

## La croissance à son zénith

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

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

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

### RENSEIGNEMENTS

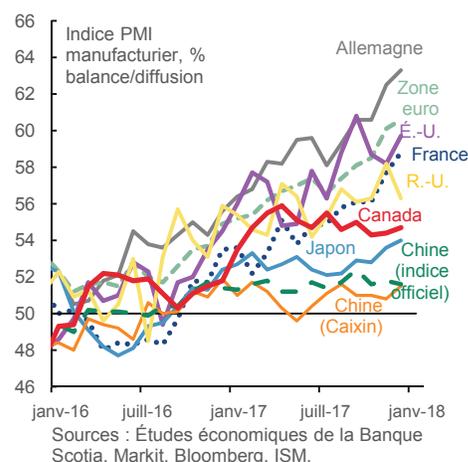
Jean-François Perrault, PVP et économiste en chef  
 416.866.4214  
 Études économiques de la Banque Scotia  
[jean-francois.perrault@scotiabank.com](mailto:jean-francois.perrault@scotiabank.com)

### SOMMAIRE

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

Graphique 1

### Activité manufacturière mondiale



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

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

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

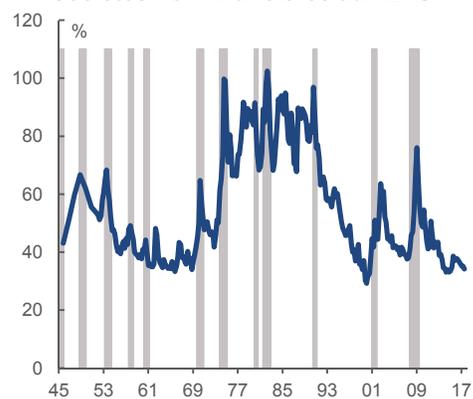
Si on ne tient compte que de la conjoncture économique, le plaidoyer pour un relèvement des taux d'intérêt au Canada est incontournable. D'autres facteurs assombrissent l'horizon. Le gouverneur de la Banque du Canada reste inquiet de l'endettement des ménages et du lien entre l'endettement et la hausse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

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

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

Graphique 2

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



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

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

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

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

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

**Tableau 1**

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

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

## Canada

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

### LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE COMMENCE À PERDRE DE LA VITESSE

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

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

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

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

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

### RENSEIGNEMENTS

**Brett House, VP et économiste en chef adjoint**  
416.863.7463  
Études économiques de la Banque Scotia  
[brett.house@scotiabank.com](mailto:brett.house@scotiabank.com)

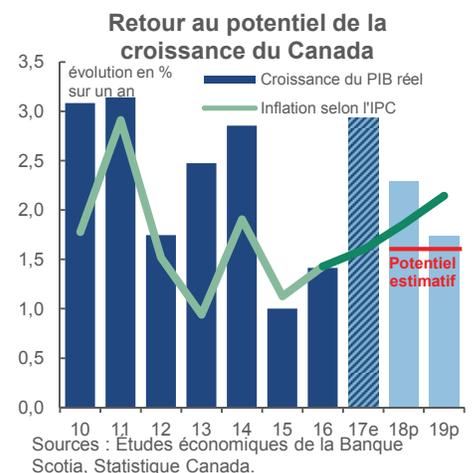
**Carlos Gomes**  
416.866.4735  
Études économiques de la Banque Scotia  
[carlos.gomes@scotiabank.com](mailto:carlos.gomes@scotiabank.com)

**Juan Manuel Herrera**  
416.866.6781  
Études économiques de la Banque Scotia  
[juanmanuel.herrera@scotiabank.com](mailto:juanmanuel.herrera@scotiabank.com)

**Adrienne Warren**  
416.866.4315  
Études économiques de la Banque Scotia  
[adrienne.warren@scotiabank.com](mailto:adrienne.warren@scotiabank.com)

**Mary Webb**  
416.866.4202  
Études économiques de la Banque Scotia  
[mary.webb@scotiabank.com](mailto:mary.webb@scotiabank.com)

Graphique 1



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

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

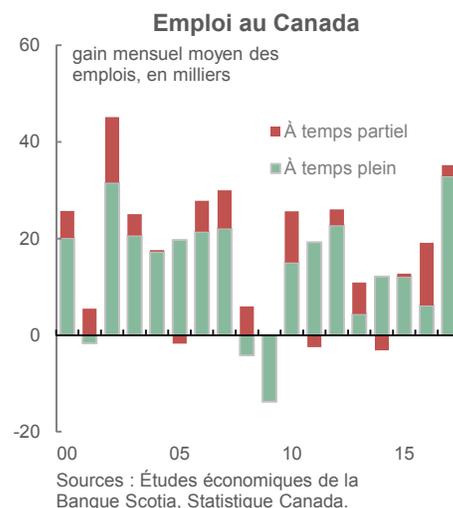
Les gains de richesse grâce à la hausse des prix des logements et de la valeur nette des maisons ont également énergisé le pouvoir d'achat des ménages. La valeur nette des ménages a augmenté de 387 G\$ CA durant l'année écoulée. En supposant un effet de richesse de quatre cents par dollar, cette progression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

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

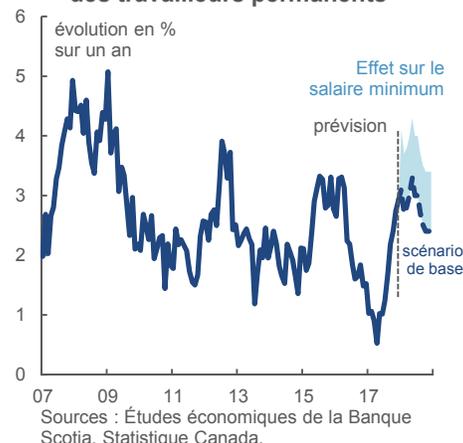
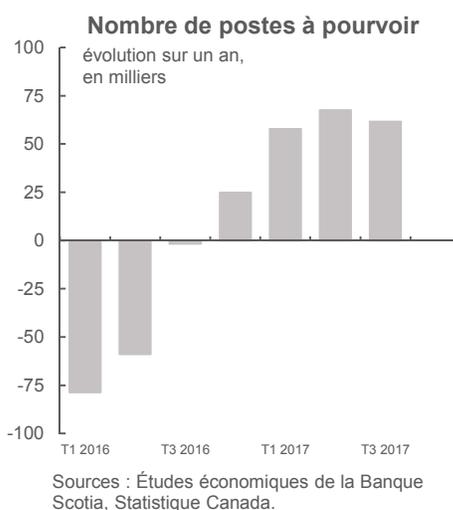
Un rebond du tourisme intérieur et international étaye les industries de services liées au tourisme, dont l'hébergement et la restauration, le transport, ainsi que les arts et les loisirs. Corrigées de l'inflation, les dépenses touristiques ont augmenté de 5 % sur un an dans les trois premiers trimestres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

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

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

**Graphique 2**

**Graphique 3**

**Gains horaires moyens des salaires des travailleurs permanents**


**Graphique 4**




## L'INVESTISSEMENT DANS LA MACHINERIE REHAUSSE LES CARNETS DE COMMANDES

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

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

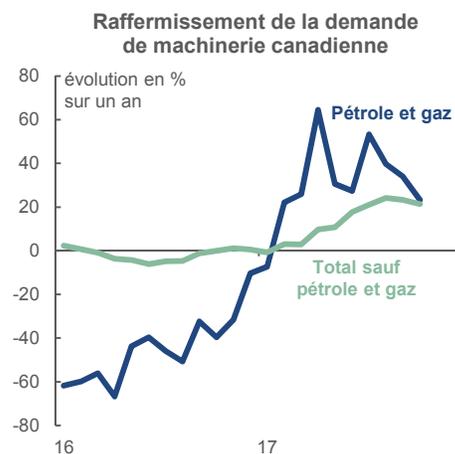
La demande de machinerie s'est également relevée au Canada, en inversant la tendance à la baisse qui s'est déroulée à partir du début de 2015 jusqu'à il y a un an (graphique 5). La hausse des cadences d'exploitation et le regain de confiance des entreprises et des consommateurs, ainsi que le raffermissement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

## AU CANADA, LES GOUVERNEMENTS DÉPENSENT TOUJOURS

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

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

Graphique 5



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

Tableau 2

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

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

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

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

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

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

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

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

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

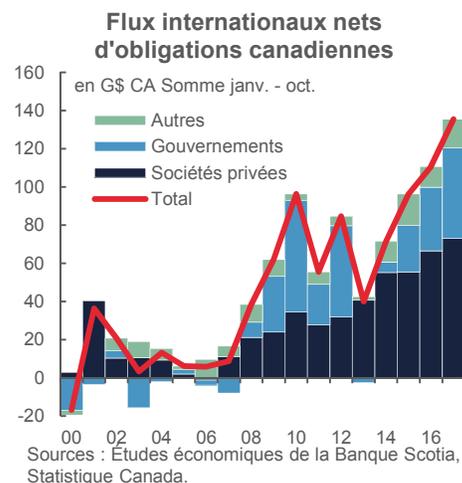
Graphique 6



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

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

Graphique 7


**RISQUES : ON DEVRAIT POUVOIR MIEUX DORMIR**

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

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

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

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

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







## États-Unis

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

### L'ÉLAN SE POURSUIT EN 2018

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

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

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

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

### RENSEIGNEMENTS

**Brett House, VP et économiste en chef adjoint**  
416.866.7463  
Études économiques de la Banque Scotia  
[brett.house@scotiabank.com](mailto:brett.house@scotiabank.com)

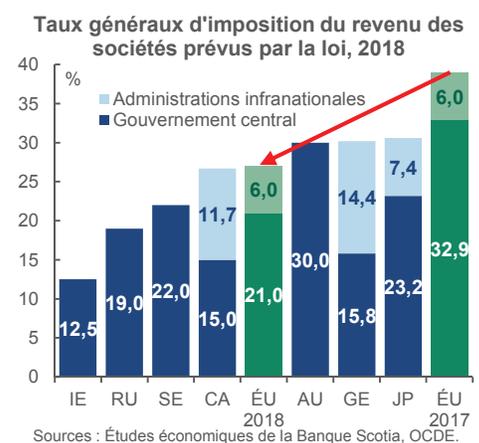
**Carlos Gomes**  
416.866.4735  
Études économiques de la Banque Scotia  
[carlos.gomes@scotiabank.com](mailto:carlos.gomes@scotiabank.com)

**Juan Manuel Herrera**  
416.866.6781  
Études économiques de la Banque Scotia  
[juanmanuel.herrera@scotiabank.com](mailto:juanmanuel.herrera@scotiabank.com)

**Adrienne Warren**  
416.866.4315  
Études économiques de la Banque Scotia  
[adrienne.warren@scotiabank.com](mailto:adrienne.warren@scotiabank.com)

**Mary Webb**  
416.866.4202  
Études économiques de la Banque Scotia  
[mary.webb@scotiabank.com](mailto:mary.webb@scotiabank.com)

Graphique 1



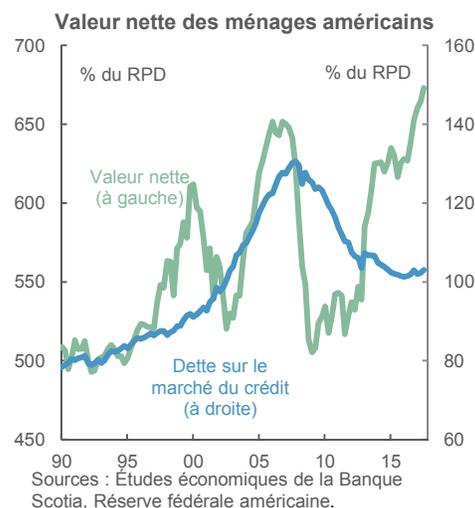
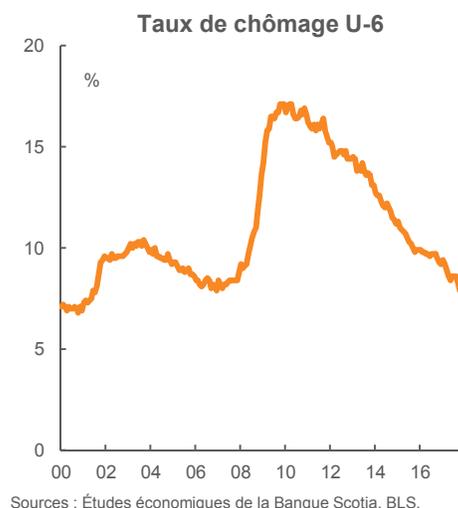
La consommation des ménages a jusqu'à maintenant été financée en partie par la hausse des emprunts et la réduction de l'épargne, qui pourraient désormais comprimer les dépenses. La dette sur le marché du crédit par rapport au revenu disponible augmente légèrement depuis le début de 2016, même si elle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

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

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

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

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

**Graphique 2**

**Graphique 3**

**Tableau 1**

Prévisions trimestrielles pour les États-Unis	2017				2018				2019			
	T3	T4e	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p		
<b>Économique</b>												
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	3,2	2,8	2,4	2,2	2,1	1,9	1,6	1,6	1,6	1,6		
PIB réel (variation annuelle en %)	2,3	2,5	2,8	2,6	2,4	2,2	2,0	1,8	1,7	1,6		
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	2,0	2,0	2,0	2,3	2,3	2,2	2,2	2,3	2,4	2,4		
Indice de référence (variation annuelle en %)	1,7	1,8	1,8	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3		
<b>Financier</b>												
Euro (EUR/USD)	1,18	1,20	1,18	1,18	1,20	1,20	1,24	1,24	1,28	1,28		
Livre sterling (GBP/USD)	1,34	1,35	1,35	1,35	1,37	1,37	1,38	1,38	1,40	1,40		
Yen - Japon (USD/JPY)	113	113	114	114	115	115	118	118	120	120		
Fed Funds Rate (limite supérieure, %)	1,25	1,50	1,75	1,75	2,00	2,25	2,25	2,50	2,50	2,75		
Bon du Trésor à 3 mois (%)	1,04	1,38	1,80	1,80	2,05	2,30	2,30	2,55	2,60	2,80		
Obligation du Trésor à 2 ans (%)	1,48	1,88	2,20	2,30	2,50	2,60	2,70	2,75	2,85	2,90		
Obligation du Trésor à 5 ans (%)	1,93	2,21	2,50	2,60	2,70	2,75	2,85	2,90	3,00	3,05		
Obligation du Trésor à 10 ans (%)	2,34	2,40	2,70	2,80	2,85	2,90	3,00	3,05	3,15	3,20		
Obligation du Trésor à 30 ans (%)	2,86	2,74	2,85	2,95	3,00	3,05	3,15	3,20	3,30	3,35		

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



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

### L'INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES DEVIENT UN PILIER DE LA CROISSANCE

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

### UN PROFIL BUDGÉTAIRE MODIFIÉ

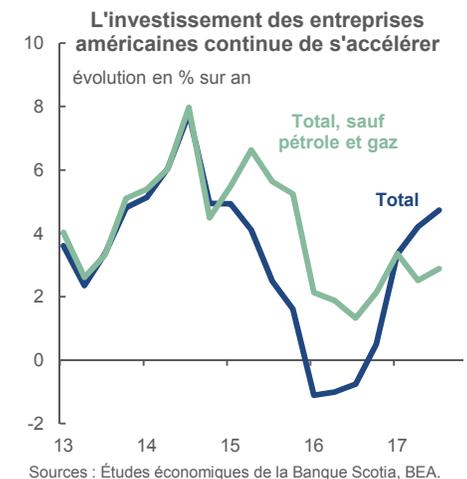
La réforme fiscale fédérale adoptée récemment dans le cadre de la *Tax Cuts and Jobs Act*, qui a essentiellement pris effet le 1<sup>er</sup> janvier 2018, aura probablement certaines conséquences voulues et non voulues à la fois. Tout d'abord, les baisses planifiées des taux d'imposition sont coûteuses.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

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

### LE DÉFICIT DANS LE COMMERCE DES BIENS CONTINUERA D'AUGMENTER

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

Graphique 5



















## Mexique

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

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

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

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

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

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

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

### RENSEIGNEMENTS

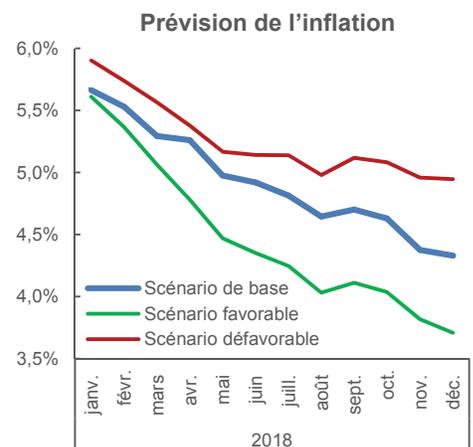
Mario Correa

52.55.5123.2683 (Mexique)

Scotiabank Mexico

mcorrea@scotiabank.com.mx

Graphique 1



Source : Études économiques de la Banque Scotia.

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

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

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



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

#### **POLITIQUE MONÉTAIRE**

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

## Zone euro

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

### CROISSANCE SOUTENUE

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

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

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

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

### INFLATION

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

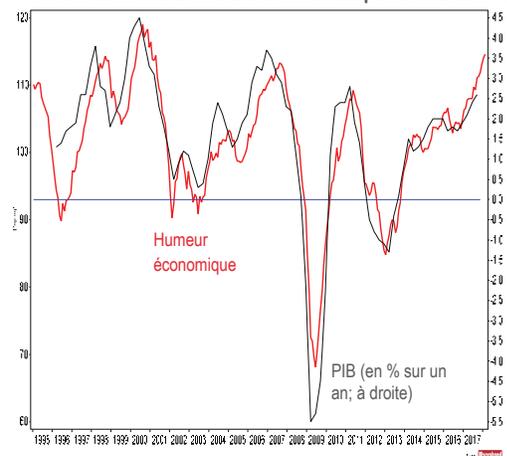
### RENSEIGNEMENTS

**Alan Clarke, chef, Stratégie des titres à revenu fixe européens**

44.207.826.5986 (Londres)  
 Stratégie des titres à revenu fixe  
[alan.clarke@scotiabank.com](mailto:alan.clarke@scotiabank.com)

Graphique 1

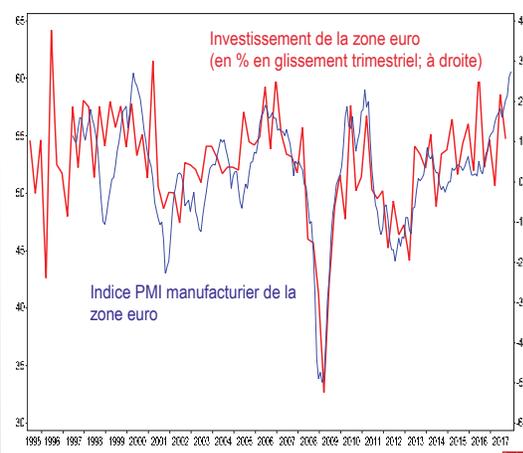
Croissance du PIB et humeur économique de la zone euro



Sources : Macrobond, Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 2

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



Sources : Macrobond, Études économiques de la Banque Scotia.

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

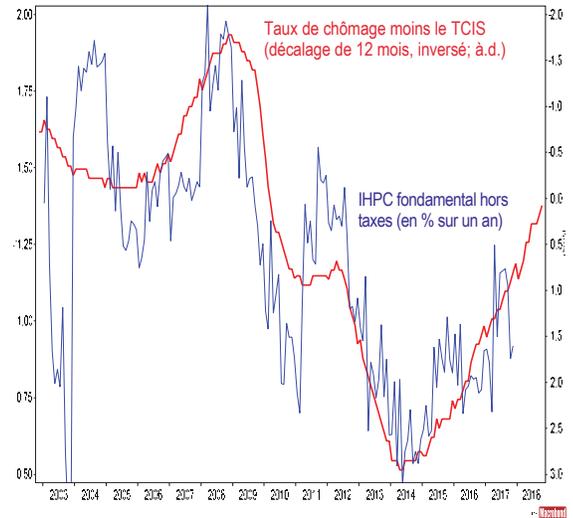
Étant donné cette corrélation, l'inflation fondamentale *devrait* s'inscrire dans une fourchette approximative de 1,25 % à 1,50 % sur un an d'ici la fin de 2018. Toutefois, l'expérience vécue au Royaume-Uni dans l'année écoulée ou les deux dernières années montre que le lien entre le taux de chômage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

### POLITIQUE MONÉTAIRE

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

**Graphique 3**

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



Sources : Macrobond, Études économiques de la Banque Scotia.

## Brésil

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

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

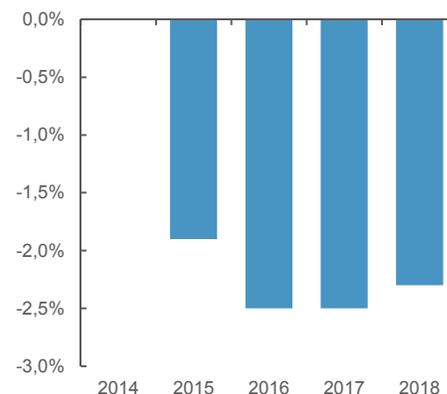
- la décision que rendra la justice sur les appels interjetés par l'ex-président Lula, et qui devrait avoir une incidence sur les candidats à la présidentielle d'octobre. Pour l'heure, M. Lula continue de devancer tous les autres rivaux dans les sondages; or, il sera essentiel d'attendre afin de savoir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

### RENSEIGNEMENTS

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

Graphique 1

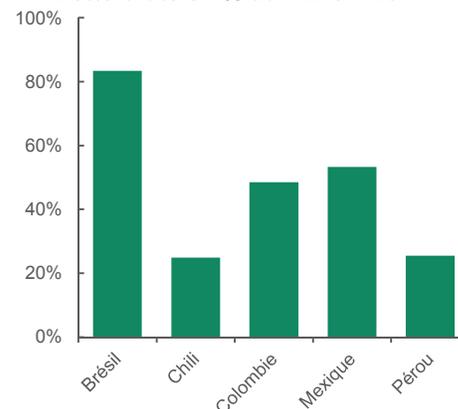
#### Brésil – Solde primaire (en % du PIB)



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, FMI.

Graphique 2

#### Dettes brute en % du PIB en 2017



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, FMI.

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

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

## Colombie

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

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

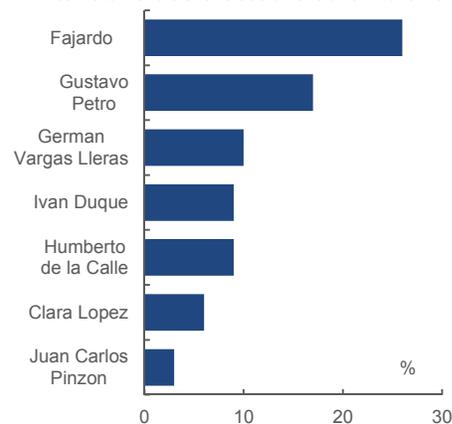
- l'un des points d'ancrage de la situation budgétaire de la Colombie est la règle budgétaire ([veuillez cliquer ici pour prendre connaissance d'un aperçu de la règle budgétaire de la Colombie](#)). L'une de ses lacunes est l'absence de procédures d'application en bonne et due forme, pour les dépenses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

### RENSEIGNEMENTS

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

Graphique 1

#### Intentions des électeurs colombiens



Sources : Centro Nacional de Consultoría (CNC).

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

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

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

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

## Pérou

### LES CHOCS DIVERGENTS DE LA CONJONCTURE POLITIQUE ET DES ÉCHANGES COMMERCIAUX

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

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

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

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

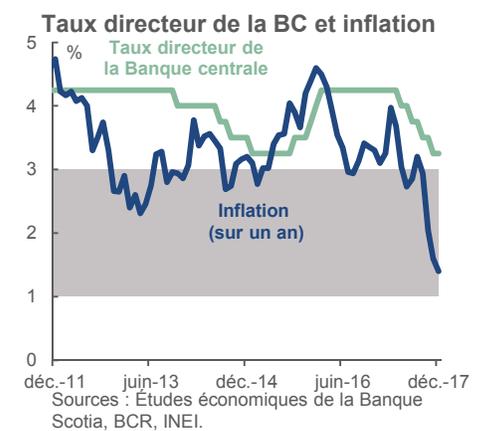
Nous réviserons nos prévisions du PIB pour 2018 lorsque nous aurons une meilleure idée de la rapidité avec laquelle le gouvernement pourra remettre en selle l'investissement du secteur public. Il faut toutefois noter que si nous avions auparavant entrevu une hausse de notre prévision de croissance du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

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

### RENSEIGNEMENTS

**Guillermo Arbe**  
511.211.6052 (Pérou)  
Scotiabank Peru  
[guillermo.arbe@scotiabank.com.pe](mailto:guillermo.arbe@scotiabank.com.pe)

Graphique 1



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

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

## Chili

### UNE REPRISE MODÉRÉE PARAÎT PLUS PROBABLE DE JOUR EN JOUR

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

### COMPTE RENDU MACROÉCONOMIQUE : LA CONJONCTURE FAVORABLE PORTE L'OPTIMISME

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

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

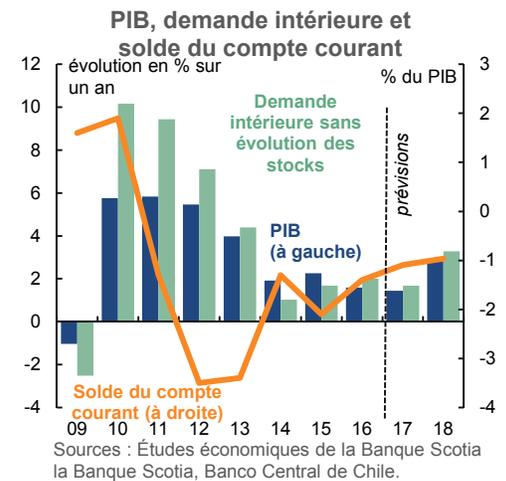
L'inflation a atteint 2,3 % en 2017, soit son plus creux depuis 2012. Ce taux cadre plutôt bien avec une économie qui progresse en deçà de son rythme potentiel depuis quatre ans; cette progression a été caractérisée par une volonté d'efficacité dans certains secteurs, renforcée par les effets décalés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

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

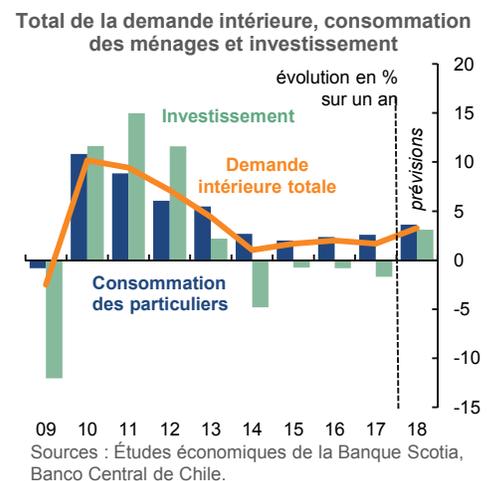
### RENSEIGNEMENTS

**Benjamin Sierra**  
56.2.2619.4974 (Chili)  
Scotiabank Chile  
[benjamin.sierra@scotiabank.cl](mailto:benjamin.sierra@scotiabank.cl)

Graphique 1



Graphique 2



**PANORAMA POLITIQUE RISQUÉ, MAIS PROMETTEUR**

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

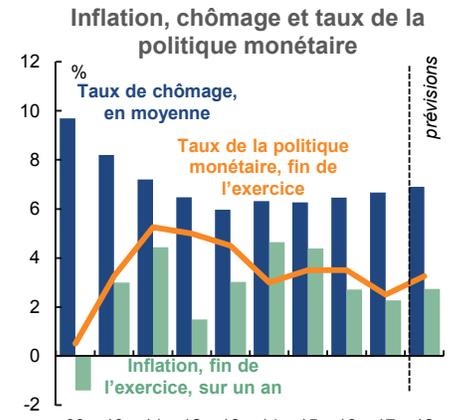
Le nouveau président est conscient qu'il faut bouger rapidement pour améliorer la conjoncture économique (ce qui est probablement la première raison pour laquelle il s'est fait élire de façon aussi convaincante). Hormis la « lune de miel » traditionnelle d'un an entre le nouveau président et le peuple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

**LES GRANDS RISQUES NE CHANGENT PAS**

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

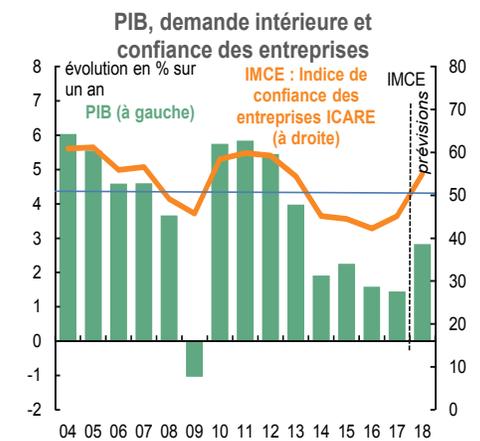
Les risques intérieurs, qui ont probablement été surestimés, restent importants. Les capacités du nouveau gouvernement ont été mises à l'épreuve sous la première administration de M. Piñera, qui a gouverné le Chili de 2010 à 2014; il faudrait toutefois s'attendre à certaines améliorations. En revanche,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

Graphique 3



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, INE, Banco Central de Chile.

Graphique 4



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Banco Central de Chile, IMCE: ICARE-UAJ.

## Chine

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

### LES PROGRÈS DE LA TRANSITION STRUCTURELLE DE L'ÉCONOMIE CHINOISE

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

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

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

### RECU DES RISQUES FINANCIERS À L'HORIZON

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

### RENSEIGNEMENTS

Tuuli McCully

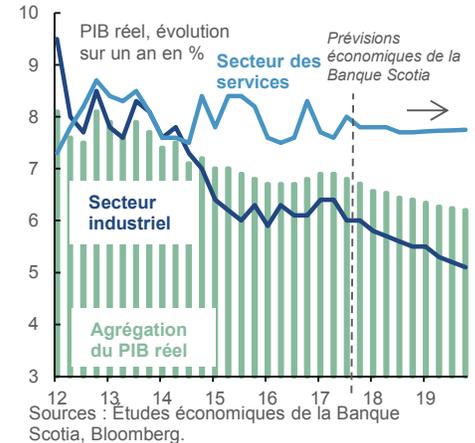
65.6305.8313 (Singapour)

Études économiques de la Banque Scotia

[tuuli.mccully@scotiabank.com](mailto:tuuli.mccully@scotiabank.com)

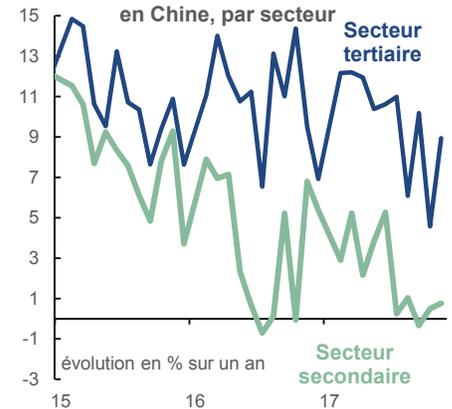
Graphique 1

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



Graphique 2

#### Investissement dans les immobilisations en Chine, par secteur





## Japon

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

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

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

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

### LA POLITIQUE MONÉTAIRE RESTERA ULTRA CONCILIANTE EN 2018

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

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

## RENSEIGNEMENTS

Tuuli McCully

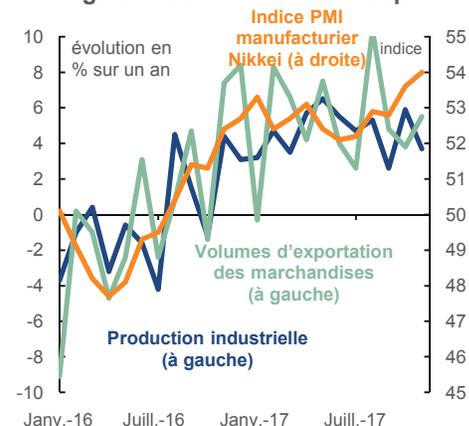
65.6305.8313 (Singapour)

Études économiques de la Banque Scotia

tuuli.mccully@scotiabank.com

Graphique 1

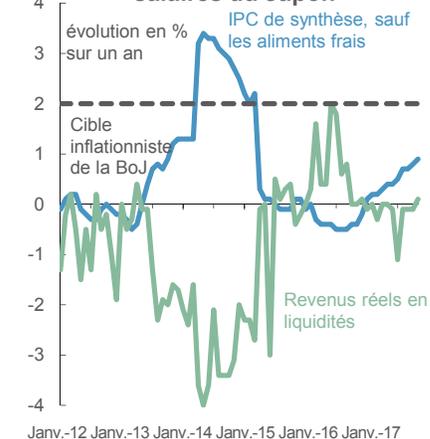
### Fulgurant élan industriel du Japon



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 2

### Dynamique de l'inflation et des salaires du Japon



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

## Inde

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

### L'ÉCONOMIE INDIENNE PREND DU MIEUX

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

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

### LES TENSIONS INFLATIONNISTES REFONT SURFACE

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

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

## RENSEIGNEMENTS

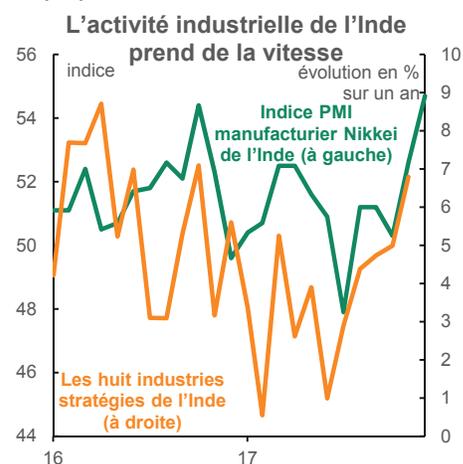
**Tuuli McCully**

65.6305.8313 (Singapour)

Études économiques de la Banque Scotia

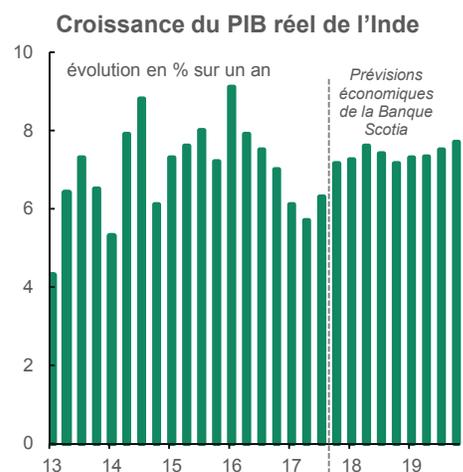
[tuuli.mccully@scotiabank.com](mailto:tuuli.mccully@scotiabank.com)

Graphique 1



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 2



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

## LES RÉFORMES DU SECTEUR FINANCIER PORTENT LES PERSPECTIVES

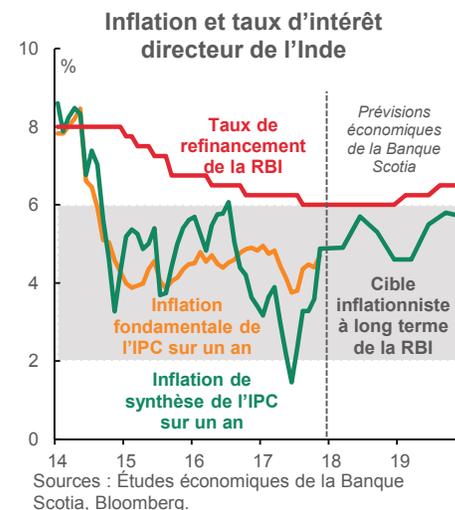
L'une des principales mesures de relance de l'économie indienne a été adoptée à la fin d'octobre 2017 : le gouvernement de l'Inde a approuvé un plan massif de recapitalisation de deux ans des banques du secteur public du pays, malmenées par des actifs massifs et non performants. La léthargie des bilans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

## LE RISQUE DE DÉRAPAGE BUDGÉTAIRE NUIT AUX PERSPECTIVES

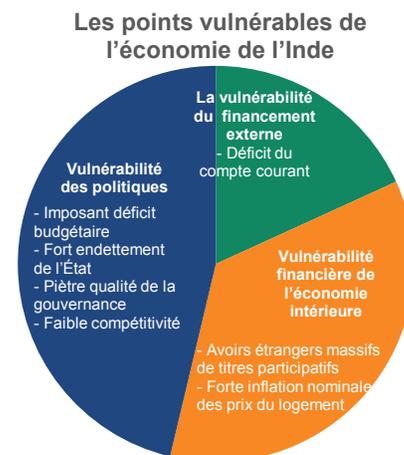
Des points faibles et des risques pèsent sur les fondamentaux de l'Inde du point de vue budgétaire (graphique 4). La croissance économique toujours discrète — même si elle s'améliore — pourrait amener le gouvernement indien à envisager de nouvelles mesures de relance budgétaires pour porter la demande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

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

Graphique 3



Graphique 4



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, IIF.











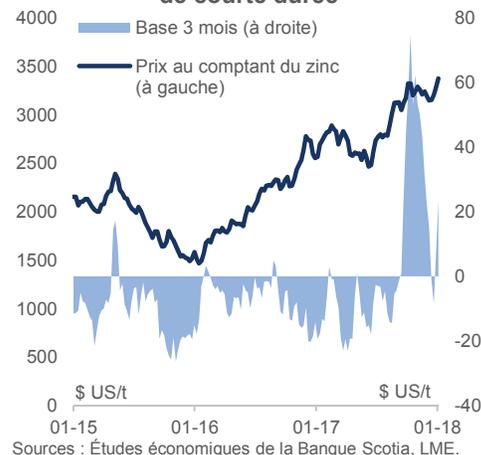
l'industrie manufacturière, en particulier dans les marchés évolués, est une bonne nouvelle pour la demande de métaux de base, alors que la production d'électroménagers et de produits électroniques grand public augmente; toutefois, le ralentissement de la construction en Chine pèsera sur les produits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

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

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

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

Graphique 9

**Déport tenace du zinc et léthargie de courte durée**


Sources : Études économiques de la Banque Scotia, LME.

**Tableau 1**

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

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.



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

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

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

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

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







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.**

<sup>MD</sup> Marque déposée de La Banque de Nouvelle-Écosse.

La Banque Scotia, de pair avec l'appellation « Services bancaires et marchés mondiaux », est une dénomination commerciale désignant les activités mondiales exercées dans le secteur des services bancaires aux sociétés, des services bancaires de placement et des marchés financiers par La Banque de Nouvelle-Écosse et certaines de ses sociétés affiliées dans les pays où elles sont présentes, dont Scotiabanc Inc., Citadel Hill Advisors L.L.C., The Bank of Nova Scotia Trust Company of New York, Scotiabank Europe plc, Scotiabank (Ireland) Limited, Scotiabank Inverlat S.A., Institución de Banca Múltiple, Scotia Inverlat Casa de Bolsa S.A. de C.V., Scotia Inverlat Derivados S.A. de C.V., lesquelles sont toutes des membres du groupe de la Banque Scotia et des usagers autorisés de la marque Banque Scotia. La Banque de Nouvelle-Écosse est constituée au Canada sous le régime de la responsabilité limitée et ses activités sont autorisées et réglementées par le Bureau du surintendant des institutions financières du Canada. Au Royaume-Uni, les activités de La Banque de Nouvelle-Écosse sont autorisées par la Prudential Regulation Authority et assujetties à la réglementation de la Financial Conduct Authority et à la réglementation limitée de la Prudential Regulation Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails du périmètre de l'application, à La Banque de Nouvelle-Écosse, de la réglementation de la Prudential Regulation Authority du Royaume-Uni. Les activités de Scotiabank Europe plc sont autorisées par la Prudential Regulation Authority et réglementées par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority du Royaume-Uni.

Les activités de Scotiabank Inverlat, S.A., de Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V. et de Scotia Derivados, S.A. de C.V. sont toutes autorisées et réglementées par les autorités financières du Mexique.

Les produits et les services ne sont pas tous offerts dans toutes les administrations. Les services décrits sont offerts dans les administrations dont les lois le permettent.

**Stratégie des titres à revenu fixe (Londres)**

[www.gbm.scotiabank.com](http://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<sup>MC</sup> 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.

<sup>MC</sup> 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.

<sup>Mc</sup> 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.