pays ne s'améliorera pas davantage.

LA LÉTHARGIE DE L'INFLATION AUTORISE DE NOUVELLES MESURES DE RELANCE MONÉTAIRES

La conjoncture inflationniste de l'Inde reste favorable à sa croissance. Le taux d'inflation globale a clôturé 2016 à 3,4 % sur un an et les gains de prix devraient rester inférieurs à la cible de 5 % de la RBI pour mars 2017. Bien que les pressions sur les prix soient appelées à monter dans les mois à venir parce que les coûts de l'énergie augmentent et que la taxe sur les produits et services sera bientôt mise en œuvre, nous nous attendons à ce que l'inflation continue de s'inscrire dans la cible à moyen terme de la banque centrale, soit 4 % ± 2 % sur un an en 2018.

L'inflation endiguée et l'impact à court terme défavorable des efforts de démonétisation sur l'économie devraient autoriser la RBI à alléger davantage les conditions de sa politique monétaire à court terme. Il n'empêche que le prochain dépôt du Budget de l'Union pour l'exercice financier 2017-2018 (avril-mars) crée un élément d'incertitude pour l'avenir de la politique monétaire. Le nouveau budget sera rendu public le 1^{er} février. En supposant que la posture budgétaire de l'État reste prudente et non inflationniste malgré les élections prochaines en février et au début de mars dans cinq États (Uttar Pradesh, Uttarakhand, Punjab, Manipur et Goa), nous nous attendons à ce que la RBI réduise de 25 points de base les taux directeurs de refinancement et de refinancement inverse pour les porter respectivement à 6,0 % et 5,50 %, dans la foulée de la prochaine réunion du comité de la politique monétaire les 7 et 8 février 2017.

RENSEIGNEMENTS

Tuuli McCully

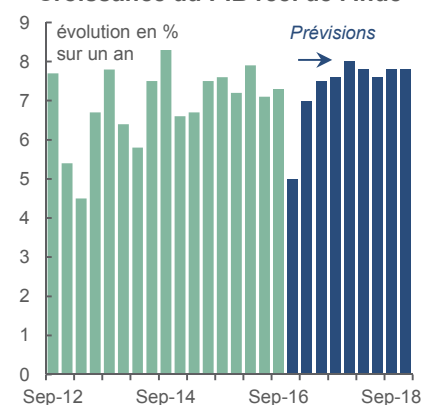
65.6305.8313 (Singapour)

Études économiques de la Banque Scotia

tuuli.mccully@scotiabank.com

Graphique 1

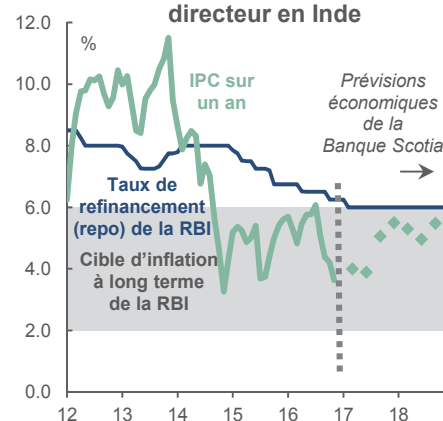
Croissance du PIB réel de l'Inde



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 2

Inflation et taux d'intérêt directeur en Inde



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Australie

LE GÉANT DES MATIÈRES PREMIÈRES AU MILIEU D'UNE TRANSITION ÉCONOMIQUE

- L'Australie continuera de mener la croissance parmi les grandes puissances économiques.
- Sa politique monétaire est appelée à rester conciliante pour une durée prolongée.

NOUVEAUX MOTEURS DE CROISSANCE NÉCESSAIRES APRÈS L'ESSOR DE L'INVESTISSEMENT MINIER

L'économie australienne subit actuellement un rajustement structurel, en raison de la fin de l'essor récent de l'investissement minier. L'augmentation de la capacité de production du secteur minier au terme de différents projets d'investissement continuera de faire augmenter le volume des exportations. En raison du récent relèvement des prix mondiaux des produits de base, les conditions des échanges commerciaux de l'Australie ont commencé à s'améliorer après s'être relevées de leur creux du début de 2016. Dans le même temps, les perspectives externes de l'Australie continueront de dépendre de la demande chinoise, puisque le tiers des exportations du pays prennent le chemin de l'Empire du Milieu. Dans ce contexte, les dépenses des ménages et l'investissement des entreprises non minières joueront un rôle prépondérant dans la croissance économique de l'Australie. Il n'empêche que les perspectives des dépenses de consommation méritent d'être attentivement surveillées, parce que le chômage augmente et que la croissance de l'emploi est portée par le travail à temps partiel.

Au troisième trimestre de 2016, l'économie a causé une surprise à la baisse lorsque la croissance du PIB réel a plongé à 1,8 % sur un an (-0,5 % en glissement trimestriel et en chiffres non annualisés). Nous estimons que la croissance a en quelque sorte rebondi au dernier trimestre et que l'économie a probablement crû de 2,4 % en 2016 dans l'ensemble. Malgré ces difficultés, l'Australie continuera de mener la croissance des grandes puissances économiques; grâce à une croissance prévue de la production de 2,5 % sur un an en 2017-2018, ce pays poursuivra son remarquable parcours de croissance incessante du PIB réel depuis les 25 dernières années.

POLITIQUE MONÉTAIRE CONCILIANTE ET POSTURE BUDGÉTAIRE PRUDENTE

La léthargie des taux d'intérêt portera la demande intérieure pendant le rajustement structurel de l'économie. La Banque de réserve de l'Australie (RBA) maintient son taux d'intérêt directeur à 1,50 % depuis août 2016. Les timides gains de salaires et la surcapacité du marché du travail devraient continuer d'endiguer l'inflation. Dans les prochains trimestres, le taux d'inflation globale se rétablira probablement dans le bas de la fourchette cible de la RBA, soit 2 %-3 % sur un an, en raison de l'évolution des cours mondiaux de l'énergie. Alors que les décideurs de la RBA continueront d'être attentifs à l'évolution du marché du travail et à la montée potentielle des déséquilibres sur le marché du logement, la léthargie de l'inflation et l'impératif constant de soutenir l'activité économique amèneront probablement la banque centrale à assouplir davantage les conditions de sa politique monétaire. Nous croyons que la RBA réduira une fois de plus le taux directeur dans ce cycle d'assouplissement, en le portant à 1,25 % durant le premier semestre de 2017.

Les autorités budgétaires australiennes sont aux prises avec un dilemme : faut-il soutenir l'économie ou défendre la note de crédit souverain AAA, en perspective « négative » depuis juillet 2016. Bien que les finances publiques de l'Australie n'aient rien à envier à celles des puissances comparables et autoriseraient certaines dépenses favorables à la croissance, les agences internationales de notation du crédit insistent sur la nécessité de produire de nouvelles recettes ou d'adopter de nouvelles mesures d'économie si le gouvernement veut atteindre son objectif d'équilibre budgétaire d'ici l'exercice 2020-2021 (juillet-juin). À notre avis, des efforts de consolidation budgétaire mal synchronisés pourraient peser lourdement sur les perspectives de l'économie.

RENSEIGNEMENTS

Tuuli McCully

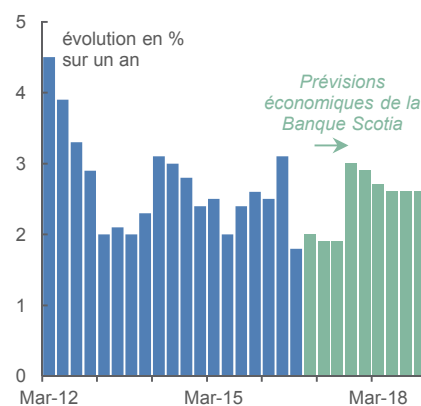
65.6305.8313 (Singapour)

Études économiques de la Banque Scotia

tuuli.mccully@scotiabank.com

Graphique 1

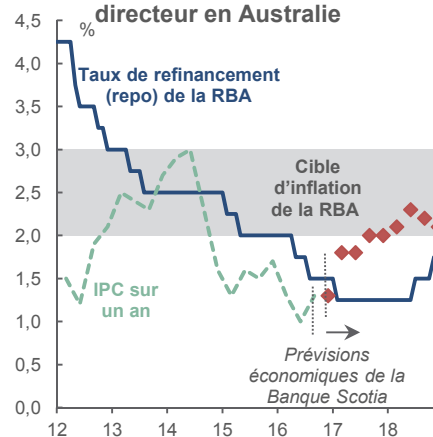
Croissance du PIB réel de l'Australie



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 2

Inflation et taux d'intérêt directeur en Australie



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Produits de base

En 2017, les produits de base devraient profiter largement de la hausse des cours, après avoir connu, l'an dernier, de nombreux creux cycliques calculés en moyenne. Le pétrole monopolisera l'attention : on surveillera la réduction de la production de l'OPEP et le marché aura finalement une idée de la rapidité avec laquelle l'industrie du gaz et du pétrole de schiste aux États-Unis pourra se remettre en marche et redonner de l'emploi à ses travailleurs alors que les cours graviteront autour des 55 \$ le baril. Les métaux communs devraient tirer parti de la reprise de l'économie mondiale et de la hausse de l'activité industrielle, et les fondamentaux du cuivre en particulier s'amélioreront par rapport à nos prévisions antérieures. Dans le même temps, les perspectives de l'or se sont légèrement détériorées parce que les perspectives macroéconomiques s'améliorent, que les rendements augmentent, et que jusqu'à maintenant, les marchés réagissent discrètement à l'incertitude politique.

ÉNERGIE : L'OPEP, ENFIN À LA RESCOURSSE DE LA REPRISÉ PÉTROLIÈRE

La reprise du marché pétrolier, plongé dans les abîmes au début de l'an dernier lorsque le cours du WTI a sombré à 26 \$ le baril, reste sur la cible, et le pacte conclu récemment par l'OPEP pour réduire la production accélérera artificiellement le rééquilibrage de l'offre et de la demande. Les cours du brut WTI de référence en Amérique du Nord se sont relevés modérément et devraient atteindre une moyenne de 58 \$ le baril en 2017 et de 61 \$ le baril en 2018. À nos yeux, le marché pétrolier obéira à trois grandes tendances en 2017 : 1) le respect du pacte par les pays membres de l'OPEP; 2) la vigueur et le rythme du rebond de l'industrie du gaz et du pétrole de schiste aux États-Unis; et 3) la croissance constante de la demande mondiale.

Nos estimations indiquent que l'offre mondiale d'hydrocarbures s'établissait à 97,7 Mbpj (+0,5 Mbpj sur un an) par rapport à la demande de 96,9 Mbpj (+1,3 Mbpj sur un an) au dernier trimestre de 2016. Cet excédent de 0,7 Mbpj représente une baisse par rapport à 1,6 Mbpj à pareille date l'an dernier et le bilan devrait se solder par un déficit de 0,6 Mbpj d'ici au dernier trimestre de 2017. La croissance de l'offre devrait rester déprimée à 0,6 Mbpj en 2017, alors que la progression de la demande doublera essentiellement ce rythme. Les stocks mondiaux devraient commencer à se réduire au deuxième semestre de 2017 (graphique 1); il s'agira de la première réduction soutenue des stocks depuis le début de 2014. Le bilan du marché pétrolier devrait s'établir à une moyenne de -0,2 Mbpj pour l'ensemble de 2017.

Nous nous attendons à ce que les pays membres de l'OPEP respectent le pacte à hauteur d'environ 75 %, surtout grâce aux très fortes et nettes réductions de l'Arabie saoudite et de ses alliés du Conseil de coopération du Golfe (CCG), et si l'on réussit à s'entendre pour proroger de six mois le pacte de production durant le deuxième semestre de 2017. Il semble que jusqu'à maintenant, les pays membres de l'OPEP s'en tiennent rigoureusement à leurs engagements : l'Arabie saoudite et ses principaux alliés du Golfe ont donné l'exemple en réduisant rapidement leur production, comme prévu. Les pays membres de l'OPEP misent beaucoup sur ce pacte et ont déployé des trésors d'ingéniosité politique pour s'entendre malgré les divergences des parties, ce qui permettra probablement aux pays membres de mieux respecter ce pacte, contrairement aux pactes antérieurs de l'OPEP, intervenus dans une conjoncture pétrolière nettement plus favorable. Or, la reprise potentielle de la production de la Libye et du Nigeria, pays exemptés dont les niveaux de production sont déprimés en raison de conflits armés sur leur territoire, pourrait nuire à l'application du pacte. Jusqu'à maintenant, la production libyenne reprend plus vite que prévu, alors que la production nigériane a été une nouvelle fois touchée par les attentats des militants contre ses infrastructures, de sorte que dans l'ensemble, leur contribution cadre essentiellement avec les attentes du scénario de base.

Nous nous attendons également à un timide rebond de la production américaine, qui devrait augmenter de 300-400 kbpj en 2017, alors que les prix tourneront autour de 55 \$ le baril de WTI avant de se rapprocher des 60 \$ le baril d'ici la fin de l'année. Nous nous pencherons pour la

RENSEIGNEMENTS

Rory Johnston

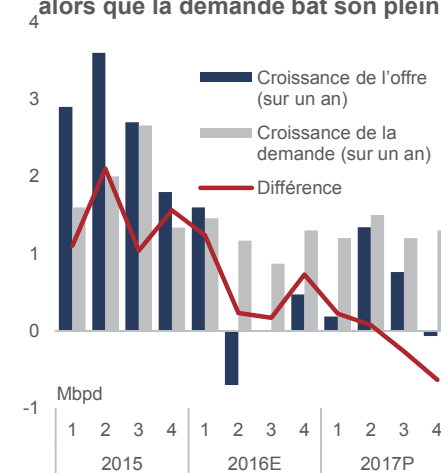
416.862.3908

Études économiques de la Banque Scotia

rory.johnston@scotiabank.com

Graphique 1

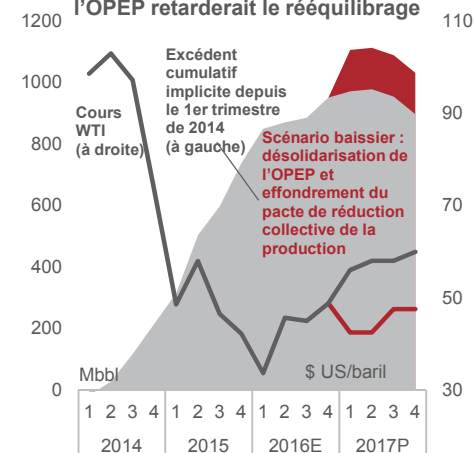
Le pacte de l'OPEP limite l'offre alors que la demande bat son plein



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, division SBMM de la Banque Scotia, Agence internationale de l'énergie.

Graphique 2

Le marché du pétrole censé reprendre en 2017, mais l'effondrement du pacte de l'OPEP retarderait le rééquilibrage



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, division SBMM de la Banque Scotia, Agence internationale de l'énergie.

toute première fois sur la mesure dans laquelle la pléiade de petits producteurs d'hydrocarbures de schiste américains accroîtra résolument la production, ce qui aura un puissant effet d'entraînement sur les attentes éventuelles à l'égard des cours. Les coûts de l'industrie ont baissé considérablement dans les 18 derniers mois depuis l'effondrement des cours : la moitié de cette baisse s'explique probablement par les gains d'efficacité organique induits par la réalité de la baisse des cours. Mais dans l'ensemble, l'industrie a réalisé des économies en répercutant les coûts des entreprises de services sur toute la chaîne d'approvisionnement. Parce que les cours augmentent et que l'industrie se redresse, les entreprises de services devront répondre à une demande de plus en plus forte. La hausse des coûts des services et la difficulté de ramener les travailleurs à pied d'œuvre devraient limiter la capacité de l'industrie américaine en amont à réagir rapidement à la conjoncture de relèvement des cours.

MÉTAUX ET MINÉRAUX : RELÈVEMENT DES PRÉVISIONS EN RAISON DE L'AMÉLIORATION DES FONDAMENTAUX DU CUIVRE

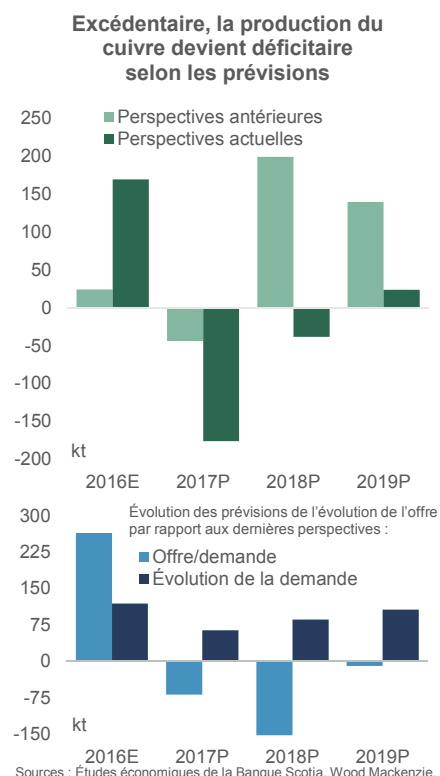
Pour 2017, nous avons relevé nos prévisions de cours pour tous les métaux communs puisque les fondamentaux s'améliorent grâce à la reprise de la croissance de l'économie mondiale et de l'activité industrielle. Ce sont les prévisions sur le cuivre qui ont été le plus fortement rajustées; la demande chinoise, plus forte que prévu, se heurte au ralentissement de la croissance de l'offre. Les cours du nickel, musclés en 2017, ont été dégradés en 2018 pour tenir compte de l'accroissement présumé de la capacité indonésienne de production de la fonte de première fusion nickélique (FPFN). Le zinc est toujours étayé par les fondamentaux les plus solides de tous les métaux, et l'année 2016, en prenant fin sur une bonne note, a légèrement relevé les attentes à l'égard des cours.

Les perspectives fondamentales du cuivre se sont améliorées depuis nos dernières prévisions trimestrielles : la reprise de la demande mondiale achoppera, en 2017-2018, sur les recommandations visant à réduire la production (graphique 3). En 2017 et 2018, la production du métal rouge devrait passer en territoire déficitaire modéré, après avoir été excédentaire pendant six années consécutives. Les cours du cuivre ont remonté dans les derniers mois de 2016 pour passer de moins de 2,10 \$ la livre à 2,70 \$ la livre en raison du bond des positions spéculatives avant que les cours reculent à nouveau lorsque les investisseurs ont pris leurs bénéfices. Bien que nous nous attendions à ce que cette reprise se calme après avoir culminé, **des précisions favorables se sont fait jour durant le trimestre et nous avons relevé notre prévision des cours du cuivre de 2,20 \$/2,20 \$ à 2,40 \$/2,50 \$ pour 2017-2018**. Le positionnement spéculatif a continué de s'inscrire dans un tronçon net record de la courbe; or, les faibles réductions sur le tronçon brut indiquent que certains investisseurs ont déjà pris leurs bénéfices, et nous nous attendons à ce que ce mouvement se poursuive lorsque l'effervescence du marché retombera et que les cours réintègreront une fourchette durable de 2,40 \$ à 2,50 \$ la livre.

La demande mondiale de cuivre devrait s'établir à une moyenne de l'ordre de 2 % en 2017-2018 après avoir pris le marché de court en montant l'an dernier. C'est en Chine que la demande a le plus varié : les mesures de relance du crédit et le programme d'infrastructures de l'État ont ravivé les perspectives à court terme de la consommation chinoise de cuivre; les indicateurs mondiaux de l'industrie manufacturière, légèrement plus vigoureux dans les marchés développés et en développement, sont également constructifs pour la demande mondiale. La Chine devrait continuer de porter la croissance de la demande mondiale dans les années à venir, grâce à l'expansion plus rapide de son réseau d'électricité, qui produira l'impulsion la plus forte. Les tendances de l'industrie chinoise de la construction pèseront sur la demande de cuivre en raison de la baisse prévue dans la construction industrielle. Les ventes de véhicules devraient se replier en 2017, de concert avec l'élimination progressive de l'allègement fiscal sur les voitures de faible cylindrée; or, la décision rendue le 15 décembre 2016 de prolonger en 2017 une partie de l'allègement limitera ce repli.

Dans le même temps, la croissance de l'offre, à 3,8 % sur un an, a été vigoureuse en 2016, et malgré la hausse de la demande, l'excédent annuel est, dans l'ensemble, plus important que prévu (170 kt contre 25 kt). Cette vigueur de l'offre s'explique en partie par les interruptions inférieures à la moyenne dans l'activité minière, de moins de 4 % en 2016, malgré le tonnage perdu dans les derniers trimestres, par rapport à une moyenne de plus de 5 %. L'atonie des prix et la léthargie de l'économie se sont répercutées sur l'offre de rebuts de cuivre (en baisse de 9 % sur un an), ce qui a accentué la demande de métaux nouvellement affinés et compensé une partie du jeu du marché qui aurait fait encore plus reculer les stocks de produits affinés en 2016. Toutefois, les perspectives de l'offre pour 2017-2018 ont été dégradées : l'offre minière devrait se contracter d'environ 0,5 % sur un an en 2017 alors qu'on s'attendait à une croissance raisonnable (de +1,5 %), notamment en raison d'une mise en production plus rapide cette année — ce qui a décalé l'offre sur 2016 — et parce que certains producteurs d'envergure mondiale mettent fin à des projets dont les coûts sont trop élevés et se défont de leurs actifs non essentiels pour affronter le surendettement qui guette toute l'industrie. On devrait continuer de lancer certains grands projets sur l'horizon prévisionnel et la croissance de l'offre devrait s'accélérer de nouveau en 2018, avant que dans l'ensemble, les projets ralentissent considérablement par la suite.

Graphique 3



Le marché du nickel connaît finalement un déficit durable après une dizaine d'années de production excédentaire, qui a renchéri d'un million de tonnes de métal affiné les stocks mondiaux (graphique 4). Ce déficit devrait s'étendre sur les cinq prochaines années, même si les cours n'augmenteront que graduellement, à mesure que se réduiront les stocks mondiaux — qui ont clôturé 2016 à près de 270 jours de demande par rapport à des niveaux de 100 jours en moyenne sur la décennie qui a précédé la reprise (1996-2006). **Les cours devraient continuer d'augmenter en 2017 pour atteindre une moyenne de 5,20 \$ la livre, fléchiront légèrement en 2018 à 5,00 \$ la livre** alors que l'industrie naissante de la FPFN en Indonésie commencera à produire sérieusement, puis repartiront à la hausse jusqu'à la fin de la décennie.

La demande de nickel, qui a progressé rapidement en 2016, devrait continuer de s'accroître en 2017 alors que la Chine relèvera sa capacité de production d'acier inoxydable : selon les prévisions, la fabrication d'acier inoxydable dans le monde devrait progresser de 5 % sur un an en 2016-2017. L'éventuelle réouverture massive des mines de nickel après les audits environnementaux dans les Philippines est la grande incertitude qui a provoqué à l'origine le relèvement des cours du nickel, en devançant les fondamentaux. L'impact réel sur l'offre s'est fait jusqu'à maintenant discret; or, le décalage continu des décisions finales pourrait continuer de hanter le marché pendant tout le premier semestre de 2017. Les stocks de minerai chinois — accumulés en prévision du recul des exportations philippines dans la saison de la mousson — seront probablement à sec d'ici le début du deuxième trimestre de 2017, et l'offre mondiale de nickel pourrait être frappée de plein fouet si ces fonderies ne peuvent avoir accès à de nouvelles matières premières.

Le marché du zinc est toujours en proie à une forte pénurie de concentrés en raison de la fermeture massive de gisements miniers et du ralentissement de l'activité à cause des prix dans les deux dernières années : à la fin de 2016, les stocks mondiaux de concentrés ont chuté à des niveaux extrêmement faibles. Cette tension des stocks de concentrés limitera la capacité des fonderies à réagir à la hausse des cours du zinc, ce qui aura pour effet d'accélérer les gains de prix lorsque les stocks affinés continueront de s'épuiser et de baisser pour s'établir aux alentours de 35 jours de demande d'ici au milieu de 2017 (par rapport à une moyenne de 78 jours en 2006-2015). **Les cours du zinc devraient s'établir en moyenne à 1,35 \$ la livre en 2017 et à 1,55 \$ la livre en 2018, en enchaînant avec les gains déjà exceptionnels réalisés en 2016.** Pour le zinc, la grande incertitude qui perdure est de savoir dans quelle mesure Glencore pourra rapidement remettre en service sa capacité de production minière de 500 kt, stratégiquement ralentie en 2015-2016. Selon notre hypothèse actuelle, ce tonnage reprendra le chemin du marché dans le dernier semestre de 2017; or, dans ses récents commentaires, la direction de Glencore a laissé entendre que cette remise en production pourrait s'étirer (sur une durée de 9 à 15 mois par gisement minier) et que les réouvertures pourraient être échelonnées. Tout retard dans la remise en marché de ce concentré devrait exacerber encore les tendances qui font actuellement monter les cours du zinc et comporte un risque haussier pour nos prévisions actuelles.

Les perspectives de l'or se sont détériorées depuis notre dernier compte rendu : nous prévoyons aujourd'hui que les cours s'établiront en moyenne à 1 200 \$ l'once en 2017 et 2018, contre 1 300 \$ l'once auparavant. Le relèvement des perspectives économiques mondiales, la montée des attentes inflationnistes et à l'égard des taux d'intérêt et la réaction jusqu'à maintenant discrète des marchés à la conjoncture politique, qui devrait aviver l'incertitude, laissent tous entrevoir des perspectives moins éblouissantes pour l'or. En outre, nous suivons attentivement l'évolution de la campagne de démonétisation de l'Inde, qui pourrait avoir une incidence négative sur la demande du plus grand importateur d'or physique dans le monde. Nous continuons cependant de croire que l'optimisme du marché vis-à-vis de la conjoncture du risque est orienté à la hausse et que l'or connaîtra un certain regain de popularité lorsque ces avis reviendront à l'équilibre.

Graphique 4

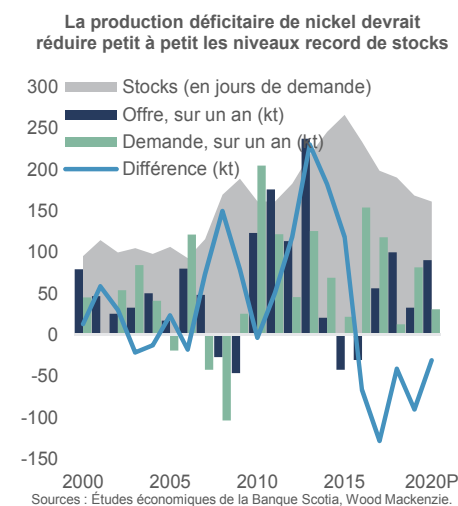


Tableau 1 — Produits de base

	2000–2015			moyenne annuelle		
	Minimum	Moyenne	Maximum	2016	2017p	2018p
Pétrole WTI (\$ US/baril)	17	64	145	43	58	61
Pétrole Brent (\$ US/baril)	18	67	146	45	60	63
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	1,75	5,09	15,38	2,55	3,25	3,15
Cuivre (\$ US/lb)	0,60	2,36	4,60	2,21	2,40	2,50
Zinc (\$ US/lb)	0,33	0,81	2,10	0,95	1,35	1,55
Nickel (\$ US/lb)	2,00	7,45	24,58	4,36	5,20	5,00
Aluminium (\$US/livre)	0,56	0,87	1,49	0,73	0,75	0,77
Minerai de fer (\$US/tonne)	17	68	187	58	55	50
Charbon métallurgique (\$US/tonne)	39	127	330	115	180	120
Or, à Londres en après-midi (\$ US/once)	256	845	1 895	1 251	1 200	1 200

Marché des changes

LE DOLLAR US TOUJOURS AUSSI FORT EN 2017

Nous restons optimistes sur l'évolution du dollar US (USD), qui devrait poursuivre son élan victorieux en 2017. S'il a été aussi vigoureux ces dernières années, c'est surtout parce que le billet vert a été « le moindre mal » parmi les monnaies des grandes puissances, toutes en proie à leurs propres difficultés. Or, les marchés s'attendent à ce que le nouveau président adopte des politiques favorables à l'entreprise et à la croissance, grâce auxquelles l'économie américaine pourra compter sur un PIB supérieur à la tendance, une inflation plus forte et une meilleure rentabilité des entreprises, ce qui amènera la Fed à durcir graduellement sa politique monétaire et laisse très fortement entendre que la poussée du dollar US peut d'elle-même s'étendre à tout le premier semestre de 2017; au-delà de cet horizon, nous nous attendons à ce que le dollar tempère ses ardeurs.

Même s'il est encore trop tôt pour connaître précisément les intentions de la nouvelle administration — et savoir quand elle pourra déployer ses politiques dans la pratique —, on s'attend nettement à ce que les baisses d'impôts, les dépenses budgétaires et la déréglementation constituent l'essentiel du programme de M. Trump. En matière de fiscalité des entreprises, la nouvelle administration pourrait adopter des politiques privilégiant les exportations tout en pénalisant les importations et permettant de rapatrier, dans un certain délai, les bénéfices accumulés et détenus par les entreprises américaines à l'étranger. Ces initiatives pourraient donner un nouveau souffle au dollar US.

Pour l'heure, les nouvelles potentiellement bonnes plongent dans l'ombre les risques (impact négatif du protectionnisme et des conflits commerciaux et creusement des déficits budgétaires) que fait planer l'administration Trump sur le dollar US. Malgré son apparente vigueur, le billet vert ne semble pas survalorisé. Les récents gains semblent être solidement étayés par la croissance de l'économie américaine et par les différentiels de taux d'intérêt à court terme, qui ne cessent de se creuser par rapport aux autres grandes monnaies paires. Les cours des marchés ne tiennent toujours pas parfaitement compte des trois autres hausses de taux prévues cette année par la Banque Scotia (et la Fed). Or, les perspectives de croissance des États-Unis inspirent tellement confiance que l'on s'attend à ce que la Fed durcisse sa politique, ce qui musclera les gains du dollar US.

Le dollar canadien (CAD) s'est relativement bien débrouillé par rapport au dollar US en plein essor au quatrième trimestre de 2016, et même si nous nous attendons à ce que le huard reste ferme par rapport à ses pairs du G-10 dans les prochains mois, nous croyons qu'il peinera à suivre le rythme de la hausse du dollar US, même si les cours des produits de base (surtout le pétrole) reposent sur des assises plus solides. Le problème, pour le dollar CA, c'est que les perspectives de l'économie canadienne restent fragilisées par l'anémie des exportations distinctes des produits de base et par la léthargie de l'investissement des entreprises. Parce que M. Trump a axé sa campagne électorale sur les questions de libre-échange et d'immigration, sa victoire semble avoir fait monter d'un cran les inquiétudes canadiennes à propos des perspectives de la politique économique américaine, ce qui pourrait nuire à la reprise des exportations ou des dépenses d'investissement.

Si la vigueur relative du dollar CA par rapport aux autres monnaies paires a renchéri d'environ 4 % le taux de change effectif du huard l'an dernier, la hausse des taux d'intérêt aux États-Unis fait elle aussi augmenter les taux à plus long terme au Canada. Ces facteurs ont tous deux pour effet de durcir considérablement la conjoncture monétaire canadienne, compte tenu de la croissance au ralenti et du déclin des tensions inflationnistes. Nous nous attendons à ce que la Banque du Canada reste très conciliante pendant toute l'année 2017, même si la Fed durcit ses positions. Le creusement du différentiel de rendement entre les taux à court terme aux États-Unis et au Canada portera probablement à 1,40, d'ici le milieu de l'année, le taux de change USD/CAD.

En Europe, les monnaies sont toujours aux prises avec les conséquences de la décision référendaire du Brexit adoptée en juin dernier au Royaume-Uni. On s'attend à ce que d'ici la fin de mars, le gouvernement du Royaume-Uni se prévale de l'article 50, ce qui enclenchera les

RENSEIGNEMENTS

Shaun Osborne, stratège cambiste en chef

416.945.4538
 Stratégie des marchés des changes
shaun.osborne@scotiabank.com

Qi Gao

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

Eduardo Suárez

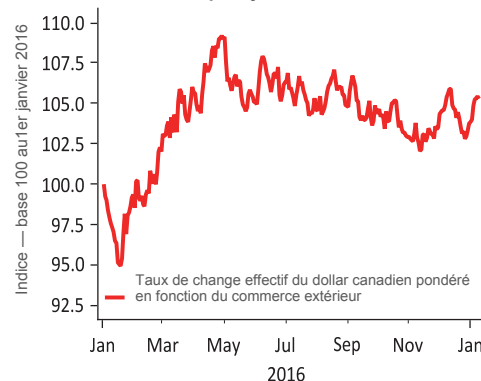
5255.9179.5174 (Mexique)
 Stratégie des marchés des changes
eduardo.suarez@scotiabank.com

Eric Theoret

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

Graphique 1

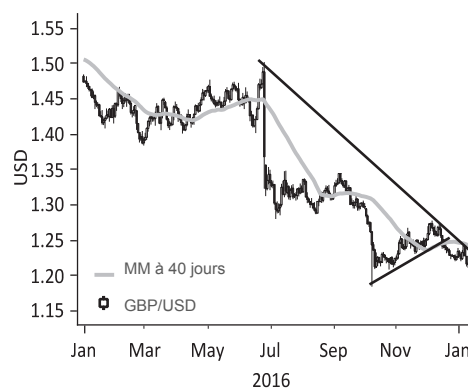
Le CAD s'apprécie, dans l'ensemble, depuis janvier 2016



Sources : Macrobond et Stratégie FX de la Banque Scotia.

Graphique 2

GBP/USD : tendance baissière intacte



Sources : Macrobond et Stratégie FX de la Banque Scotia.

procédures de sortie en bonne et due forme. L'économie du Royaume-Uni a remarquablement bien tenu le coup au deuxième semestre de 2016, ce qui explique que la Banque d'Angleterre ait privilégié une politique de neutralité. Or, nous continuons de penser que la livre (GBP) est vulnérable à la croissance décevante et à l'incertitude qui règne sur le processus de désunion et prévoyons un taux de change de 1,20 pour la paire GBP/USD dans les prochains mois.

Dans le même temps, la vigueur du dollar US et la décision de la Banque centrale européenne de prolonger jusqu'en septembre 2017 sa politique d'assouplissement quantitatif (en réduisant légèrement l'importance de ses rachats mensuels d'actifs) se sont conjuguées pour faire plonger l'euro (EUR), dès le début de janvier, à son plus creux depuis 2003. Nous nous attendons à ce que le couple EUR/USD reste sous pression dans les mois à venir puisque les investisseurs sont préoccupés par les tendances divergentes de la croissance et de la politique monétaire entre les États-Unis et la zone euro. En raison de l'actualité politique, l'euro est appelé à sombrer dans une léthargie encore plus tenace (ou à plonger éventuellement sous la parité); ces deux cas de figure sont des risques non négligeables pour le couple EUR/USD à l'approche de la présidentielle française (dont le premier tour aura lieu le 23 avril) ou des élections générales en Allemagne (en septembre). Puisque le risque des chocs de la désunion du Royaume-Uni pourrait s'amointrer après mars alors que le risque de la zone euro pourrait s'accroître, nous croyons que le taux de change EUR/GBP pourrait baisser légèrement dans les mois à venir.

Le yen japonais (JPY) a été la pire devise des pays membres du G-10 au quatrième trimestre, à cause de la hausse des taux d'intérêt aux États-Unis et du creusement des différentiels de taux entre les États-Unis et le Japon sur le long tronçon de la courbe, ainsi que de la contreperformance du JPY dans une conjoncture généralement propice aux risques, puisque les marchés boursiers américains ont monté dans la foulée de la présidentielle. Le ralentissement de la croissance en Chine et le risque de tensions plus fortes entre les pays asiatiques et les États-Unis pèsent également sur l'humeur des marchés de changes régionaux et font déborder les risques sur le dollar australien (AUD) et le dollar néo-zélandais (NZD), puisque cette région approvisionne la Chine en produits de base. L'AUD et le NZD, qui s'échangent tous deux à des niveaux relativement « riches » par rapport au dollar CA d'un point de vue historique, pourraient être moins performants en 2017.

Les marchés de changes asiatiques continueront d'être essentiellement portés par les fondamentaux américains, les perspectives de la politique monétaire de la Fed et les politiques économiques et budgétaires du président élu. Les tendances saisonnières, selon lesquelles le dollar US monte généralement au premier trimestre pour glisser en avril, pourraient rester intactes cette année.

Le yuan chinois (CNY) continuera d'être tiré à la baisse en 2017. La Banque populaire de Chine tâchera, d'une part, d'endiguer la montée des attentes à sens unique vis-à-vis de la dépréciation du yuan, en se préparant d'autre part à la dévalorisation de sa monnaie dans les mois à venir. Les conditions de liquidité du yuan à l'étranger, qui paraissent s'assouplir légèrement, restent relativement tendues en prévision du Nouvel An chinois, pour décourager la pression spéculative sur cette monnaie.

En Inde, les conditions intraterritoriales de liquidité du numéraire se sont nettement améliorées. Puisque l'on s'attend à ce que 80 % à 90 % des billets de banque interdits soient retirés de la circulation d'ici la fin de février, les frais de financement interbancaire de ce pays se mettront probablement à augmenter. En outre, le gouvernement de l'Alliance démocratique nationale dirigé par le parti Bharatiya Janata sera mieux en mesure de promouvoir des réformes favorables à la roupie indienne (INR) si ce parti politique peut remporter, dans cinq États, les élections de l'Assemblée législative, dont les résultats sont attendus le 11 mars 2017.

Le won coréen (KRW), le ringgit malaisien (MYR) et le dollar singapourien (SGD) sont toujours les monnaies les plus vulnérables au relèvement des taux de la Fed cette année. Nous restons tout de même prudents quant aux risques que la roupie indonésienne (IDR) reste tirée à la baisse, puisque les obligations souveraines locales appartiennent massivement à des intérêts étrangers. Le dollar taïwanais (TWD) pâtira probablement des tensions entre les deux rives qui naîtront, dans le détroit de Taïwan, de la nouvelle administration Trump, alors que le baht thaïlandais (THB) continuera de s'aligner sur l'évolution des monétaires paires régionales dans les mois à venir.

Dans les dernières semaines, les marchés de changes latino-américains ont affiché une tenue très contrastée : le réal brésilien a offert un rendement exceptionnel (+6,0 % dans le dernier mois), alors que le peso mexicain (MXN) s'est classé au dernier rang de toutes les monnaies régionales (-1,6 %). Au Brésil, les investisseurs continuent de croire que l'économie a atteint le fond du baril et que les réformes structurelles portent fruit, alors qu'au Mexique, la pression s'explique surtout par l'incertitude que laisse planer la politique américaine, surtout en ce qui a trait au commerce et à l'investissement.

D'après le taux de change effectif du réal, le MXN est aujourd'hui la monnaie la plus faible (de presque trois écarts types en moins) parmi les 24 monnaies des marchés émergents suivies par Bloomberg. Toutefois, puisque l'incertitude provoquée par les politiques du président Trump à l'égard du Mexique ne devrait pas se dissiper avant l'été, le peso restera sous tension ou sera au moins volatil.

Parmi les pays andins, le sort du peso colombien — prétendument la devise la plus largement tributaire du pétrole de la région parmi les devises liquides — sera probablement dicté par la dynamique des cours du pétrole. Le peso chilien devrait continuer de s'échanger latéralement comme il le fait depuis juin 2016. La Banque centrale s'abstient toujours d'intervenir; or, nous ne tablons pas sur le début d'un cycle d'assouplissement, puisque la dynamique de l'inflation prend une tournure favorable, même si la croissance est toujours aussi terne.

Le sol péruvien (PEN) se valorise lentement mais sûrement, et à en croire les mouvements, nous pensons que les clients s'intéressent de plus en plus aux obligations locales — malgré des rendements nominaux qui ne sont pas particulièrement attrayants. Grâce à sa forte croissance et à son solide bilan, le PEN est pour ainsi dire une valeur refuge. En 2016, d'après le rapport de l'Institut de la finance internationale, les sorties de capitaux des marchés émergents ont été les pires depuis 2008. La valorisation du PEN pourrait vouloir dire, à notre sens, que le Pérou est l'un des rares pays où l'appétence au risque semble prendre du mieux.

ANNEXE 1

International	2000–15	2016e	2017p	2018p	2000–15	2016e	2017p	2018p
Monde (en parité de pouvoir d'achat)	3,9	3,0	3,4	3,4				
Canada	2,2	1,4	2,0	2,0	1,9	1,3	2,2	2,1
États-Unis	1,9	1,6	2,3	2,4	2,2	1,7	2,4	2,3
Mexique	2,4	2,1	1,5	2,1	4,5	3,4	5,5	4,3
Royaume-Uni	1,8	2,1	1,6	1,2	2,2	1,1	2,8	2,2
Zone euro	1,2	1,6	1,7	1,7	1,9	1,1	1,4	1,7
Allemagne	1,2	1,7	1,8	1,7	1,6	1,7	1,5	1,8
France	1,3	1,2	1,4	1,6	1,7	0,6	1,3	1,4
Russie	4,6	-0,6	1,2	1,4	11,4	7,1	5,5	5,0
Chine	9,8	6,7	6,4	6,0	2,4	2,1	2,4	2,5
Inde	7,0	6,8	7,5	7,8	7,2	3,4	5,5	5,7
Japon	0,9	0,9	0,7	0,6	0,0	0,5	0,7	1,0
Corée du sud	4,4	2,7	2,5	2,6	2,8	1,3	1,8	2,3
Indonésie	5,6	5,0	5,3	5,5	6,2	3,0	4,4	4,7
Australie	3,0	2,4	2,4	2,6	2,9	1,3	2,0	2,1
Thaïlande	4,1	3,2	3,2	3,1	2,5	1,1	1,9	2,2
Brésil	3,4	-3,5	0,5	2,0	6,5	6,3	5,0	4,5
Colombie	4,2	1,9	2,4	3,3	5,0	6,5	4,5	4,0
Pérou	5,3	3,8	3,8	4,2	2,7	3,2	3,1	2,8
Chili	4,3	1,5	2,0	2,5	3,3	2,7	2,6	3,0
Produits de base								
	(moyenne annuelle)							
Pétrole WTI (\$ US/baril)	64	43	58	61				
Pétrole Brent (\$ US/baril)	67	45	60	63				
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	5,09	2,55	3,25	3,15				
Cuivre (\$ US/lb)	2,36	2,21	2,40	2,50				
Zinc (\$ US/lb)	0,81	0,95	1,35	1,55				
Nickel (\$ US/lb)	7,45	4,36	5,20	5,00				
Aluminium (\$US/livre)	0,87	0,73	0,75	0,77				
Minerai de fer (\$US/tonne)	68	58	55	50				
Charbon métallurgique (\$US/tonne)	127	115	180	120				
Or, à Londres en après-midi (\$ US/once)	845	1 251	1 200	1 200				

ANNEXE 3

Taux des banques centrales	2016		2017				2018			
	T3	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Amérique	(en %, à la fin de la période)									
Banque du Canada	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	0,75	1,00
Réserve fédérale des États-Unis	0,50	0,75	0,75	1,00	1,25	1,50	1,50	1,75	1,75	2,00
Banque du Mexique	4,75	5,75	6,25	6,75	7,00	7,25	7,50	7,50	7,50	7,50
Banque centrale du Brésil	14,25	13,75	12,50	11,25	10,50	10,00	9,75	9,50	9,50	9,00
Banque de la République de Colombie	7,75	7,50	7,00	6,75	6,50	6,25	6,00	6,00	6,00	6,00
Banque centrale de réserve du Pérou	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25
Banque centrale du Chili	3,50	3,50	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	3,00	3,25	3,50
Europe										
Banque centrale européenne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Banque d'Angleterre	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Banque nationale suisse	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
Asie/Océanie										
Banque centrale d'Australie	1,50	1,50	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,50	1,75
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	4,35	4,35	4,35	4,35
Banque de réserve de l'Inde	6,50	6,25	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
Banque de Corée	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,50	1,50	1,75
Banque centrale de l'Indonésie	5,00	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	5,00	5,00	5,25
Banque de Thaïlande	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75	1,75	2,00
Devises et taux d'intérêt										
Amérique	(à la fin de la période)									
Dollar canadien (USD/CAD)	1,31	1,34	1,38	1,40	1,38	1,36	1,36	1,34	1,32	1,30
Dollar canadien (CAD/USD)	0,76	0,74	0,72	0,71	0,72	0,74	0,74	0,75	0,76	0,77
Peso mexicain (USD/MXN)	19,39	20,73	21,63	21,59	21,83	22,25	22,49	22,31	22,39	22,69
Real brésilien (USD/BRL)	3,26	3,26	3,50	3,50	3,55	3,55	3,50	3,50	3,60	3,75
Peso colombien (USD/COP)	2882	3002	3000	3100	3125	3175	3175	3200	3175	3150
Nouveau sol - Pérou (USD/PEN)	3,38	3,36	3,43	3,40	3,43	3,35	3,23	3,22	3,20	3,19
Peso chilien (USD/CLP)	657	670	666	667	668	669	667	664	661	659
Europe										
Euro (EUR/USD)	1,12	1,05	1,02	1,02	1,05	1,10	1,12	1,12	1,15	1,15
Livre sterling (GBP/USD)	1,30	1,23	1,20	1,20	1,25	1,25	1,30	1,30	1,35	1,35
Franc suisse (USD/CHF)	0,97	1,02	1,09	1,09	1,07	1,02	1,00	1,00	0,97	0,98
Couronne suédoise (USD/SEK)	8,58	9,10	9,00	8,90	8,80	8,70	8,60	8,50	8,40	8,30
Couronne norvégienne (USD/NOK)	7,98	8,64	8,20	8,20	8,00	8,00	7,80	7,60	7,40	7,20
Rouble russe (USD/RUB)	62,9	61,5	64,0	63,5	63,5	63,0	63,0	62,5	62,5	62,0
Asie/Océanie										
Yen - Japon (USD/JPY)	101	117	115	115	117	117	121	121	122	122
Dollar australien (AUD/USD)	0,77	0,72	0,76	0,76	0,75	0,75	0,75	0,75	0,78	0,78
Yuan - Chine (USD/CNY)	6,67	6,95	7,00	7,20	7,20	7,30	7,30	7,35	7,35	7,40
Roupie - Inde (USD/INR)	66,6	67,9	68,5	69,0	69,0	69,5	69,0	68,5	68,5	68,0
Won - Corée du sud (USD/KRW)	1101	1208	1220	1240	1240	1260	1240	1220	1220	1200
Rupiah - Indonésie (USD/IDR)	13042	13473	13500	13800	13800	14000	13800	13600	13600	13500
Baht - Thaïlande (USD/THB)	34,6	35,8	36,0	36,5	36,5	37,0	36,5	36,0	36,0	35,5
Canada (rendements, %)										
Bon du Trésor à 3 mois	0,53	0,46	0,50	0,50	0,50	0,50	0,60	0,80	0,90	1,10
Obligation du Canada à 2 ans	0,52	0,75	0,75	0,85	0,95	1,05	1,20	1,35	1,45	1,60
Obligation du Canada à 5 ans	0,62	1,11	1,15	1,25	1,30	1,40	1,50	1,65	1,80	1,90
Obligation du Canada à 10 ans	1,00	1,72	1,75	1,80	1,85	1,90	1,95	2,10	2,20	2,35
Obligation du Canada à 30 ans	1,66	2,31	2,35	2,30	2,35	2,45	2,55	2,65	2,75	2,80
États-Unis (rendements, %)										
Bon du Trésor à 3 mois	0,27	0,50	0,55	0,80	1,05	1,25	1,30	1,55	1,60	1,80
Obligation du Trésor à 2 ans	0,76	1,19	1,25	1,40	1,50	1,70	1,75	1,90	1,95	2,10
Obligation du Trésor à 5 ans	1,15	1,93	2,00	2,10	2,20	2,30	2,40	2,50	2,55	2,60
Obligation du Trésor à 10 ans	1,59	2,44	2,50	2,60	2,70	2,80	2,85	2,90	2,95	3,00
Obligation du Trésor à 30 ans	2,31	3,07	3,05	3,15	3,20	3,30	3,35	3,40	3,45	3,50

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 et Paris)

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.