

## La reprise dénoue l'incertitude des politiques américaines

- **La croissance s'accélère : les dépenses des ménages et l'économie ne cessent de s'améliorer mondialement.**
- **Les risques d'un choc induit par les politiques américaines sur la croissance mondiale se résorbent.**

L'économie mondiale continue de prendre du mieux (graphique 1). Les solides données macroéconomiques dans de nombreux pays confirment que la croissance va bon train et que la confiance des ménages et des entreprises se redresse. La croissance de l'emploi reste forte, tout indique que l'investissement reprend dans différents pays, et la reprise de l'activité est palpable dans le secteur manufacturier, surtout aux États-Unis et au Canada. La relance de l'activité des entreprises (graphique 2) a pour effet d'accroître, partout dans le monde, les échanges commerciaux (graphique 3), qui devraient progresser à un rythme jamais vu depuis 2011. Pour ce qui est des ménages, il n'y a sans doute pas, pour mesurer la vigueur des finances et l'optimisme des consommateurs, de meilleur indicateur que les achats de véhicules automobiles (graphique 4), qui continuent d'augmenter partout dans le monde (sauf en Chine, où un rabais fiscal exceptionnel a faussé l'an dernier les ventes de véhicules automobiles).

La vigueur des données qui viennent d'être publiées résorbe les risques des politiques américaines. Il semble aujourd'hui que l'administration Trump soit moins portée à adopter des politiques protectionnistes extrêmes et l'impôt sur les mouvements de capitaux en fonction de la destination (dont le rajustement de la taxe douanière). Il va de soi que ces risques sont tenaces et que d'autres risques continueront de peser sur les perspectives, par exemple l'évolution de la conjoncture politique en Corée du Nord. C'est pourquoi nous sommes toujours d'avis que les risques politiques et géopolitiques l'emportent sur les risques économiques.

L'économie américaine reste bien placée pour accélérer sa croissance (graphique 5), modérer les pressions inflationnistes, améliorer le marché du travail, conforter la demande des consommateurs, gonfler les carnets de commandes des entreprises industrielles et hausser l'investissement. Pour l'heure, on ne peut pas vraiment dire que les inquiétudes à propos des politiques que pourraient adopter les États-Unis nuisent à l'économie. C'est même plutôt le contraire qui se produit, puisque la confiance des consommateurs n'a jamais été aussi forte depuis 2000 et que les indices des gestionnaires des achats sont confortablement installés en territoire expansionniste. La vigueur de la reprise a amené la Réserve fédérale à relever deux fois les taux d'intérêt depuis l'automne dernier, et nous nous attendons à ce que les taux soient haussés d'encore 50 points de base d'ici la fin de 2017. Si les indicateurs économiques américains restent aussi vigoureux qu'au cours des derniers mois, il est concevable que la Fed soit obligée de durcir sa politique afin de tempérer les ardeurs de l'économie.

Au Canada, les perspectives ne cessent de s'améliorer, puisque le logement continue de réserver d'agréables surprises. La vigoureuse croissance américaine, l'augmentation des prix des produits de base, les faibles taux d'intérêt, les mesures de relance budgétaire et la croissance extrêmement forte de l'emploi sont toujours de puissantes locomotives de croissance. L'investissement dans la production pétrogazière semble vouloir rebondir; toutefois, la léthargie de l'investissement dans l'ensemble de l'économie continue de peser sur les exportations non énergétiques. On continue d'engager les dépenses consacrées à l'infrastructure publique, mais à un rythme plus modéré que prévu, et c'est pourquoi nous avons abaissé à 0,4 point de pourcentage, contre 0,5 dans nos prévisions antérieures, la contribution attendue de la politique budgétaire à la croissance. Malgré ce rajustement, l'accélération du secteur privé est suffisamment forte pour nous permettre de hausser nos

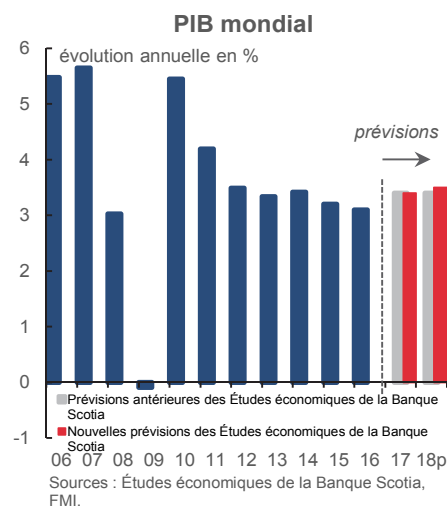
### RENSEIGNEMENTS

**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)

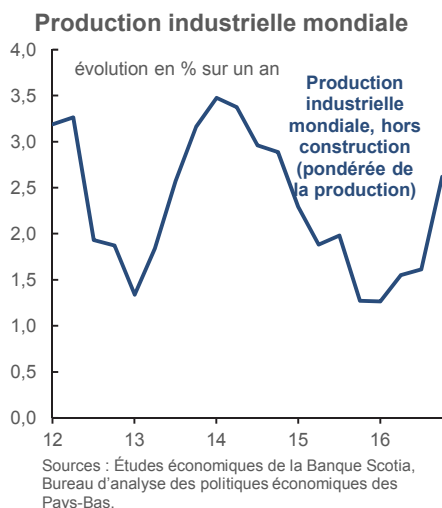
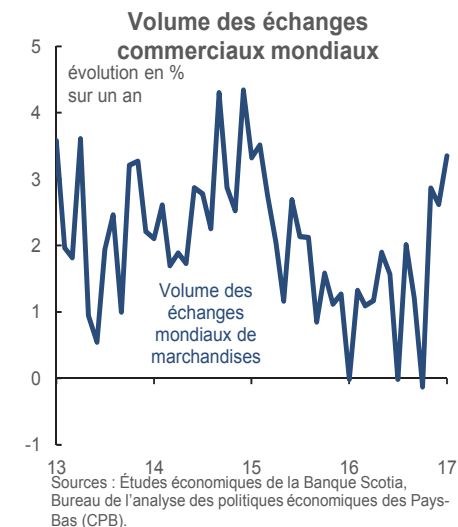
### SOMMAIRE

<b>Tour d'horizon</b>	1–3
<b>Canada</b>	4–8
<b>Provinces</b>	9–10
<b>États-Unis</b>	11–15
<b>La politique monétaire et les marchés financiers aux États-Unis et au Canada</b>	16–19
<b>Mexique</b>	20–21
<b>Royaume-Uni</b>	22–23
<b>Zone euro</b>	24–25
<b>Amérique latine</b>	26–35
<b>Asie</b>	36–40
<b>Produits de base</b>	41–43
<b>Monnaies</b>	44–45
<b>Tableaux des prévisions sommaires</b>	A1-A3

Graphique 1



prévisions de croissance pour 2017. Des risques importants perdurent. La reprise tant attendue de l'investissement pourrait être de nouveau retardée par l'incertitude qui règne sur les politiques commerciales aux États-Unis, même si à notre avis, ces risques se résorbent. Même si nous ne prévoyons pas de correction majeure sur les marchés du logement dans la région du Grand Toronto en raison de la vigueur des fondamentaux, les risques de baisse sont évidents. Les pressions inflationnistes sont moins vives au Canada qu'aux États-Unis, et nous pensons toujours que la Banque du Canada s'abstiendra d'intervenir jusqu'au milieu de 2018, même si les marchés tiennent désormais compte de la forte probabilité que la Banque du Canada hausse ses taux d'ici la fin de 2017. La divergence soutenue des politiques monétaires canadienne et américaine devrait affaiblir le dollar canadien au premier semestre de 2017.

**Graphique 2**

**Graphique 3**


Les économies des pays de l'Alliance du Pacifique afficheront une moins bonne tenue cette année, en raison de certains facteurs. Au Mexique, les incertitudes liées à l'ALÉNA ont une incidence sur l'investissement des entreprises, bien qu'une partie de cette incertitude s'amenuise (comme en fait foi le brusque rebond du peso cette année). La réforme de Pemex pèse aussi sur l'investissement et la production du secteur pétrolier. Exception faite de ces facteurs toutefois, d'importants compartiments de l'économie mexicaine tirent leur épingle du jeu. La croissance de l'emploi est forte, tout autant que l'activité dans le secteur des exportations et que la vente au détail. La production industrielle, en excluant le pétrole et la construction de la machinerie lourde, est orientée à la hausse. Au Chili, les secteurs de l'exploitation minière et de l'entreprise continuent d'être malmenés, et la situation est aggravée en partie par la grève qui paralyse une importante mine de cuivre. L'élection qui aura lieu à la fin de 2017 pourrait améliorer considérablement les perspectives si un candidat plus favorable à l'entreprise est élu. Au Pérou, El Niño a un impact retentissant sur la croissance, qui est aggravé par le décalage des dépenses d'infrastructure en raison d'un certain nombre de difficultés juridiques et politiques. La reconstruction dans la foulée des inondations et la reprise probable de certains investissements dans l'infrastructure devraient contribuer à un solide rebond en 2018. En Colombie, la croissance restera inférieure à son potentiel, en raison des difficultés structurelles, alors qu'un brusque rebond est attendu en 2018. On continue d'évaluer l'impact des coulées de boue du début d'avril sur l'économie colombienne.

Au Royaume-Uni, la croissance est ralentie par la hausse de l'inflation, liée à la dépréciation de la livre sterling, et par l'impact qu'elle produit sur les revenus réels. Le secteur des exportations continue de bien se porter en raison de la vigueur de la demande étrangère et du gain de compétitivité apporté par la léthargie de la monnaie. Il est improbable que le déclenchement de l'article 50 du Traité ait de nouvelles conséquences majeures pour les perspectives; toutefois, l'incertitude restera forte, et il se peut que l'impact sur l'économie devienne plus négatif lorsque les parties auront fait clairement connaître leurs positions dans la négociation. La croissance sur le continent européen continue de se renforcer malgré un calendrier politique difficile. Les indicateurs de la confiance des entreprises et des consommateurs laissent

**Tableau 1 — PIB réel mondial**

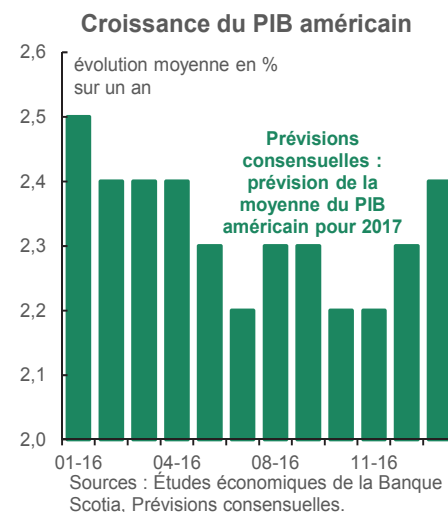
	2000–15	2016e	2017p	2018p
	(variation annuelle, en %)			
Monde (en parité de pouvoir d'achat)	3,9	3,1	3,4	3,5
Canada	2,2	1,4	2,3	2,0
États-Unis	1,9	1,6	2,3	2,4
Mexique	2,4	2,3	1,4	2,1
Royaume-Uni	1,8	1,8	2,0	1,2
Zone euro	1,2	1,6	1,7	1,7
Allemagne	1,2	1,7	1,8	1,7
France	1,3	1,2	1,4	1,6
Russie	4,6	-0,2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

entrevoir une forte accélération de la croissance, et l'expansion du crédit atteint aujourd'hui un sommet depuis 2009. Il faut toujours une politique monétaire conciliante pour soutenir l'élan de l'économie, même si la BCE annonce un regain de confiance dans la reprise. Un relèvement des taux d'intérêt est improbable cette année, même si nous croyons effectivement qu'il se peut que la BCE envisage de comprimer son programme de rachat d'actifs vers le milieu de l'année.

En Asie, la croissance des grandes économies reste solide. En Chine, les indicateurs de haute fréquence laissent entendre que l'économie connaît un solide départ en 2017, même si la transformation structurelle soutenue de l'économie continuera de peser sur la croissance. Comme les États-Unis, la Chine reste vulnérable à toute évolution des politiques

commerciales de Washington; or, d'autres risques perdurent dans le secteur du logement et à cause du fort endettement des entreprises. Au Japon, la croissance devrait frôler 1 % par an en 2017 et 2018, ce qui est en quelque sorte supérieur à la tendance. La croissance reste portée par la reprise de l'économie mondiale : la demande intérieure est toujours tributaire des politiques de l'État. À défaut d'un effort de réforme structurelle plus volontariste, la croissance se ralentira à moyen terme.

**Graphique 4**

**Graphique 5**


## Canada

- La croissance ne cesse de s'accélérer en 2017; or, les causes de cette accélération se révèlent en quelque sorte différentes de ce que nous avons prévu il y a un trimestre.
- Même si nous nous attendions à ce que le logement et les ventes d'automobiles commencent à peser légèrement sur la croissance canadienne en 2017, ces deux secteurs continuent de contribuer à l'amélioration des perspectives au Canada. L'investissement dans le forage pétrogazier donne des signes de reprise; toutefois, les améliorations tant attendues de l'investissement dans l'ensemble de l'économie et des exportations non énergétiques tardent à produire leurs effets, et les dépenses consacrées à l'infrastructure publique continuent de se déployer, mais à un rythme plus modéré que prévu.
- L'investissement continuera d'être en proie à l'incertitude qui plane sur l'ALÉNA et à l'éventuelle réforme de la fiscalité des entreprises aux États-Unis; toutefois, le creusement du différentiel entre les taux directeurs des États-Unis et ceux du Canada et la dépréciation du dollar canadien devraient permettre d'amortir le choc sur la compétitivité canadienne.
- Les fondamentaux macroéconomiques restent favorables aux marchés clés du logement au Canada en 2017; or, nous nous attendons à un léger ralentissement en 2018 puisque les taux d'intérêt montent et que les logements deviennent de moins en moins abordables.

### LA CROISSANCE CONTINUE DE S'ACCÉLÉRER EN 2017 GRÂCE AUX MÊMES BOUGIES D'ALLUMAGE

L'économie canadienne a continué de prendre de la vitesse au début de 2017; or, les causes de cette accélération de la croissance au Canada se révèlent en quelque sorte différentes de celles que nous avons prévues il y a trois mois. Au sortir de 2016, nous nous attendions à ce que la montée des inquiétudes à propos de l'abordabilité pèse sur le logement et les ventes d'automobiles, alors que l'endettement record des ménages et la hausse des taux d'intérêt pèseraient probablement sur la croissance des dépenses de consommation. Nous avions prévu que ces moindres inconvénients seraient compensés par le raffermissement de l'investissement, la croissance des exportations non énergétiques et le déploiement des plans de dépenses consacrées à l'infrastructure publique. Toujours est-il que le logement, les ventes d'automobiles et la croissance de la consommation n'ont pas ralenti, alors que les dépenses en immobilisations des entreprises et les exportations non énergétiques n'ont pas repris non plus et que les dépenses consacrées à l'infrastructure publique accusent du retard.

Au lieu de miser sur toutes les bougies d'allumage, les principaux moteurs de l'économie canadienne restent les mêmes et sont déséquilibrés, à tel point que nous avons relevé de 2,0 % à 2,3 % nos prévisions de croissance pour 2017 (tableau 2). En 2018, la croissance continue de s'établir à 2,0 % puisque nous continuons de nous attendre à ce que les sources d'accroissement du PIB canadien commencent à basculer et à se diversifier pendant l'année à venir, ce qui réduira la dépendance de l'économie à l'endroit du logement et de la consommation et augmentera la contribution de l'investissement et des exportations à la croissance (tableau 2).

### L'AMÉLIORATION DU MARCHÉ DU TRAVAIL ET LES TRANSFERTS DE FONDS PUBLICS VIENNENT LONGÉVISER LA CONSOMMATION

Les fondamentaux de la consommation restent relativement favorables et devraient maintenir la croissance des dépenses des ménages à un peu plus de 2 % en 2017, alors que le marché du travail continuera de se tonifier. Les gains mensuels se sont établis à une moyenne de

#### 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)

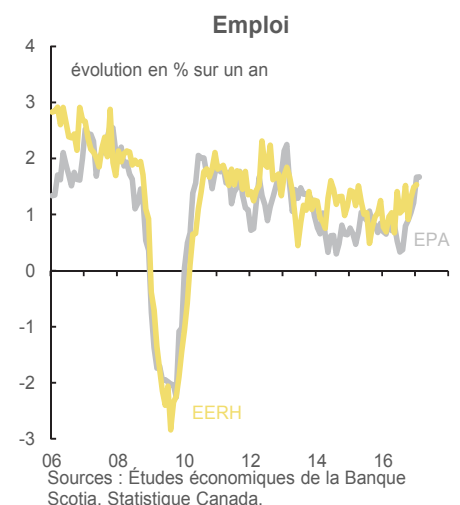
**Carlos Gomes**  
416.866.4735  
Études économiques de la Banque Scotia  
[carlos.gomes@scotiabank.com](mailto:carlos.gomes@scotiabank.com)

**Neil Tisdall**  
416.866.6252  
Études économiques de la Banque Scotia  
[neil.tisdall@scotiabank.com](mailto:neil.tisdall@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



36 000 emplois d'août 2016 à février 2017, ce qui représente la plus forte augmentation en sept mois depuis près d'une dizaine d'années, surtout grâce au secteur des services. Alors que les enquêtes sur le marché du travail lancent parfois de fausses alertes, les comptes rendus sur les dépenses des ménages et les salaires confirment la récente reprise de l'embauche (graphique 1). Ces gains de l'emploi penchent de nouveau en faveur du travail à temps plein, ce qui témoigne des récentes améliorations de l'humeur des entreprises (graphique 2).

Les données globales sur l'emploi portent en quelque sorte ombrage aux détails moins reluisants du marché du travail canadien. Le total des heures de travail a baissé dans la dernière année, et la croissance des salaires continue de se ralentir. Corrigés de l'inflation, les gains horaires moyens ont chuté dans les 12 derniers mois, ce qui laisse entendre que le marché du travail continue de se relâcher. Les taux de participation restent proches de leur plus bas depuis une décennie, soit à peine moins de 66 %.

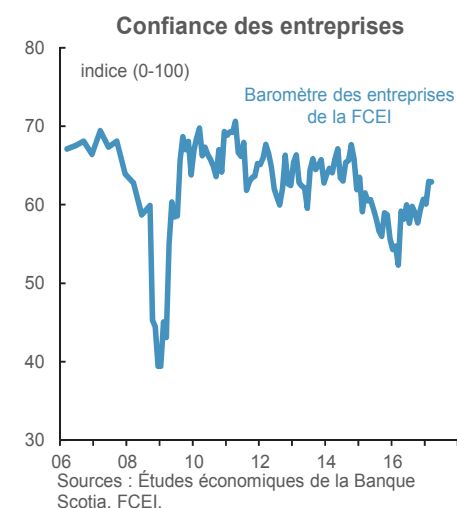
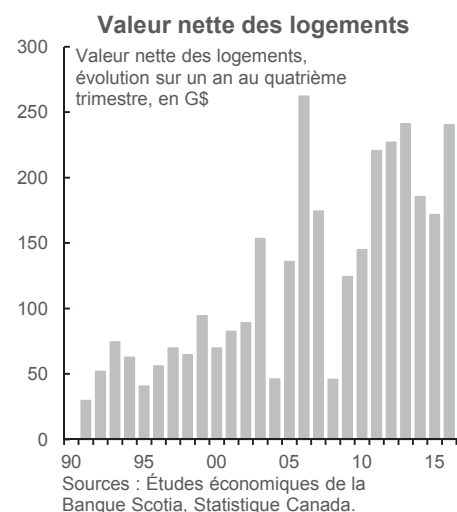
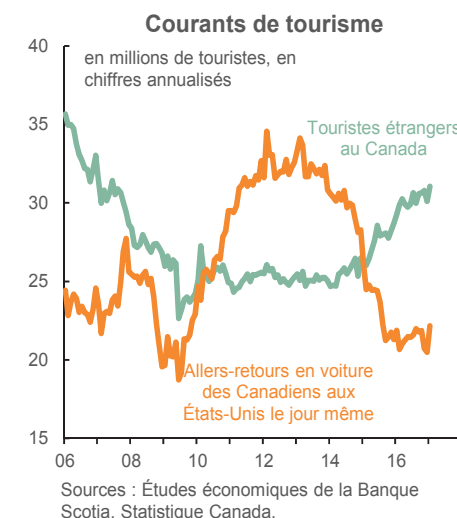
Malgré le ralentissement de la croissance des salaires, la progression des revenus des ménages reste vigoureuse, en partie grâce à l'augmentation des transferts de fonds publics au titre des prestations canadiennes pour enfants et des autres programmes fédéraux et provinciaux ciblés. En 2017-2018, on s'attend à un relèvement des salaires minimums, grâce aux hausses récentes, dans certaines provinces. Les indicateurs de confiance des consommateurs ont atteint des sommets depuis 2010 et les projets d'achats majeurs se sont raffermis puisqu'on s'attend à une amélioration des finances des ménages.

Les gains soutenus de la richesse des ménages, de concert avec la hausse de la valeur nette des logements, étayaient également une croissance modérée des dépenses de consommation (graphique 3). Nous estimons que les gains de la valeur nette des logements a renchéri de plus de 0,7 point de pourcentage par an la croissance des dépenses des ménages ces dernières années, en supposant un effet type de la richesse de cinq cents sur le dollar. L'augmentation de la richesse des ménages est probablement aussi un facteur décisif qui sous-tend le bond des ventes de véhicules de luxe ces derniers mois, surtout en Colombie-Britannique et en Ontario.

Les tendances dans l'évolution de la consommation intérieure sont aussi portées par l'amenuisement du déficit du tourisme : en effet, la dépréciation du dollar canadien décourage les déplacements que font les Canadiens aux États-Unis pour faire leurs emplettes et attire au Canada une plus grande part du tourisme étranger. Le nombre d'allers-retours effectués le même jour en voiture par des Canadiens aux États-Unis a brusquement chuté depuis 2013, alors que le nombre de touristes étrangers au Canada ne cesse d'augmenter (graphique 4).

Malgré tout, nous prévoyons toujours une croissance plutôt faible de la consommation jusqu'en 2018. La hausse des impôts sur le revenu des travailleurs les mieux rémunérés, de concert avec l'augmentation des prix de l'essence et les nouvelles taxes sur le carbone, devrait gruger une partie du pouvoir d'achat des particuliers. On relève aussi des signes d'une plus grande prudence des ménages canadiens dans leur endettement : la croissance du crédit des ménages s'est légèrement décelérée au cours des six derniers mois, surtout en raison du ralentissement de la demande de crédit hypothécaire. Le taux d'épargne des ménages s'est relevé à près de 6 %, ce qui laisse entendre que les familles se constituent des réserves financières plus importantes, sur fond d'endettement élevé et de hausse des taux d'intérêt.

Les ventes de véhicules, entre autres articles à prix unitaire élevé, devraient baisser cette année en raison de la hausse récente des prix des voitures neuves et des camions légers neufs et de l'orientation à la baisse des tendances démographiques. Le nombre d'acheteurs potentiels de véhicules devrait progresser à un rythme qui n'aura jamais été aussi lent depuis plusieurs dizaines d'années, puisque de plus en plus de baby-boomers cessent d'acheter des véhicules, sans que les milléniaux prennent complètement la relève. Les achats de biens liés au logement, par exemple l'ameublement, les électroménagers et les matériaux de construction, qui ont récemment dynamisé les dépenses de consommation, devraient aussi se modérer alors que les prix de l'immobilier et l'inabondabilité (finalement) ralentiront la croissance du marché du logement à partir du dernier semestre de 2017.

**Graphique 2**

**Graphique 3**

**Graphique 4**


## LE LOGEMENT : TORONTO TOUJOURS EN PLEINE SURCHAUFFE

L'investissement résidentiel continue de représenter un facteur majeur de la croissance canadienne, ce qui est plutôt gênant : à l'échelle nationale, les ventes de maisons culminent toujours à des niveaux quasi record au début de 2017. Bien que les données nationales sur les ventes de logements soient dominées par des marchés en surchauffe à Toronto, dans les collectivités environnantes et dans certaines villes de la Colombie-Britannique, dont Victoria et Kelowna, les récents replis du logement dans les régions productrices de pétrole et à Vancouver semblent vouloir se stabiliser. Dans le même temps, les constructeurs d'habitations annoncent qu'ils ont l'intention de mettre en chantier des logements encore plus nombreux que ceux de l'année écoulée. Sur la foi de l'augmentation soutenue de la demande de permis de construire, nous avons relevé nos prévisions pour les mises en chantier à un total de 195 000 logements en 2017, ce qui est à peine inférieur au chiffre de l'an dernier.

Nous nous attendons à ce que dans l'ensemble, la détérioration de l'abordabilité, les mesures d'intérêt public adoptées récemment à l'échelle nationale et en Colombie-Britannique, l'intervention complémentaire éventuelle du gouvernement de l'Ontario et la hausse modeste des frais de crédit ralentissent graduellement les ventes de maisons et la montée des prix cette année. Les contraintes de l'offre continueront toutefois de peser sur de nombreux grands centres urbains dans les prochaines années, comme nous l'avons soutenu dans notre récent [rapport sur les Options pour corriger le marché du logement dans la RGT](#). En outre, la reprise des marchés du travail, l'accroissement de l'immigration et le vieillissement des milléniaux, qui entrent dans leurs années fastes d'accès à la propriété, continueront probablement de longévifier la demande.

## L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE REPRENDRAIT DU MIEUX

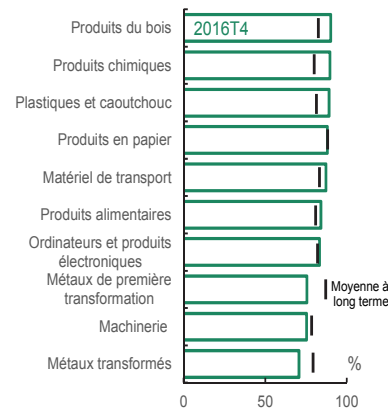
Malgré l'atonie chronique des exportations non énergétiques du Canada, dans l'ensemble, les commandes et les livraisons ont commencé à rebondir (graphique 5) et les données sur les transports révèlent que le camionnage et le transport ferroviaire sont enfin à la hausse, ce qui permet d'entrevoir un raffermissement de l'activité industrielle dans les mois à venir. En particulier, les nouvelles commandes de biens manufacturés ont bondi de 8 % entre août 2016 et le premier mois de 2017; il s'agit de la plus forte augmentation sur cinq mois depuis près de deux ans. Cette évolution laisse entendre que la reprise continue de la demande américaine pourrait enfin être suffisamment importante et pérenne pour donner le coup de pouce absolument nécessaire aux producteurs industriels canadiens, qui exportent plus de la moitié de leurs biens manufacturés aux États-Unis. Dans l'ensemble, les États-Unis interviennent pour près des trois quarts dans les exportations canadiennes.

Graphique 5 L'activité manufacturière en plein essor



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

Graphique 6 Taux d'utilisation de la capacité



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

Tableau 1 — Prévisions canadiennes trimestrielles

	2016				2017				2018			
	T1	T2	T3	T4	T1e	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
<b>Économique</b>												
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	2,7	-1,2	3,8	2,6	2,8	2,0	2,1	2,1	2,0	2,0	1,9	1,9
PIB réel (variation annuelle en %)	1,3	1,1	1,4	1,9	2,0	2,8	2,3	2,2	2,0	2,0	2,0	2,0
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	1,5	1,6	1,2	1,4	2,0	2,1	2,3	2,1	1,9	1,9	2,1	2,1
IPC de base (variation en % sur un an)	2,0	2,1	1,9	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9
<b>Financier</b>												
Dollar canadien (USD/CAD)	1,30	1,29	1,31	1,34	1,33	1,40	1,38	1,36	1,36	1,34	1,32	1,30
Dollar canadien (CAD/USD)	0,77	0,77	0,76	0,74	0,75	0,71	0,72	0,74	0,74	0,75	0,76	0,77
Taux à un jour de la Banque du Canada (%)	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	0,75	1,00
Bon du Trésor à 3 mois	0,45	0,49	0,53	0,46	0,55	0,50	0,50	0,50	0,60	0,80	0,90	1,10
Obligation du Canada à 2 ans	0,54	0,52	0,52	0,75	0,75	0,85	0,95	1,05	1,20	1,35	1,45	1,60
Obligation du Canada à 5 ans	0,68	0,57	0,62	1,11	1,12	1,25	1,35	1,40	1,50	1,65	1,80	1,90
Obligation du Canada à 10 ans	1,23	1,06	1,00	1,72	1,63	1,75	1,85	1,90	1,95	2,10	2,20	2,35
Obligation du Canada à 30 ans	2,00	1,72	1,66	2,31	2,30	2,35	2,45	2,50	2,55	2,65	2,75	2,80

Cette reprise est menée par l'accroissement des commandes de machinerie, d'ordinateurs et d'équipement électronique, qui ont augmenté de presque 20 % depuis le premier mois de 2016; il s'agit de l'une des plus fortes progressions sur un an depuis l'âge d'or des technologies à la fin des années 1990. Ces secteurs représentent près de 30 % de l'ensemble des livraisons de biens manufacturés et comptent parmi les industries qui exportent le plus. Or, la croissance soutenue des ventes dans ces secteurs pourrait être freinée par les contraintes de capacité, qui ne pourront pas être éliminées aussitôt après que la reprise de l'investissement dans les années à venir (graphique 6).

### LES EXPORTATIONS DE BIENS ET DE SERVICE EN HAUSSE

La reprise de la demande américaine et la hausse des commandes de biens manufacturés confirment, comme nous nous y attendions, que la croissance des exportations non énergétiques connaîtra finalement, en 2017 et au début de 2018, l'accélération tant attendue, même si les données depuis le début de 2017 n'affichent pas les premiers signes d'une reprise.

Les livraisons de produits pétroliers, qui représentent le cinquième environ du total des exportations canadiennes, ont augmenté ces derniers mois et continueront de le faire en 2018 dans la foulée des bouleversements causés par les incendies forestiers en 2016. Lorsque les projets, sanctionnés dans une conjoncture où les prix étaient élevés, seront lancés (par exemple, à Fort Hills), la production dans l'Ouest canadien devrait devancer pour un temps la capacité disponible des pipelines en 2018, avant la mise en service de nouveaux pipelines (soit le remplacement de la canalisation 3; graphique 7). L'augmentation des coûts du transport ferroviaire devrait temporairement creuser l'écart de prix qui défavorise le brut canadien par rapport au WTI, même si la valeur totale des exportations continuera d'augmenter de concert avec les cours mondiaux du brut.

Les exportations de services canadiens ont crû de 4 % en 2016 contre seulement 0,5 % pour les exportations de biens. Le tourisme, comme nous l'avons évoqué ci-dessus, et l'exportation des services de transport ont été particulièrement vigoureux au tournant de 2017, en inscrivant dans un cas comme dans l'autre des gains dans les deux chiffres au quatrième trimestre de 2016, grâce à la léthargie relative du dollar canadien, à des frais de transport moindres puisque les prix des carburants sont restés modestes, et au tourisme qui a déserté les États-Unis en raison du durcissement des exigences relatives aux visas et des procédures de filtrage.

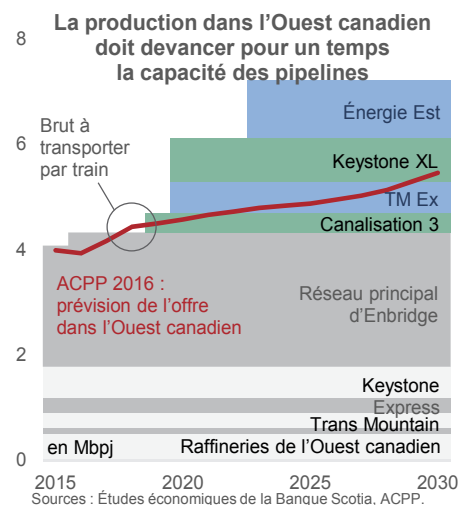
Les intentions américaines de rouvrir et renégocier l'Accord de libre-échange nord-américain (ALÉNA) pourraient se limiter à des « mises au point » et attendre la fin de 2017 ou 2018, puisque l'administration américaine doit répondre à des priorités d'intérêt public plus immédiates, dont la réforme de la fiscalité des entreprises. La taxe sur les sorties de capitaux en fonction de leur destination (Ryan-Brady) avec rajustement douanier — l'une des options fiscales qui auraient une incidence négative sur les exportateurs canadiens — ne fera probablement pas partie, en définitive, du programme de réformes parce qu'elle est compliquée à mettre au point, que les secteurs surtout importateurs s'y opposent et qu'elle contredit les traités commerciaux existants. Les autorités américaines se contenteront probablement plutôt de réduire le taux existant d'imposition des entreprises. Toutefois, le secteur forestier canadien continuera d'être aux prises avec une forte incertitude en raison de la possibilité que les États-Unis imposent des droits compensatoires et antidumping jusqu'à ce que l'on remplace l'Accord sur le bois d'œuvre (ABO) aujourd'hui arrivé à expiration.

### L'INVESTISSEMENT SUR LE CHEMIN DE LA CROISSANCE

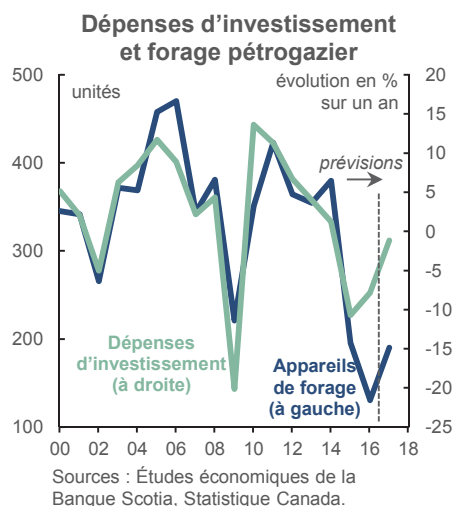
La reprise de la demande de biens manufacturés et les exportations, alors que plusieurs grands secteurs sont aux prises avec des contraintes de capacité, augurent bien d'une remontée progressive de l'investissement des entreprises. Traditionnellement, les dépenses d'investissement des entreprises canadiennes commencent à réagir à la reprise des exportations avec un décalage d'environ deux trimestres, ce qui conditionne nos attentes voulant que l'investissement des entreprises cesse de se contracter vers la fin de 2017 et reprenne le chemin de la croissance en 2018. Le rebond de 50 % sur un an du forage pétrolier dans les premiers mois de 2017 est également une bonne nouvelle pour l'orientation de l'investissement, puisque le secteur pétrogazier représente plus de 20 % de l'investissement des entreprises depuis quelques années et qu'il domine l'ensemble de l'activité d'investissement (graphique 8).

Même si ces fondamentaux sont bien orientés, le rebond de l'investissement des entreprises pourrait être retardé par l'incertitude qui ne cesse de peser sur l'accessibilité du marché américain dans le cadre de l'ALÉNA et par la possibilité qu'une baisse du taux d'imposition des entreprises américaines nuise à la compétitivité de l'industrie canadienne. Le creusement du différentiel entre les taux directeurs monétaires des États-Unis et ceux du Canada et la léthargie du dollar canadien devraient amortir le choc de l'évolution des politiques américaines. Il n'empêche qu'une dérive de la hausse des taux d'intérêt américains en deçà de nos frontières pourrait également freiner l'investissement canadien au moment même où les conditions sont réunies pour favoriser le décollage des dépenses en immobilisations.

Graphique 7



Graphique 8



## LES MESURES DE RELANCE BUDGÉTAIRE SE DÉPLOIENT, MAIS AU RALENTI

Les dépenses courantes et les dépenses en immobilisations du gouvernement fédéral seront probablement déployées plus harmonieusement et graduellement qu'annoncé à l'origine. C'est pourquoi la contribution du secteur public au PIB réel du Canada continuera de s'établir à 0,4 point de pourcentage, par rapport à 2015, jusqu'en 2018, ce qui réduira la contribution des dépenses publiques au cinquième environ de la croissance totale du Canada, plutôt qu'à la moitié, en 2018, en raison de la reprise des autres secteurs de l'économie.

La phase 1 du plan d'infrastructure du gouvernement fédéral est toujours censée prendre de la vitesse en 2017 et au début de 2018. Dans l'ensemble, cette phase consistera essentiellement à investir environ 12 milliards de \$ CA de dépenses en immobilisations dans l'infrastructure verte et sociale et les transports en commun; les investissements déjà annoncés dans les institutions d'enseignement postsecondaire et les services à large bande offerts dans les collectivités rurales représenteront un supplément de 2,5 milliards de \$ CA. Les provinces et les municipalités mettent tout en œuvre pour se constituer des réserves de fonds complémentaires qui leur permettront de financer leur part de ces investissements conjoints.

On s'attend aussi à des retards dans la phase 2 du plan du gouvernement Trudeau, ce qui laisse entendre que la contribution du secteur public fédéral à la croissance canadienne restera probablement forte, par rapport aux cycles antérieurs, jusqu'en 2019. Cette contribution pourrait toutefois être masquée en partie par les examens continus portant sur d'autres programmes fédéraux existants, qui visent à libérer des ressources pour respecter les engagements du budget de 2017 dans les domaines du perfectionnement des compétences et de l'innovation.

À la différence du gouvernement fédéral, les provinces donnent toujours la priorité aux dépenses de fonctionnement pour respecter leurs contraintes budgétaires. À l'orée de l'exercice financier 2018, quatre provinces restreignent davantage leurs dépenses et augmentent encore plus leurs recettes pour accélérer l'élimination de leur déficit. Par contre, la Colombie-Britannique et le Québec, qui atteignent l'équilibre budgétaire, proposent d'étaler les allègements fiscaux sur plusieurs années.

## LES GRANDS RISQUES S'AMENUISSENT

Le bilan des risques pour les perspectives canadiennes s'améliore. La demande américaine de biens et de services canadiens continue de monter, et dans l'ensemble, la croissance des États-Unis se généralise et s'accélère, ce qui rend l'économie américaine — et par le fait même, l'économie canadienne — moins vulnérable aux soubresauts politiques à Washington. Au Canada, le logement, les ventes d'automobiles et les grands secteurs de la consommation font mieux que prévu au moment où nous avons publié nos dernières *Prévisions trimestrielles*. Par contre, l'économie canadienne est toujours largement tributaire de l'immobilier et de la consommation et n'a pas encore passé décisivement le relais à l'investissement et aux exportations pour soutenir la croissance du Canada. Une hausse plus brusque que prévu du coût du crédit coïncerait les ménages endettés, alors qu'une forte correction sur les grands marchés du logement du pays aurait une incidence encore plus négative sur toute l'économie. Mais par rapport à il y a trois mois, il paraît aujourd'hui moins probable que l'ALÉNA subisse d'importantes révisions ou que la fiscalité des entreprises américaines soit réformée au point d'effriter sérieusement la compétitivité relative du Canada. En somme, les perspectives du Canada paraissent encore plus radieuses qu'au début de 2017.

Tableau 2 — Canada

	2000–15	2016	2017p	2018p
	(variation annuelle en %, sauf indication contraire)			
PIB réel	2,2	1,4	2,3	2,0
Dépenses de consommation	2,9	2,2	2,2	1,7
Investissement dans le secteur résidentiel	3,8	2,8	1,1	-1,0
Investissements des entreprises	2,7	-7,8	-1,1	3,0
Gouvernement	2,2	1,9	2,0	2,0
Exportations	1,3	1,1	2,3	3,7
Importations	3,1	-1,0	0,7	2,9
PIB nominal	4,4	2,0	4,7	4,0
Indice implicite du PIB	2,2	0,6	2,3	2,0
Indice des prix à la consommation (IPC)	2,0	1,4	2,1	2,0
IPC de base (IPCX)	1,8	1,9	1,7	1,9
Bénéfices des sociétés avant impôts	3,9	-4,5	11,0	5,0
Emploi	1,4	0,7	1,3	0,8
Taux de chômage (en %)	7,1	7,0	6,7	6,6
Solde des paiements courants (en G\$ CA)	-13,9	-67,7	-45,6	-34,2
Balance commerciale (en G\$ CA)	28,2	25,9	-1,3	7,2
Solde budgétaire fédéral (en G\$ CA)	-2,9	-1,0	-23,0	-28,5
pourcentage du PIB	-0,2	0,0	-1,1	-1,3
Mises en chantier (en milliers)	199	198	195	185
Ventes de véhicules motorisés (en milliers)	1 639	1 949	1 940	1 925
Production industrielle	0,5	-0,3	2,5	1,7
Pétrole WTI (\$ US/baril)	64	43	53	56
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	5,09	2,55	3,10	3,05



## Les provinces

### RÉÉQUILIBRAGE GRADUEL DE LA CROISSANCE DANS LES RÉGIONS

- De solides gains pour l'économie sont attendus d'un océan à l'autre pour 2017, ce qui dynamisera 2018. Les exportations de biens et de services non énergétiques propres à chaque province gagnent du terrain, et l'industrie pétrolière sort peu à peu de sa convalescence.
- Durant l'exercice financier 2016-2017 (EF 17), qui vient de s'achever, le déficit combiné des sept provinces qui consomment plus de pétrole qu'elles n'en exportent s'est réduit aux alentours de un milliard de \$ CA (par rapport à leur record de 25,5 milliards de \$ CA dans l'EF 10), ce qui permettra de rehausser l'investissement dans les infrastructures.

L'expansion économique des provinces est portée cette année par différentes tendances. La reprise de l'économie américaine, la compétitivité du dollar canadien par rapport au billet vert, la léthargie des taux d'intérêt et le relèvement des cours des produits de base, récemment à leur plus bas, font rejaillir divers avantages.

Toutes les provinces ont amorcé 2017 avec des gains de population sur un an, puisqu'elles ont toutes participé à l'accroissement national de 9,0 % de l'immigration internationale. Dans les trois grandes provinces productrices de pétrole, l'immigration a compensé la forte émigration nette vers les autres provinces. L'Alberta et la Saskatchewan, tonifiées par une hausse naturelle, inscrivent aujourd'hui une croissance de 1,5 % de leur population sur un an. Cette année, la création d'emplois, qui a bondi de décembre à février, devrait se dérouler au rythme de la hausse des populations régionales. Au début de 2017, les taux de participation à la population active corrigés des variations saisonnières sont supérieurs à ceux de l'été 2016 dans six provinces; dans les quatre premières provinces, les fortes hausses compensent en partie la baisse qui a suivi la récession. Au Québec et en Ontario, le nombre de chômeurs pendant 27 semaines ou plus a baissé de 19,0 % dans les deux dernières années.

En partie à cause de la baisse des cours du pétrole, la rémunération par employé (dont les cotisations sociales patronales) dans les provinces qui consomment plus de pétrole qu'elles n'en exportent devrait, de nouveau en 2016, dépasser le modeste taux d'inflation, en misant sur le gain réel de l'année précédente (graphique 1). Pour les grandes provinces productrices de pétrole, la lente remontée prévue pour les salaires devrait limiter la croissance des dépenses de consommation dans les deux prochaines années. Au Manitoba et dans l'est de l'Ontario, la construction résidentielle devrait se stabiliser ou augmenter cette année après s'être modérée ces trois dernières années. L'accalmie des marchés du logement en surchauffe en Ontario devrait expliquer l'essentiel de la correction des mises en chantier de logements pour l'ensemble du pays en 2018. En Alberta et en Saskatchewan, les industries non énergétiques devraient prendre du retard sur la remontée calculée du secteur du pétrole, alors qu'à Terre-Neuve-et-Labrador, la reprise est retardée par le ralentissement des travaux dans plusieurs grands chantiers d'exploitation de ressources.

De concert avec la croissance prévue des exportations non énergétiques en 2018, étayée par les produits de consommation et la machinerie, l'expansion des services se répercute sur la création d'emplois à caractère technologique dans un certain nombre de villes de taille moyenne, ainsi que dans les grandes régions métropolitaines de recensement. Dans le secteur du tourisme, la reprise dans l'ensemble du Canada accélère l'investissement consacré aux nouvelles installations et à un marketing plus vaste. L'attention portée dans le budget fédéral à l'agroalimentaire, aux technologies propres, à l'industrie manufacturière de pointe, aux industries numériques, aux ressources propres et aux sciences biologiques et de la santé vient soutenir la reprise dans les provinces. La stratégie d'Ottawa tient compte des compétences existantes, par exemple les grappes d'intelligence artificielle à Montréal, à Toronto-Waterloo et à Edmonton. Les perspectives de chaque province sont assombries par le risque des politiques fiscale et commerciale défavorables aux États-Unis; les produits forestiers pourraient constituer un secteur vulnérable à court terme.

### RENSEIGNEMENTS

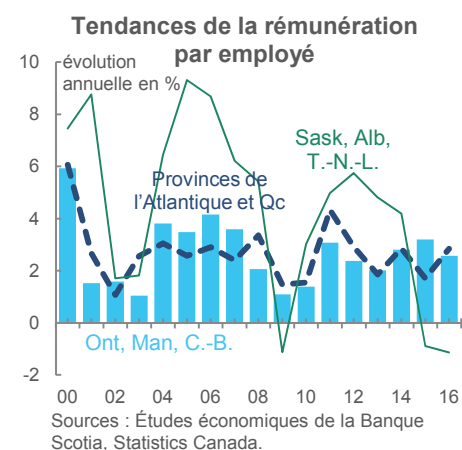
Mary Webb

416.866.4202

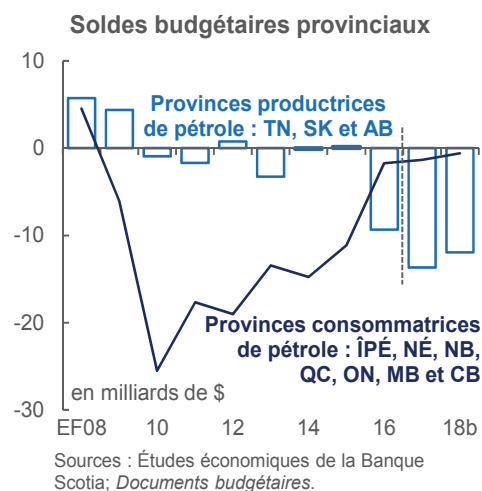
Études économiques de la Banque Scotia

[mary.webb@scotiabank.com](mailto:mary.webb@scotiabank.com)

Graphique 1



Graphique 2



**PERSPECTIVES BUDGÉTAIRES**

Parmi les dix *budgets* provinciaux déposés pour l'exercice 2017-2018 (EF 18) avant le 31 mars, on s'attend à ce que cinq provinces atteignent à l'équilibre budgétaire ou dégagent des excédents. Le déficit combiné des trois grandes provinces productrices de pétrole a probablement culminé, dans l'EF 17, à environ 13,5 milliards de dollars et devrait désormais s'amenuiser (graphique 2). Même si toutes les provinces continueront de gérer avec circonspection leurs dépenses de fonctionnement, dans les quatre administrations qui ont adopté un sévère régime d'austérité pour l'EF 18, les mesures adoptées pour gérer les recettes et les dépenses témoignent des inquiétudes quant à la compétitivité et à la création d'emplois, ainsi qu'à l'équilibre budgétaire.

De plus en plus, dans les prochaines années, il sera difficile d'alléger le fardeau net consolidé de la dette des provinces par rapport au PIB et aux recettes provinciales, tout en engageant des dépenses d'infrastructure et des frais de fonctionnement et d'entretien pour les nouveaux capitaux. Les priorités fédérales, par exemple les soins en santé mentale et les soins à domicile, se répercutent sur les plans de dépenses des provinces. L'examen mené par Ottawa et le remodelage de ses programmes d'innovation obligeront les provinces à se pencher elles aussi sur leur situation. En prévision de la hausse des taux d'intérêt, les provinces ont prorogé la durée des emprunts contractés après la récession et plusieurs administrations amorcent l'EF 18 avec un préfinancement considérable.

Tableau 1 — Provinces	variation annuelle en %, sauf indication contraire										
	CA	NL	PE	NS	NB	QC	ON	MB	SK	AB	BC
<b>PIB réel</b>											
2000–15	2,2	2,5	1,8	1,4	1,2	1,7	2,0	2,4	2,1	3,1	2,7
2016e	1,4	-0,3	1,3	1,2	0,5	1,9	2,7	2,1	-0,4	-2,7	3,1
2017p	2,3	-1,7	1,4	1,4	0,7	1,9	2,5	2,3	1,7	2,4	2,4
2018p	2,0	-0,2	1,3	1,2	0,6	1,6	2,2	1,9	1,9	2,4	2,3
<b>PIB nominal</b>											
2000–15	4,4	5,7	4,3	3,3	3,3	3,6	3,8	4,5	6,0	6,5	4,5
2016e	2,0	-1,9	2,4	2,4	1,5	3,1	4,2	3,3	-3,0	-4,9	4,8
2017p	4,7	1,8	2,9	3,1	2,3	3,7	4,8	4,4	5,1	6,0	4,5
2018p	4,0	3,0	2,8	2,8	2,2	3,4	4,0	3,7	4,4	5,3	4,1
<b>Emploi</b>											
2000–15	1,4	1,0	1,2	0,7	0,5	1,3	1,3	1,0	1,3	2,5	1,2
2016	0,7	-1,5	-2,3	-0,4	-0,1	0,9	1,1	-0,4	-0,9	-1,6	3,2
2017p	1,3	-1,9	0,5	0,3	0,2	1,3	1,5	0,8	0,3	0,6	1,7
2018p	0,8	-1,2	0,3	0,3	0,2	0,7	1,1	0,6	0,5	0,8	1,1
<b>Taux de chômage (%)</b>											
2000–15	7,1	14,3	11,2	8,9	9,6	8,1	7,2	5,1	4,9	4,9	6,6
2016	7,0	13,4	10,7	8,3	9,5	7,1	6,5	6,1	6,3	8,1	6,0
2017p	6,7	13,9	10,2	8,0	9,2	6,4	6,2	6,0	6,2	8,3	5,7
2018p	6,6	14,3	10,1	7,8	9,1	6,3	6,1	5,9	6,1	8,1	5,6
<b>Mises en chantier de logements (en milliers d'unités)</b>											
2000–15	199	2,7	0,8	4,3	3,6	44	71	5,1	5,2	35	28
2016	198	1,4	0,6	3,8	1,8	39	75	5,3	4,8	25	42
2017p	195	1,4	0,5	3,6	1,9	41	78	5,8	4,5	25	34
2018p	185	1,3	0,5	3,7	1,8	39	72	5,5	4,6	25	32
<b>Ventes de véhicules automobiles (en milliers d'unités)</b>											
2000–15	1 639	28	6	48	37	410	624	47	45	216	178
2016	1 949	33	9	54	44	458	807	55	51	220	218
2017p	1 940	31	8	54	42	456	800	56	52	223	218
2018p	1 925	30	7	54	41	452	792	55	53	226	215
<b>Soldes budgétaires, exercice terminé le 31 mars (en M\$)</b>											
2000–15	-2 917	59	-39	-31	-146	-1 009	-5 215	-84	425	1 746	291
2016	-987	-2 207	-13	-11	-261	2 191	-3 514	-846	-675	-6 442	730
2017p*	-23 000	-1 584	-18	12	-231	250	-1 920	-872	-1 289	-10 806	1 458
2018p*	-28 500	so	so	so	-192	0	so	so	-685	-10 344	295

\* EF 17p et EF 18p : estimations provinciales; Sask. FY 15–FY 18p sauf le rajustement du passif des régimes de retraite; historique : Man. : EF 04–EF 15; et Alb. : EF 05–EF 15.

## États-Unis

- **L'économie américaine reste bien placée pour croître, modérer les hausses de prix, améliorer le marché du travail, dynamiser la demande des consommateurs, accroître les commandes de biens manufacturés et rehausser l'investissement.**
- **Or, des risques majeurs planent sur les perspectives des États-Unis : sur fond de reprise de la conjoncture mondiale, les faux pas de l'administration américaine représentent la plus grande menace pour la continuité de la reprise américaine.**

### LES SOLIDES FONDAMENTAUX MACROÉCONOMIQUES DÉNOUENT L'INCERTITUDE DES POLITIQUES AMÉRICAINES

Les données qui viennent d'être publiées confirment la reprise de l'économie américaine dont nous faisons état dans nos *Perspectives mondiales* du trimestre précédent. C'est pourquoi nos projections de croissance du PIB réel, soit 2,3 % en 2017 et 2,4 % en 2018, ne varient pas (tableau 1). Bien que les marchés financiers commencent à tenir compte des inquiétudes voulant que le « choc Trump » sur les cours boursiers préfigure les politiques qu'adoptera probablement la nouvelle administration, les fondamentaux macroéconomiques qui sous-tendent l'économie américaine continuent de s'améliorer et sont même davantage étayés, comme nous l'avions déjà prévu, par le raffermissement de la demande mondiale exprimée pour les biens et les services américains. La reprise américaine, vigoureuse, permet de contrer la volatilité des politiques à Washington et devrait perdurer, à moins que les propositions de réforme fiscale minent les attentes ou que l'administration Trump amorce un bouleversement massif du commerce international.

### LE PLEIN EMPLOI ET LA PLEINE CONSOMMATION

Les dépenses de consommation des Américains sont toujours aussi bien étayées par les solides gains de l'emploi, la forte croissance des revenus et l'assainissement des bilans des ménages. Miroirs de ces solides fondamentaux, les indices de l'humeur des consommateurs avoisinent leurs plus hauts depuis 2000. La consommation devrait augmenter de 2,7 % en 2017 (tableau 2) et apporter presque deux points de pourcentage à l'augmentation de 2,3 % du PIB dans l'ensemble de l'économie.

Les hausses de salaire mensuelles se sont établies à une moyenne de presque 200 000 dans l'année écoulée, surtout grâce aux secteurs de la construction et des services. Les enquêtes sur l'embauche laissent entrevoir une accélération vive et soutenue de la demande de main-d'œuvre dans la plupart des régions et des secteurs d'activité en 2017; les entreprises manufacturières font état de plans d'embauche qui n'ont jamais été aussi solides depuis la récession de 2008-2009. Il n'empêche que puisque la plupart des indicateurs nous apprennent également que le marché du travail américain est proche du plein emploi, nous nous attendons à ce que le rythme de l'embauche se ralentisse à mesure que l'année avance. Le taux de chômage américain atteint déjà un creux de 4,7 % sur dix ans, la croissance des salaires commence à s'accélérer, les taux de participation de la population active remontent et le ratio global de l'emploi par rapport à la population atteint un sommet sur huit ans.

Les revenus des ménages devraient être relancés par la hausse des salaires minimums : des augmentations sont entrées en vigueur dans 19 États en janvier 2017; trois autres États ont décrété des hausses pour juillet 2017, et de nouvelles augmentations sont prévues durant 2018-2020. Les ménages pourraient également tirer la consommation en prévision des baisses d'impôts sur le revenu des particuliers promises par le nouveau président Trump à l'époque où il était candidat.

L'accélération de la croissance des dépenses de consommation aux États-Unis en 2017 est également portée par l'assainissement des bilans des ménages, tonifié par la hausse des

### 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)

#### Adrienne Warren

416.866.4315

Études économiques de la Banque Scotia

[adrienne.warren@scotiabank.com](mailto:adrienne.warren@scotiabank.com)

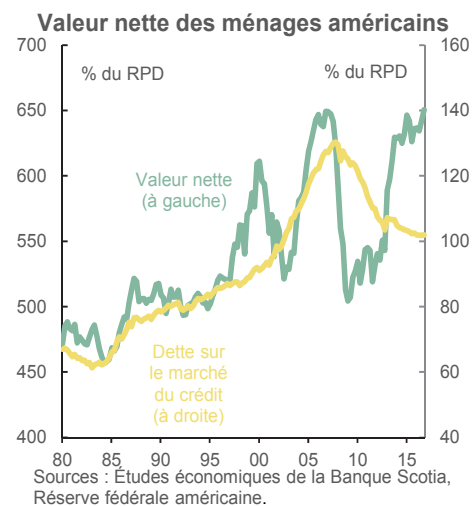
#### Mary Webb

416.866.4202

Études économiques de la Banque Scotia

[mary.webb@scotiabank.com](mailto:mary.webb@scotiabank.com)

### Graphique 1



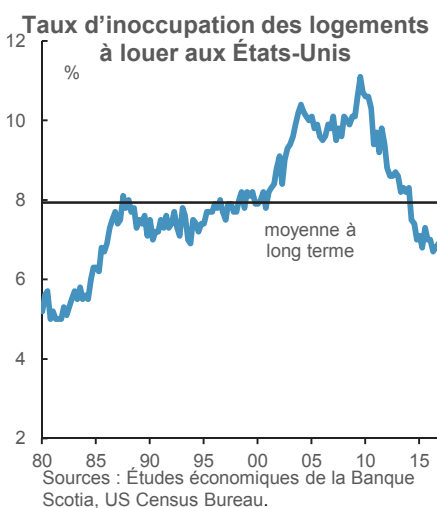
### Graphique 2



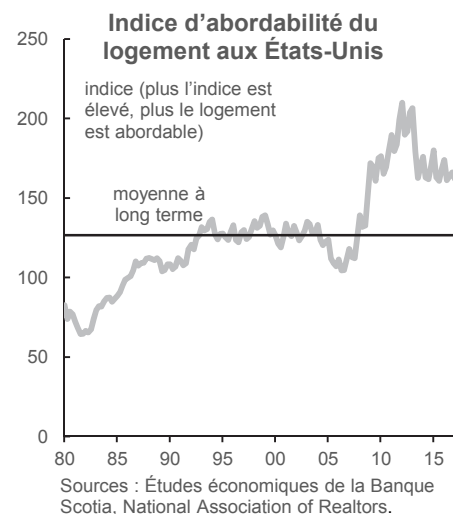
valeurs des maisons et par les gains sur les marchés boursiers. Le bilan du consommateur américain devrait pouvoir étayer une solide croissance des dépenses même lorsque la Fed décidera de relever le taux cible sur les fonds fédéraux et d'accroître ainsi le coût du crédit des consommateurs. La valeur nette des ménages par rapport au revenu disponible atteint un sommet de près de 650 %, alors que la dette sur le marché du crédit des ménages par rapport au revenu disponible est à son plus bas en huit ans (graphique 1). À 10 % du revenu après impôts, la charge de la dette représente le fardeau le plus léger pour les consommateurs depuis au moins 1980 (graphique 2).

Les solides bilans des ménages devraient aussi porter la croissance soutenue de l'investissement résidentiel, ainsi que la demande qu'entraînera cette croissance pour les biens de consommation durables et à prix unitaire élevé comme l'ameublement, les électroménagers et les appareils électroniques. Le secteur de l'automobile profitera aussi à la fois des solides finances des ménages et de l'accroissement de la demande de remplacement des véhicules vieillissants : environ 40 % du parc de véhicules américain ont au moins 12 ans, en raison de la durée prolongée au cours de laquelle les achats de véhicules sont tombés en léthargie dans les années qui ont suivi la crise financière mondiale. Puisque les taux d'intérêt sont toujours aussi faibles et que les options de financement attrayant ne manquent pas, les ventes de véhicules aux États-Unis devraient

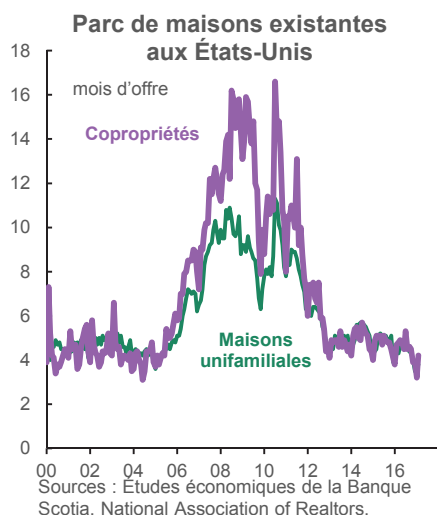
Graphique 3



Graphique 4



Graphique 5



Graphique 6



Tableau 1 — Prévisions trimestrielles pour les États-Unis

	2016				2017				2018			
	T1	T2	T3	T4	T1e	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
<b>Économique</b>												
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	0,8	1,4	3,5	2,1	1,6	2,5	2,5	2,4	2,4	2,4	2,3	2,3
PIB réel (variation annuelle en %)	1,6	1,3	1,7	2,0	2,2	2,4	2,2	2,3	2,5	2,4	2,4	2,3
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	1,1	1,1	1,0	1,8	2,6	2,6	2,6	2,4	2,4	2,4	2,4	2,3
Indice de référence (variation annuelle en %)	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
<b>Financier</b>												
Euro (EUR/USD)	1,14	1,11	1,12	1,05	1,07	1,02	1,05	1,10	1,12	1,12	1,15	1,15
Livre sterling (GBP/USD)	1,44	1,33	1,30	1,23	1,26	1,20	1,25	1,25	1,30	1,30	1,35	1,35
Yen - Japon (USD/JPY)	113	103	101	117	111	115	117	117	121	121	122	122
Fed Funds Rate (%)	0,50	0,50	0,50	0,75	1,00	1,25	1,25	1,50	1,50	1,75	1,75	2,00
Bon du Trésor à 3 mois	0,20	0,26	0,27	0,50	0,75	1,00	1,05	1,25	1,30	1,55	1,60	1,80
Obligation du Trésor à 2 ans	0,72	0,58	0,76	1,19	1,25	1,40	1,50	1,70	1,75	1,90	1,95	2,10
Obligation du Trésor à 5 ans	1,20	1,00	1,15	1,93	1,92	2,05	2,20	2,30	2,40	2,50	2,55	2,60
Obligation du Trésor à 10 ans	1,77	1,47	1,59	2,44	2,39	2,55	2,70	2,80	2,80	2,90	2,95	3,00
Obligation du Trésor à 30 ans	2,61	2,28	2,31	3,07	3,01	3,05	3,20	3,30	3,35	3,40	3,45	3,50

pulvériser un troisième record annuel consécutif en 2017. La hausse récente des défauts de paiement sur les contrats de location de voiture des établissements de crédit de deuxième ordre ne risque pas de peser sur la demande globale de véhicules, puisque la part des titres de crédit de deuxième ordre dans l'ensemble des achats régresse depuis deux ans.

### LE LOGEMENT : LE RÊVE AMÉRICAIN SANS FIN

Les solides gains de l'emploi et des revenus, le relèvement de la confiance des consommateurs et le vieillissement des milléniaux devraient prolonger l'élan sur le marché du logement américain jusqu'en 2018. La participation accrue des consommateurs qui achètent une maison pour la première fois est venue porter les ventes de maisons aux États-Unis à leur sommet depuis une dizaine d'années. Les achats effectués par les investisseurs non occupants continuent de culminer, ce qui s'explique par la vigueur continue de la demande locative et les taux d'inoccupation historiquement faibles (graphique 3).

Toujours est-il que le rythme de croissance des ventes de logements devrait se ralentir en 2017. L'abordabilité reste bonne d'un point de vue historique, même si elle a commencé à fléchir de concert avec la hausse des prix des maisons et des taux de crédit hypothécaire (graphique 4). Une pénurie tenace d'inscriptions, surtout pour les maisons à prix moindres, freine également l'activité. Le parc de maisons existantes à vendre s'établit à 1,75 million à peine, soit l'équivalent de 3,8 mois d'offre, ce qui est proche des creux relevés dans les annales (graphique 5).

Les mises en chantier de logements aux États-Unis devraient augmenter pour passer à 1,26 million de logements en 2017 et à 1,34 million en 2018, puisque la confiance des constructeurs sur le marché est fortifiée par un parc tendu de maisons à revendre, la hausse des prix des maisons et la possibilité d'une réforme réglementaire sous l'administration Trump. Dans l'ensemble, le niveau d'activité dans le secteur de la construction devrait rester inférieur à la moyenne historique de l'ordre de 1,5-1,6 million de logements, en raison des pénuries de travailleurs et de l'augmentation des prix des terrains et des coûts de construction.

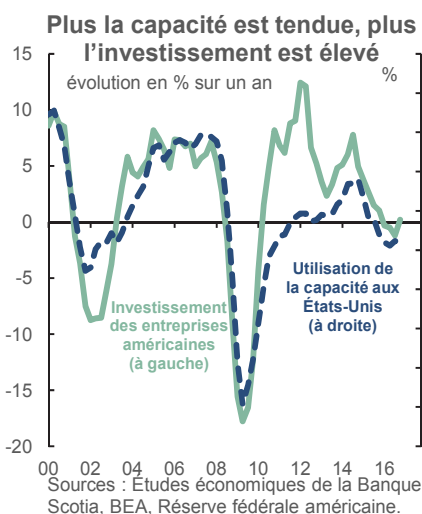
### L'ACTIVITÉ MANUFACTURIÈRE S'ACCÉLÈRE

L'activité industrielle américaine continue de prendre de la vitesse, de pair avec le raffermissement de la demande intérieure et internationale. Les commandes nouvelles de biens fabriqués aux États-Unis progressent désormais à un rythme annualisé qui n'a jamais été aussi rapide depuis le milieu de 2014 et continueront de mener la reprise de l'activité industrielle (graphique 6). En fait, la production manufacturière américaine a augmenté pendant cinq mois consécutifs en 2017, en affichant la meilleure tenue depuis presque trois ans. Les biens de consommation mènent le bal : les commandes et la production progressent à un rythme proche des deux chiffres sur un an pour la première fois depuis 2011. Ces biens représentent plus de 40 % de l'ensemble de l'activité manufacturière américaine. La demande de biens devrait continuer d'être portée par la reprise des fondamentaux que nous exposons ci-dessus pour les dépenses de consommation, la forte augmentation des salaires et les gains de salaires les plus forts depuis presque une dizaine d'années.

### LES DÉPENSES D'INVESTISSEMENT REPRENENT

La reconstitution des stocks, la production record de véhicules en Amérique du Nord et la hausse de la demande étrangère de biens américains devraient vitaminer la reprise récente des dépenses

Graphique 7



Graphique 8

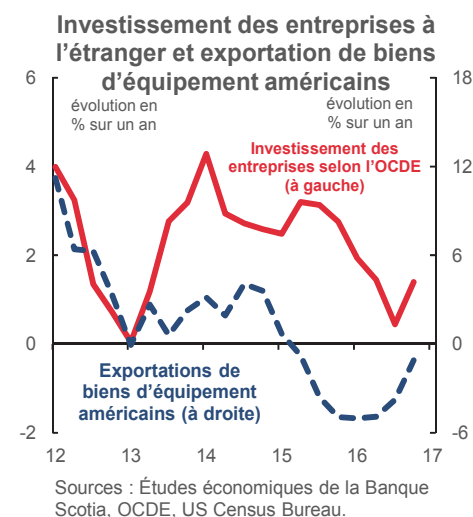


Tableau 2 — États-Unis

	2000-15	2016	2017p	2018p
	(variation annuelle en %, sauf indication contraire)			
PIB réel	1,9	1,6	2,3	2,4
Dépenses de consommation	2,3	2,7	2,7	2,7
Investissement dans le secteur résidentiel	-0,7	4,9	3,8	2,7
Investissements des entreprises	2,4	-0,5	2,6	3,3
Gouvernement	1,0	0,8	0,9	1,1
Exportations	3,8	0,4	2,3	2,8
Importations	3,5	1,1	4,4	3,5
PIB nominal	4,0	3,0	4,3	4,4
Indice implicite du PIB	2,0	1,3	2,0	2,0
Indice des prix à la consommation	2,2	1,3	2,4	2,4
IPC de base	2,0	2,2	2,3	2,3
Bénéfices des sociétés avant impôts	5,9	-0,1	6,5	3,5
Emploi	0,6	1,8	1,5	1,3
Taux de chômage (en %)	6,3	4,9	4,6	4,5
Solde des paiements courants (en G\$ US)	-521	-481	-472	-503
Balance commerciale (en G\$ US)	-668	-750	-820	-674
Solde budgétaire fédéral (en G\$ US)	-529	-587	-610	-650
pourcentage du PIB	-3,8	-3,2	-3,2	-3,2
Mises en chantier (en millions)	1,27	1,18	1,26	1,34
Ventes de véhicules motorisés (en millions)	15,4	17,5	17,8	17,9
Production industrielle	0,8	-1,0	1,7	2,0
Pétrole WTI (\$ US/baril)	64	43	53	56
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	5,09	2,55	3,10	3,05

d'investissement dans les mois à venir. Les commandes de biens d'équipement non militaires sont retombées en territoire positif dans les derniers mois de 2016, de concert avec la stabilisation des dépenses en immobilisations dans le secteur pétrogazier, après une dégringolade de près de 70 % entre 2014 et le milieu de 2016. L'industrie pétrogazière représente normalement 8 % de l'ensemble des dépenses de machinerie; or, depuis le printemps 2016, ce secteur compte pour près d'un tiers dans l'augmentation des carnets de commandes de machines aux États-Unis. La demande de machinerie a aussi atteint un creux dans l'ensemble des autres secteurs; toutefois, l'amélioration qui a suivi est timide et attend qu'une autre reprise des résultats bénéficiaires et de l'utilisation de la capacité se confirme (graphique 7).

Même si les cadences d'exploitation de l'industrie manufacturière augmentent de près d'un point de pourcentage depuis août, le taux global d'utilisation de la capacité ne s'est pas rétabli, alors que la météo hivernale plus clémente que d'habitude a fait plonger de 11 % la production de services publics depuis décembre : il s'agit de la baisse la plus importante dans les annales statistiques depuis 1972. Les services publics comptent pour 5 % de l'ensemble des dépenses de réinvestissement aux États-Unis, et la léthargie de la demande d'électricité pourrait peser sur la reprise qui se dessine pour l'ensemble des dépenses d'investissement.

## LES EXPORTATIONS DE BIENS MANUFACTURÉS PRENNENT DE LA VITESSE

Si les achats intérieurs portent essentiellement l'activité manufacturière américaine, la reprise de la demande mondiale d'investissement commence également à relancer les commandes de biens d'équipement aux États-Unis (graphique 8). Les exportations américaines de biens manufacturés, qui augmentent désormais de plus de 4 % sur un an, affichent leur meilleure tenue depuis quatre ans (graphique 9). Si l'équipement de transport et la technologie de l'information représentent l'essentiel des biens manufacturés américains exportés, la demande étrangère de machinerie américaine a elle aussi repris ces derniers mois et viendra relancer l'activité industrielle, puisque ce secteur est l'un des plus prépondérants en exportations parmi les industries américaines : plus de 35 % de toute la machinerie fabriquée aux États-Unis est destinée à l'exportation, ce qui est nettement supérieur à la moyenne de 20 % pour les autres secteurs industriels. La reprise de la demande mondiale de machinerie et d'autres biens d'équipement fabriqués aux États-Unis laisse entrevoir une reprise éventuelle des dépenses d'investissement dans le monde entier. L'investissement est depuis quelques années l'un des maillons faibles de la reprise économique mondiale, puisque dans l'ensemble, la croissance des dépenses en immobilisations se ralentit pour s'établir à 2 % à peine en chiffres annualisés depuis la fin de 2014, ce qui représente 30 % de moins que le taux de croissance des deux années antérieures.

## LES DÉPENSES PUBLIQUES : RELÈVEMENT TIMIDE TOUT AU PLUS

Le creusement modéré du déficit fédéral américain, passé de 3,1 % du PIB durant l'année civile 2016 (graphique 10) à 3,25 % environ du PIB en 2018, constitue notre scénario de base. Le déficit budgétaire qui s'accroît s'explique en partie par le modeste allègement fiscal fédéral net projeté pour l'exercice budgétaire 2018. L'ensemble des activités de l'État, pour les dépenses courantes comme pour les dépenses en immobilisations, apportera probablement une modeste contribution de 0,1 point de pourcentage à la croissance du PIB réel dans l'année civile 2017, avant d'augmenter pour tendre vers 0,2 point de pourcentage en 2018.

Nous nous attendons à ce que l'administration Trump compense une large part de l'augmentation des dépenses consacrées à la sécurité et à la protection civile en limitant les dépenses de différents organismes non militaires et programmes ministériels qui sont, individuellement, relativement modestes. En outre, les dépenses des États américains se feront probablement plus circonspectes en raison de la forte incertitude qui règne sur l'évolution fédérale pour ce qui est des programmes de soins de santé et des autres programmes sociaux. À cause de l'impasse dans les soins de santé, nous nous attendons de plus en plus à des retards considérables dans les grandes initiatives de l'administration Trump, dont les fortes dépenses d'infrastructure promises de 1 000 milliards de dollars US sur dix ans. Le temps qu'il faut compter pour adopter les lois de crédits, modifier le régime des coupes budgétaires automatiques (le *sequester*) et ratifier un relèvement du plafond de la dette devrait ralentir les efforts de réforme fiscale et retarder des dépenses fédérales plus substantielles à court terme. À plus long terme, la promotion des enjeux de la sécurité sociale et des soins médicaux laisse entrevoir un creusement des déficits budgétaires dans les années à venir et des débats toujours aussi houleux sur le plafonnement de la dette.

Graphique 9



Graphique 10



**LES RISQUES POUR LES ÉTATS-UNIS RÉSIDENT ESSENTIELLEMENT AU CŒUR DE WASHINGTON**

Malgré l'amélioration généralisée continue des fondamentaux américains, de concert avec une plus forte accélération de la croissance dans d'autres grandes puissances économiques et puissances émergentes, peu de risques directs de régression économique, en deçà ou au-delà des frontières américaines, pèsent sur les perspectives des États-Unis. Les menaces qui planent sur ce pays prennent plutôt racine essentiellement au point d'intersection entre les politiques et la vie politique.

Le danger le plus imminent est que la réforme fiscale fédérale et les plans de dépenses d'infrastructure publique des États-Unis déçoivent les attentes des marchés. Jusqu'à une époque récente, les marchés boursiers ont intégré une baisse d'impôts des sociétés correspondant aux commentaires du président Trump, qui a parlé de ramener de 35 % à 20 % environ la fourchette supérieure d'imposition et a évoqué cette année un programme de dépenses d'infrastructure de 1 000 milliards de dollars US. Une moindre baisse d'impôts ou des retards plus importants dans le déploiement des dépenses d'infrastructure publique pourraient amener les entreprises à mettre en veilleuse certains plans de dépenses en immobilisations et entraîner une importante réévaluation du risque boursier. Nos projections de croissance ne tiennent pas compte d'un allègement fiscal substantiel, d'une reprise disproportionnée de l'investissement des entreprises, ni de dépenses d'infrastructures publiques massives; or, une forte correction des marchés boursiers et ses effets d'entraînement sur la richesse des ménages et la confiance des consommateurs se répercuteraient probablement sur l'économie réelle et fragiliseraient nos prévisions.

Dans le domaine du commerce, les mesures adoptées par l'administration Trump penchent jusqu'à maintenant pour un moins grand protectionnisme que ce qu'annonçait le discours de la campagne, ce qui pourrait toutefois facilement changer, puisque le délicat équilibre entre les libre-échangistes et les mercantilistes au sein de l'administration ne cesse de basculer. Bien que le nouveau président ait atteint un objectif personnel en sortant les États-Unis du Partenariat transpacifique (PTP), la Maison-Blanche affirme aujourd'hui que le PTP servira de « point de départ » pour les futurs accords bilatéraux. Pour ce qui est de l'ALÉNA, un projet de note de service sur les négociations indique que l'on se contentera d'adopter des changements modestes. Mais à propos de la Chine, le président Trump fait toujours valoir avec véhémence que les déficits commerciaux des États-Unis avec l'empire du Milieu sont toujours inadmissibles, sans indiquer ce que son gouvernement pourrait faire pour les corriger. Les tarifs, contingents et autres barrières commerciales autodestructeurs restent une possibilité qui pourrait faire dérailler la reprise américaine et menacer la croissance mondiale en déclenchant une guerre commerciale.

Hors des États-Unis, la conjoncture géopolitique, qu'il s'agisse d'un affrontement éventuel avec la Corée du Nord, des tensions soutenues avec la Russie, des bouleversements qui secouent l'Europe dans le cadre du Brexit et des élections nationales sur le continent, pourrait aussi nuire à l'appétence au risque et freiner la reprise américaine et mondiale à la fois.

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

### LES PERSPECTIVES DE LA BANQUE DU CANADA — EXCLURE UNE HAUSSE DES TAUX, POUR L'INSTANT

On ne s'attend pas, cette année, à un relèvement des taux directeurs, dont la première hausse est prévue pour le milieu de 2018. À notre avis, les marchés intègrent prématurément une probabilité d'environ 25 % d'un relèvement des taux avant la fin de 2017. Le gouverneur Poloz a précisé qu'il n'est pas pressé de hausser les taux, et nous croyons qu'il serait plus à l'aise en surciblant temporairement l'objectif inflationniste plutôt qu'en le sous-ciblant. S'il continue de croître au rythme actuel, le PIB pourrait, en données constantes, faire basculer la politique de la BdC dans la neutralité ou le durcissement, ce qui n'est pas vraiment évident puisqu'il pourrait y avoir bien d'autres considérations.

Les arguments qui militent en faveur d'une pause prolongée semblent prépondérants à la Banque du Canada et appartiennent à deux grandes catégories.

#### Les arguments contre la logique d'un relèvement

- Tant que l'inflation globale reste sur la cible, les effets de base des prix de l'essence jouent un rôle majeur et l'inflation fondamentale reste orientée à la baisse (graphique 1).
- La croissance annualisée de l'emploi depuis juillet serait à peu près égale au record établi en 1979, et il est improbable qu'elle tienne ce rythme sans nuire à la productivité du marché du travail. La léthargie des heures de travail éclipse la création d'emplois. Le taux de croissance nominal des salaires, à 1 % sur un an, et la baisse des salaires réels révèlent un relâchement appréciable du marché du travail.
- La récente reprise du commerce de détail pourrait être portée par des facteurs transitoires comme la forte croissance de l'emploi et l'effet de la hausse des prestations pour enfants.
- Au quatrième trimestre, la solide croissance du PIB a toutefois masqué la léthargie de l'investissement et des exportations et a été tonifiée par la distorsion des importations. Le PIB de janvier, solide lui aussi, pourrait ne pas être aussi durable, d'autant plus que l'évolution des exportations nettes devrait peser lourdement sur le PIB du premier trimestre.
- Les cours du pétrole ont paralysé et, au mieux, stabilisé l'ensemble des dépenses en immobilisations.
- La politique monétaire est un outil émoussé, qui n'est pas vraiment fait pour intervenir sur les marchés du logement en général, et encore moins sur les marchés du logement régionaux. À Toronto, les gains de prix pourraient ne pas tenir leur rythme actuel.
- Les fortes divergences entre les politiques américaines et les politiques canadiennes ne sont pas sans précédent (graphique 2) et sont aujourd'hui justifiées par une capacité excédentaire plus désinflationniste au Canada qu'aux États-Unis (graphique 3). Aux yeux de la BdC, l'inflation causée par la léthargie du dollar est transitoire. La limite de ce principe a été mise à rude épreuve lorsque la paire USDCAD s'est établie à 1,40-1,45.

#### Autres considérations

- La BdC espère depuis longtemps que la croissance s'affranchira de sa dépendance à l'endroit des fortes dépenses de consommation pour plutôt compter sur l'investissement et les exportations.
- L'investissement consacré à l'équipement a plongé de plus de 10 % dans chacun des deux derniers trimestres. Les intentions d'investissement sont fortes; or, la reprise tant attendue relèverait aussi la capacité de production en créant des tensions désinflationnistes.

#### RENSEIGNEMENTS

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

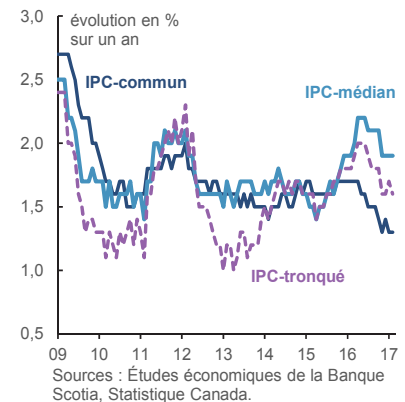
416.863.7707

Études économiques de la Banque Scotia

derek.holt@scotiabank.com

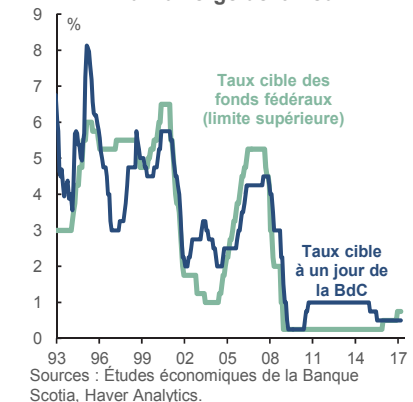
#### Graphique 1

##### Baisse de l'inflation fondamentale



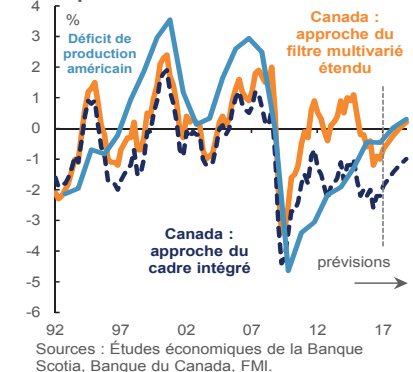
#### Graphique 2

##### Il n'est pas rare que la BdC diverge de la Fed



#### Graphique 3

##### La capacité excédentaire américaine épuisée avant celle du Canada





- La tendance de la croissance du volume des exportations reste léthargique.
- Parmi les risques que comporte la politique commerciale américaine, figurent les « mises au point » évoquées pour l'ALÉNA, une taxe douanière américaine généralisée ou les effets indirects d'une taxe douanière d'application plus réduite, dont le Canada serait exempté. La Bdc continuera probablement de faire preuve de circonspection, du moins tant que ces enjeux assombriront l'horizon.
- Comme mesure temporaire de soutien de la croissance, la relance budgétaire n'a que des effets timides.
- Le Canada a importé un choc obligataire qui pourrait ne pas être adapté à la conjoncture locale.

Il faudrait une brusque rupture, par rapport aux éléments qui portent aujourd'hui la conjoncture, pour donner raison à ceux qui militent en faveur d'une baisse des taux. Rappelons les propos de M. Poloz à la fin de l'année dernière lorsqu'il a répondu à une question sur le risque de baisse des taux : « Il faudrait s'écarter considérablement de cette voie, ce qui s'était d'ailleurs produit dans le cas du choc des cours du pétrole ». Or ce que nous savons des prévisions selon le scénario de base pour l'instant réduit le risque de baisse, surtout dans le contexte des risques de frôler éventuellement des taux négatifs.

### LES PRÉVISIONS POUR LA FED : 2017 DÉJÀ INTÉGRÉE DANS LES COURS; RISQUES POUR TOUT LE CYCLE

Nos prévisions pour le scénario de base de la Réserve fédérale comprennent déjà :

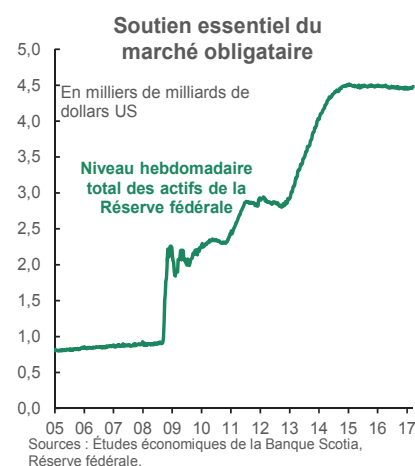
- trois relèvements des taux au total cette année, ce qui veut dire que deux autres hausses suivront le relèvement de mars, probablement en juin et en décembre, selon le déroulement des réformes fiscales durant l'été. Ces hausses seront suivies de deux autres l'an prochain, ce qui porterait le taux cible des fonds fédéraux à 2 % d'ici la fin de 2018. À l'heure actuelle, les contrats à terme sur les fonds de la Fed tiennent compte d'environ une autre hausse et demie d'ici la fin de 2017;
- le réinvestissement soutenu des avoirs en bons du Trésor, en obligations des agences et en titres adossés à des créances hypothécaires, qui préserverait le bilan de la Fed à environ 4 500 milliards de dollars pour soutenir le marché obligataire en 2017-2018 (graphique 4). Nous supposons que le réinvestissement des avoirs arrivés à échéance se réduira graduellement lorsque la normalisation des taux sera « bien amorcée », ce que nous définissons comme un taux cible sur les fonds fédéraux de l'ordre de 2 % ou plus, qui devrait être atteint en 2019 selon nos prévisions;
- notre prévision pour le taux terminal, ou taux neutre, est de 3 % en données nominales, ou de 1 % en données corrigées de l'inflation. Il s'agit du taux d'équilibre qui permet d'assurer la stabilité du double mandat de la Fed, soit le plein emploi et la stabilité des prix; c'est aussi ce qu'on appelle parfois le taux r-star.

Cette prévision du scénario de base se justifie par une croissance soutenue du PIB de 2 %-2,5 % pendant tout notre horizon prévisionnel, ce qui serait légèrement supérieur à la limite de vitesse estimée de l'économie, que la Fed fixe à 1,8 %. Il n'y aurait ainsi plus de déficit de production en 2018, ce qui éliminerait complètement le relâchement désinflationniste. On considère que c'est suffisant pour réaliser durablement les objectifs du mandat confié à la Fed par le Congrès pour la stabilité des prix, soit une cible d'inflation de l'ordre de 2 % et le plein emploi correspondant à peu près à l'estimation de la Fed, soit un taux de chômage de 4,7 %. On suppose un degré de stabilité des marchés qui est largement tributaire de plusieurs risques.

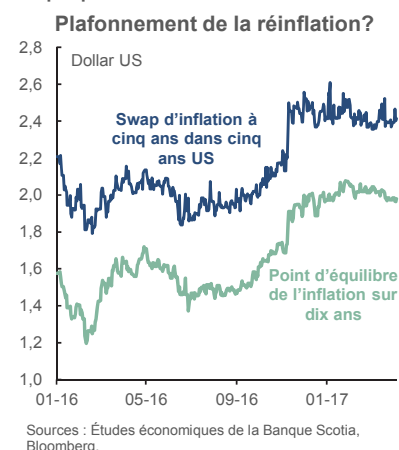
Les sources bidirectionnelles de risque pour cette prévision comprennent entre autres :

1. les échanges commerciaux réinflationnistes : les marchés et nos prévisions supposent que l'inflation américaine se maintiendra aux alentours de 2 %, grâce aux produits de base, à la croissance des salaires et au relèvement de l'inflation fondamentale. Il y aurait un risque baissier si les tensions inflationnistes fondamentales ne continuaient pas de se déployer pendant que les effets de base portés par l'énergie se dissipent. Une croissance intérieure et mondiale plus forte que prévue, qui plongerait l'économie américaine dans une conjoncture de demande excédentaire et qui rehausserait le risque inflationniste, constituerait un risque de hausse de l'inflation. Une taxe douanière protectionniste pourrait accélérer temporairement l'inflation, mais dynamiserait probablement les forces désinflationnistes par la suite, et la lecture qu'en ferait la Fed sera importante;

Graphique 4



Graphique 5



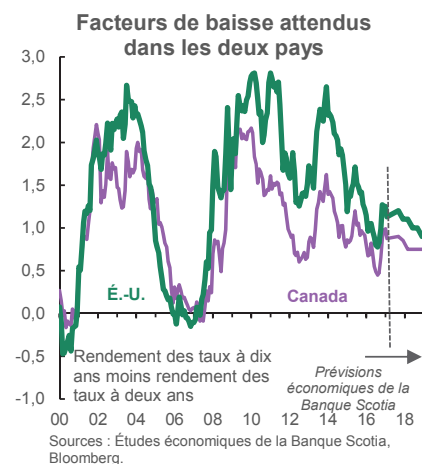
- les autres risques des politiques intérieures : nous restons sceptiques quant aux bienfaits potentiels, pour la croissance, d'un basculement possible des politiques budgétaire, réglementaire et commerciale américaines, comme nous l'expliquons dans [ce premier article](#). Les avantages pour l'économie et les marchés par rapport à ce dont les cours tiennent compte pourraient très bien rester exagérés, même si la gouvernance devait s'améliorer;
- les risques géopolitiques, qui restent élevés, notamment pour les élections européennes et les difficultés de la politique étrangère en Asie.
- l'effet d'entraînement : le regain de confiance des consommateurs aura-t-il pour effet d'accélérer les dépenses de consommation en produisant des incidences positives pour les revenus d'ensemble qui étayent les valorisations boursières actuelles? Tout porte à croire à un risque contraire : la confiance des consommateurs culmine généralement très tard dans le cycle, après avoir épuisé tous les gains (graphique 6). En outre, on ne prévoit aucune croissance de la consommation au premier trimestre cette année;
- le dollar américain : après être retombé au niveau auquel il se situait à peu près au moment de la présidentielle américaine, le dollar, par sa force, comporte un moins grand risque de baisse pour les exportations nettes et l'inflation; toutefois, nos prévisions internes laissent entrevoir une nouvelle appréciation du dollar à court terme;
- les postes à pourvoir, qui continuent de représenter un grand motif d'incertitude en ce qui concerne le parti pris pour la composition éventuelle du Federal Open Market Committee, surtout l'an prochain. Depuis le tour d'horizon présenté dans [cet article](#) sur l'envergure des postes à pourvoir éventuellement, un seul poste a été pourvu, puisque le président retraité de la Fed d'Atlanta, Dennis Lockhart, a été remplacé par Raphael Bostic.

### LES MARCHÉS OBLIGATAIRES : FACTEURS BAISSIERS; NE PAS DÉDAIGNER TOUTES LES OBLIGATIONS

Notre prévision pour le scénario de base de la hausse des rendements obligataires est en quelque sorte plus axée sur les échéances à plus court terme que sur les titres à plus long terme. Le lecteur est invité à consulter le tableau complémentaire ci-après pour prendre connaissance des prévisions et le graphique 7 pour une représentation des facteurs baissiers qui perdureront à notre avis.

**Si nous prévoyons des hausses accélérées des taux à plus court terme par rapport aux rendements à plus long terme, c'est en raison des attentes à l'endroit de la politique monétaire américaine.** Les bons du Trésor à plus court terme intègrent déjà une part considérable de notre prévision de base pour le relèvement

**Graphique 6**

**Graphique 7**

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

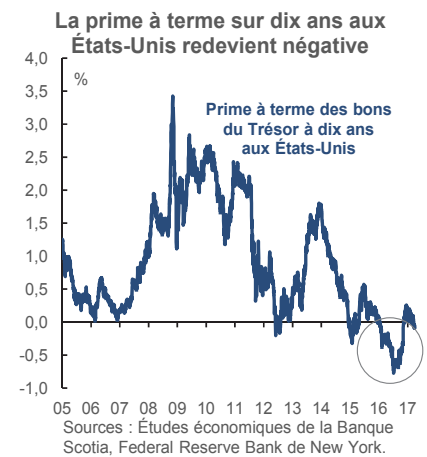
	2016				2017				2018			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
<b>Canada</b>												
Taux cible à un jour de la BdC	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	0,75	1,00
Taux de base	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70	2,95	2,95	3,20
Bons du Trésor à trois mois	0,45	0,49	0,53	0,46	0,55	0,50	0,50	0,50	0,60	0,80	0,90	1,10
Obligations du Canada à deux ans	0,54	0,52	0,52	0,75	0,75	0,85	0,95	1,05	1,20	1,35	1,45	1,60
Obligations du Canada à cinq ans	0,68	0,57	0,62	1,11	1,12	1,25	1,35	1,40	1,50	1,65	1,80	1,90
Obligations du Canada à dix ans	1,23	1,06	1,00	1,72	1,63	1,75	1,85	1,90	1,95	2,10	2,20	2,35
Obligations du Canada à 30 ans	2,00	1,72	1,66	2,31	2,30	2,35	2,45	2,50	2,55	2,65	2,75	2,80
<b>United States</b>												
Taux cible des fonds fédéraux	0,50	0,50	0,50	0,75	1,00	1,25	1,25	1,50	1,50	1,75	1,75	2,00
Taux de base	3,50	3,50	3,50	3,75	4,00	4,25	4,25	4,50	4,50	4,75	4,75	5,00
Bons du Trésor à trois mois	0,20	0,26	0,27	0,50	0,75	1,00	1,05	1,25	1,30	1,55	1,60	1,80
Bons du Trésor à deux ans	0,72	0,58	0,76	1,19	1,25	1,40	1,50	1,70	1,75	1,90	1,95	2,10
Bons du Trésor à cinq ans	1,20	1,00	1,15	1,93	1,92	2,05	2,20	2,30	2,40	2,50	2,55	2,60
Bons du Trésor à dix ans	1,77	1,47	1,59	2,44	2,39	2,55	2,70	2,80	2,85	2,90	2,95	3,00
Bons du Trésor à 30 ans	2,61	2,28	2,31	3,07	3,01	3,05	3,20	3,30	3,35	3,40	3,45	3,50

des taux de la Fed. À l'heure actuelle, les contrats à terme sur les fonds fédéraux tiennent compte de trois des cinq relèvements de taux que nous prévoyons d'ici la fin de 2018, ce qui laisse entendre qu'il reste encore une plus grande marge de manœuvre pour faire monter les titres à plus court terme.

**Une deuxième raison correspond à notre avis sur la prime à terme des bons du Trésor (graphique 8).** Il faut rappeler que cet indicateur permet de comparer les rendements des bons du Trésor à coupon zéro sur dix ans à une série d'obligations échéant à court terme. Cet indicateur a augmenté dans la foulée des élections et un peu avant, lorsque les secousses mondiales sur le premier semestre de 2016 ont commencé à se résorber. Les investisseurs se sont mis à nourrir les attentes inflationnistes et ont exigé une meilleure prime sur les obligations nominales pour une durée précise prolongée. À une époque plus récente, cette prime à terme a frôlé le zéro lorsque l'enthousiasme réinflationniste a culminé. Pour les besoins de nos prévisions, nous supposons qu'une prime à terme moyenne aux environs de zéro restera un compromis entre le non-retour aux distorsions de l'an dernier et l'enthousiasme tempéré pour la prétendue réinflation et les politiques commerciales de Donald Trump.

**Les transactions de « portage » étrangères sur les bons du Trésor américains continueront aussi probablement de plafonner les rendements des bons du Trésor.** L'écart de rendement nominal entre, par exemple, les rendements à dix ans aux États-Unis et les bunds à dix ans s'établit à plus de 200 points de base, et par rapport aux obligations de l'État japonais à 10 ans, il est supérieur à 230 points de base. Ce relèvement des rendements rend les bons du Trésor relativement attrayants par rapport aux portefeuilles de titres à revenu fixe mondiaux et soutient la demande.

Dans l'ensemble, les obligations souveraines resteront probablement surévaluées pendant toute la durée de notre horizon prévisionnel par rapport à une règle classique et empirique qui établit un lien entre les rendements des bons du Trésor à dix ans et les attentes à plus long terme pour la croissance du PIB nominal, qu'on pourrait à juste titre tracer aux alentours de 4 %, dont 2 % pour l'inflation à plus long terme. Une des grandes raisons est toujours la rareté relative des titres à revenu fixe échangeables en raison des programmes d'assouplissement quantitatif des grandes banques centrales mondiales. Cette rareté continue de s'aggraver, puisque la BCE et la Banque du Japon poursuivent leurs programmes de rachat d'obligations alors que la Fed continue de réinvestir les bons du Trésor arrivant à échéance. Le plus grand risque de hausse porte sur les pressions qui s'exercent sur l'offre en attendant l'évolution de la politique budgétaire américaine.

**Graphique 8**


## Mexique

### FORTE INCERTITUDE ET VIFS CONTRASTES

- La montée de l'incertitude à propos des changements qui pourraient être apportés à la politique commerciale américaine freine l'investissement et pèse sur les perspectives de croissance.
- On relève de forts contrastes entre les différents secteurs : certains secteurs (production pétrolière et construction de machinerie lourde) se contractent spectaculairement, tandis que d'autres (communications, services financiers et certaines activités industrielles) connaissent un essor fulgurant.
- L'inflation augmente rapidement parce que le gouvernement hausse fortement les prix des carburants.
- Pour gérer les attentes inflationnistes, la Banco de Mexico intervient rapidement pour relever les taux d'intérêt.

Pour une économie dont le potentiel de croissance réelle est de 4 % sur un an, une prévision de 1,4 % pour l'année en cours est peu réjouissante et paraît plutôt faible. Or la situation n'est pas aussi sombre que le laissent entendre les données sur la croissance globale, puisque l'activité économique révèle de forts contrastes entre les secteurs et les régions du Mexique. Certains secteurs sont aux prises avec des difficultés et tirent le PIB à la baisse, alors que bien d'autres secteurs et régions prospèrent.

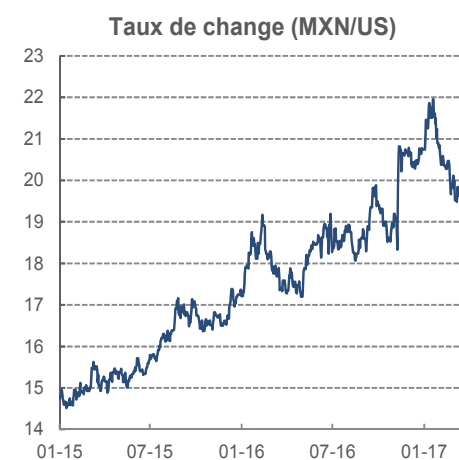
Le début de l'année a été pénible pour l'économie mexicaine. Le peso mexicain a évolué en montagnes russes, en réagissant essentiellement aux commentaires de la nouvelle administration américaine. D'abord, les commentaires du président Trump à l'occasion de son discours d'investiture ont malmené le peso, qui a frôlé les 22MXN/USD et perdu près de 6 %. Puis, les commentaires plus modérés et constructifs de Wilbur Ross et Peter Navarro ont ouvert la voie à un brusque relèvement de plus de 14 % du peso mexicain, qui a atteint des niveaux inférieurs à 19 MXN/USD (graphique 1). Cette conjoncture plus favorable du marché nous a amenés à relever nos prévisions pour le peso mexicain.

Cette grande volatilité témoigne de la montée de l'incertitude provoquée par les changements qui pourraient être apportés à la politique commerciale américaine. L'enjeu est grand pour l'économie nord-américaine et pour les nombreuses entreprises qui ont conquis des avantages concurrentiels en nouant d'étroites relations commerciales et en mettant sur pied d'importantes chaînes d'approvisionnement dans les trois pays. Selon des renseignements anecdotiques, l'incertitude qui règne sur la politique commerciale américaine a amené de nombreuses entreprises à mettre en veilleuse leurs nouveaux plans d'investissement, alors que d'autres continuent d'investir. En outre, les dépenses publiques consacrées à l'infrastructure matérielle se contractent en raison de la consolidation budgétaire. C'est pourquoi nous nous attendons à une contraction de l'investissement total dans l'année en cours. On relève déjà certains signes palpables de cet effet : dans l'industrie de la construction, le secteur du bâtiment, qui progressait déjà à un rythme fulgurant, s'est contracté de 1 % en données réelles sur un an en janvier; le crédit bancaire consenti à l'industrie de la construction s'est également contracté de 1,5 % en données réelles sur un an dans le même mois. La baisse sans précédent de la confiance des consommateurs en janvier (la plus importante dans les annales), puis la timide reprise de février (qui n'a été aussi faible qu'une fois auparavant dans les annales) sont d'autres signes préoccupants, qui pourraient laisser entendre que le rythme de la consommation se ralentit.

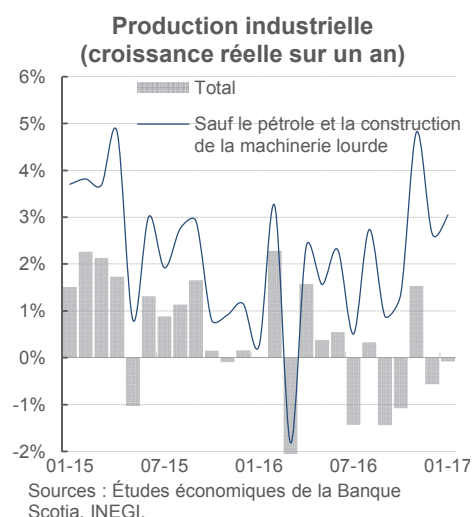
### RENSEIGNEMENTS

**Mario Correa**  
 52.55.5123.2683 (Mexique)  
 Scotiabank Mexico  
[mcorrea@scotiabcb.com.mx](mailto:mcorrea@scotiabcb.com.mx)

Graphique 1



Graphique 2



On relève toutefois de vifs contrastes dans l'économie. D'une part, l'activité industrielle s'est contractée de 0,1 % en données réelles sur un an en janvier, mais a été fortement influencée par les replis de l'extraction pétrolière (-11,9 % en données réelles sur un an) et la construction de machinerie lourde (-11,1 % en données réelles sur un an). D'autre part, l'activité manufacturière a progressé de 4,3 % en données réelles sur un an en janvier, grâce à un rendement exceptionnel dans des secteurs comme les industries des métaux de base (+10,2 % en données réelles sur un an) et de la machinerie et de l'équipement (+12,1 % en données réelles sur un an). Exception faite de l'extraction pétrolière et de la construction de la machinerie lourde dans l'ensemble de l'industrie, les autres activités industrielles ont crû de 3,1 % en données réelles sur un an, comme on peut le constater dans le graphique 2. Différents indicateurs laissent entendre que le marché intérieur se porte bien : la création d'emplois a été très forte en février (+154 000), le commerce de détail a progressé de 4,9 % en données réelles sur un an en janvier, et les ventes d'automobiles ont augmenté de 6,5 % en données réelles sur un an en février.

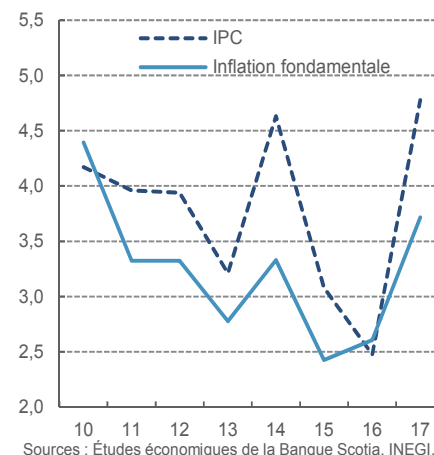
L'inflation à la hausse a atteint des niveaux sans précédent depuis les sept dernières années, puisque l'Indice des prix à la consommation s'est établi à 5,29 % sur un an dans la première moitié de mars et que l'indice fondamental a atteint 4,32 % sur un an (graphique 3). Ce rebond exceptionnel s'explique surtout par le début du processus de libéralisation des prix des carburants et l'effet d'entraînement de la dépréciation cumulative de la devise. Même si l'on s'attend à ce que cette montée de l'inflation soit temporaire, il y a un fort risque d'effets de deuxième ordre qui pourraient générer une force d'inertie importune dans la dynamique de l'inflation. Pour prévenir ces effets, la Banco de Mexico est intervenue monétairement en augmentant rapidement les taux d'intérêt de référence, haussés de 325 points de base depuis décembre 2015, et l'on s'attend à ce qu'elle continue de durcir la politique monétaire en relevant de nouveau les taux de 100 points de base d'ici la fin de 2017.

L'orientation haussière de la dette publique est un autre motif de préoccupation (graphique 4). Le Fonds monétaire international et les agences de notation internationales ont adressé, à de nombreux analystes du secteur privé, de multiples mises en garde différentes à propos de la moins grande rigueur budgétaire. Le gouvernement fédéral a adopté différentes mesures pour atteindre les objectifs du déficit officiel, qui ont été respectés. Une grande partie de l'amélioration de la conjoncture budgétaire s'explique dans une large mesure par les recettes exceptionnelles, par exemple l'excédent opérationnel de la Banco de Mexico. Le total des dépenses publiques continue d'augmenter en pourcentage du PIB, ce qui pourrait être de mauvais augure. Il semble qu'il faudra prendre des mesures plus fermes pour endiguer les dépenses dans le cadre de la politique budgétaire afin de raffermir les fondamentaux macroéconomiques du pays.

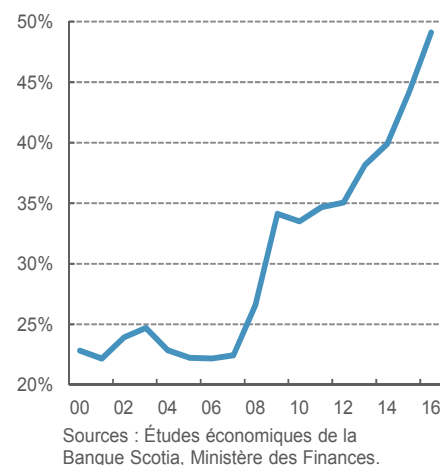
Dans ce contexte, nous prévoyons, pour 2017, un brusque freinage de la croissance totale du PIB réel à 1,4 %, essentiellement en raison d'une contraction de 2,6 % de l'investissement total, alors que les dépenses de consommation des particuliers devraient augmenter de 1,9 %. La restructuration de Pemex se poursuit, ce qui fait baisser la production pétrolière. La léthargie de l'activité de la construction aggrave cet impact, ce qui explique une contraction attendue de 0,2 % de la production industrielle. Le secteur des services devrait être moins touché par l'incertitude et progresser de 2,4 %. L'inflation totale devrait atteindre 5,9 %, alors que l'inflation fondamentale devrait bondir à 4,9 %. Le peso mexicain devrait afficher une forte volatilité durant l'année et clôturer à près de 21,3 MXN/USD; il faut toutefois signaler que les dénouements possibles de l'évolution du taux de change sont nombreux.

En bref, 2017 s'annonce lourde de complications pour l'économie mexicaine, qui devrait afficher une piètre tenue. Par contre, les perspectives à moyen et à long termes du Mexique restent favorables, et lorsque tous les vents contraires qui se lèvent sur l'horizon immédiat commenceront à retomber, l'économie devrait commencer à prendre de la vitesse et afficher une meilleure tenue.

**Graphique 3**  
**Inflation (en % sur un an)**



**Graphique 4**  
**Dette publique (% du PIB)**



## Royaume-Uni

- Tout porte à croire que l'économie du Royaume-Uni tourne maintenant au ralenti.
- La brusque hausse de l'inflation, qui effrite la croissance du revenu réel des ménages, freine déjà la progression des ventes au détail.
- Nous nous attendons à ce que cette conjoncture perdure et à ce que l'inflation monte encore.
- L'inflation selon l'IPC s'est accélérée pour dépasser la cible des 2 % de la BoE et nous nous attendons à ce qu'elle remonte à plus de 3 % à l'automne, puis à ce que l'IPC ralentisse pour revenir sur la cible dans les 18 mois suivants.
- Malgré les spéculations qui se donneront probablement de plus en plus libre cours sur un relèvement des taux durant le premier semestre, nous ne nous attendons pas à ce que le CPM aille effectivement de l'avant, surtout si la croissance se ralentit, comme nous le prévoyons, dans le courant de l'année.

### CROISSANCE

Meilleure que prévu, la fin de 2016 a mécaniquement fait basculer à la hausse notre prévision de croissance du PIB, à 2,0 % sur un an en 2017. Bien qu'il s'agisse d'une accélération par rapport à la moyenne annuelle de 1,8 % sur un an en 2016, nous prévoyons en réalité un ralentissement de la croissance. Plus précisément, nous nous attendons à ce qu'en glissement trimestriel, le taux de croissance baisse constamment durant l'année, pour passer de 0,7 % à la fin de 2016 à 0,2 % à peine d'ici la fin de 2017. De même, bien que nous nous attendions à ce que les taux de croissance trimestriels soient orientés à la hausse en 2018 (pour atteindre 0,5 % en glissement trimestriel à la fin de l'année), notre prévision annuelle moyenne pour 2018 ressort à peine à 1,2 % sur un an. En fait, les taux de croissance annuels moyens constituent en quelque sorte une illusion d'optique.

Pour ce qui est des principaux facteurs de croissance, tout repose sur les ménages. Plus précisément, nous nous attendons à ce que la brutale remontée de l'inflation effrite le pouvoir d'achat réel des ménages, ce qui aura pour effet de freiner la croissance des dépenses de consommation. La progression des ventes au détail s'est déjà ralentie dans une certaine mesure, de concert avec une vive accélération de son déflateur, ce qui confirme à nos yeux que ce mécanisme donne des résultats et que la croissance du PIB se ralentira cette année. Nous avons supposé que les pires nouvelles pour le consommateur seraient concentrées sur le deuxième semestre de 2017, ce qui aurait coïncidé avec un sommet pour l'inflation. Or, la glissade des derniers mois dans la croissance des ventes au détail met en lumière le risque qu'un ralentissement plus brusque se produise plus tôt que ce que nous avons prévu dans notre scénario de base.

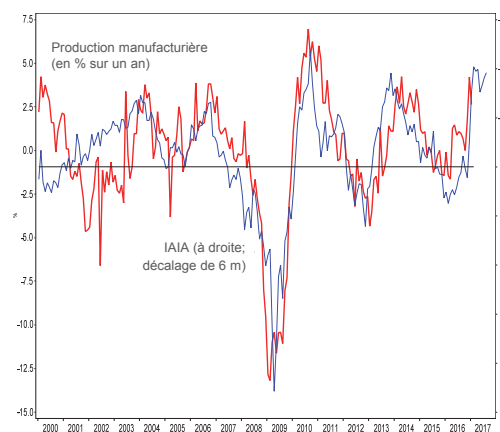
En revanche, les secteurs de l'économie qui sont vulnérables au taux de change ont connu un meilleur sort. La croissance de la production manufacturière s'est accélérée. La balance commerciale nette s'est améliorée. Ces deux facteurs cadrent avec notre modèle d'Indicateur avancé des indicateurs avancés (IAIA), qui révèle que la conjoncture financière n'a pas été aussi conciliante depuis des dizaines d'années (graphique 1). C'est pourquoi ces secteurs, bien que nous doutions qu'ils masqueront intégralement la dégringolade des dépenses de consommation, amortiront en fait la léthargie de la croissance du PIB.

### 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

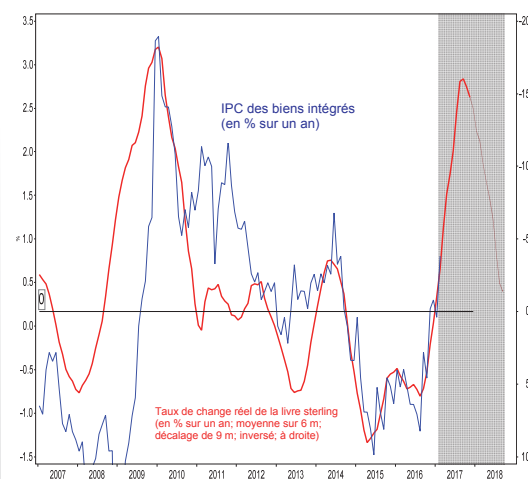
Modèle IAIA et croissance de la production manufacturière



Source : Macrobond.

#### Graphique 2

IPC des biens intégrés et taux de change de la livre sterling pondéré des échanges commerciaux



Source : Macrobond.

## INFLATION

L'inflation selon l'IPC est aujourd'hui supérieure à la cible inflationniste de 2 % de la Banque d'Angleterre pour la première fois depuis la fin de 2013 et est sortie du territoire négatif de la fin de 2015. Nous nous attendons à ce que l'IPC remonte encore dans les prochains mois, puis à ce que l'inflation globale culmine à 3,25 % à l'automne. Par la suite, nous nous attendons à ce que l'inflation revienne sur la cible des 2 % de la Banque d'Angleterre dans les 18 mois suivants.

Les données récentes de l'IPC révèlent clairement les effets de la léthargie de la livre sterling, qui fait monter l'inflation. Le graphique 2 trace l'évolution de la catégorie des biens de base de l'indice (soit les composants les plus vulnérables aux fluctuations du taux de change du panier de l'IPC) par rapport au taux de change de la livre sterling pondéré des échanges commerciaux. Cette catégorie de facteurs d'inflation a augmenté pour passer de -1 % sur un an à 0,75 % sur un an, et le graphique laisse entendre que cette évolution continuera de s'accélérer pour pointer à 3 % sur un an. Ces composants représentent 30 % de la pondération de l'IPC, ce qui veut dire que l'inflation globale selon l'IPC augmentera encore de 0,7 %. En outre, les factures d'énergie, la hausse de l'inflation du prix des aliments, les tarifs aériens, les forfaits touristiques et les taxes sur l'alcool et le tabac dans ce pays devraient tous permettre de s'assurer que l'inflation globale franchira le seuil supérieur des 3 % de la fourchette cible de la BoE.

À moins que le taux de change de la livre sterling s'enlise dans une léthargie, la pression à la hausse exercée par l'inflation importée commencera à se dissiper à un certain moment, ce qui ramènera l'inflation globale aux alentours de la cible de 2 % en 2018-2019.

Essentiellement, l'inflation du secteur des services est restée discrète ces deux dernières années, et nous nous attendons à ce qu'il en soit de même en 2017. En outre, une des grandes raisons pour lesquelles l'inflation du secteur des services est si discrète est le freinage de la croissance des salaires. Nous nous attendons à ce que l'inflation des salaires évolue sans conviction en 2017, ce qui laisse entendre que l'inflation des services sera limitée.

## POLITIQUE MONÉTAIRE

Nous sommes toujours d'avis que la politique monétaire se durcira au premier semestre de 2017, avant de se faire conciliante au deuxième semestre. Plus précisément, puisque l'inflation selon l'IPC avoisine les 3 % sur un an, que le PIB est pour l'instant en forte croissance et que le chômage continue de baisser, la BoE a pris le parti du durcissement. Un membre du Comité de la politique monétaire a voté pour un relèvement des taux et les autres membres ont admis que les données sont déjà assez favorables pour les inciter à voter en faveur d'un relèvement des taux. Or, nous ne nous attendons pas à ce que la Banque relève ses taux cette année. En particulier, la croissance terne du PIB au deuxième semestre de 2017 (et son spectre) dissuadera probablement le Comité de relever les taux.

La BoE a fait état de trois grandes influences qui détermineront le parcours éventuel des taux d'intérêt : l'inflation des salaires, la croissance de la consommation et les attentes inflationnistes. En particulier :

- nous nous attendons à ce que l'**inflation des salaires** soit inférieure à la prévision de 3 % sur un an de la BoE d'ici la fin de l'année, ce qui laisse entendre que l'inflation générée en deçà des frontières du Royaume-Uni restera probablement discrète et que le Comité peut s'attendre à une forte inflation globale;
- en raison de l'effondrement des ventes au détail, nous croyons que la **croissance des dépenses de consommation** des ménages décevra vraisemblablement les attentes, au lieu d'être plus résiliente que ce que la Banque a prévu;
- les **attentes inflationnistes** ont suivi la hausse de l'inflation globale pour s'établir à 2,9 % sur un an. Auparavant, une lecture de 3,25 %-3,5 % a provoqué des dissensions au sein du Comité lorsqu'il s'agissait de décider de relever ou non les taux. Nous croyons que ce « seuil déclencheur » sera atteint dans les trois à six prochains mois.

Nous nous attendons à ce que les influences conciliantes l'emportent sur la montée des attentes inflationnistes, de sorte qu'en définitive, la politique monétaire n'évoluera pas en 2017. En 2018, on se remettra probablement à spéculer sur un relèvement des taux, surtout lorsque le taux de croissance du PIB en glissement trimestriel s'accélérera pour atteindre un niveau plus sérieux durant le deuxième semestre. En outre, l'accélération de l'inflation des salaires devrait également militer en faveur d'un relèvement des taux, plus vraisemblable en 2018, bien qu'en définitive, nous nous attendions à ce que la BoE attende le début de 2019 avant de finalement intervenir avec une première hausse des taux.

## Zone euro

- Les signes de la reprise économique continuent de se multiplier.
- L'inflation globale gravite allègrement autour de la cible des décideurs, alors que l'inflation fondamentale semble enfin vouloir se ressaisir.
- La banque centrale pourrait durcir le ton.

### LA CROISSANCE PREND DU MIEUX ET SE GÉNÉRALISE

Après avoir crû de 0,4 % en glissement trimestriel au dernier trimestre de 2016, l'économie de la zone euro semble vouloir redémarrer en trombe. Ces derniers mois, toutes les enquêtes menées auprès des entreprises, qui apportent constamment de bonnes nouvelles, laissent entendre que la croissance du PIB se rapproche de 2,5 % sur un an, contre 1,7 % sur un an à la fin de 2016. Ce relèvement, nettement supérieur au taux de croissance potentiel estimé à 1,1 % environ sur un an, indique que l'écart de production de la zone euro est peut-être en train de s'amenuiser plus rapidement que prévu il y a quelques mois.

Dans l'ensemble de la zone euro, l'Allemagne s'illustrera probablement par sa performance économique grâce à la vigueur de la demande mondiale (ce dont témoigne la hausse de l'indice ISM manufacturier des États-Unis et de l'indice PMI de la Chine, entre autres). En fait, les dernières enquêtes de l'Institut Ifo sont à leur plus haut depuis 2011, à l'époque où le PIB allemand avait bondi de plus de 4,0 % sur un an. Or, tout indique aussi que la reprise de la zone euro s'étend à tous ses États membres, puisque les indices PMI augmentent en France et en Italie malgré la montée de l'incertitude politique. En outre, une conjoncture financière très favorable continue de dynamiser la reprise de la zone euro, puisque les taux d'intérêt sont toujours aussi faibles et que la Banque centrale européenne (BCE) poursuit son programme de relance. La léthargie de l'euro a elle aussi un effet tonique, puisque le taux de change effectif nominal est orienté à son plus bas depuis presque 15 ans, ce qui favorise la compétitivité locale. La croissance du crédit s'est donc raffermie, pour s'établir à 2,3 % sur un an en février; elle n'a jamais été aussi forte depuis 2009 et double largement son avance d'il y a un an. Dans l'ensemble, cette conjoncture conforte l'opinion voulant que la reprise de la zone euro soit vraiment en train de s'inscrire dans la durée.

Comme nous le soupçonnions il y a trois mois, le risque pour les perspectives de croissance de la zone euro vient de basculer à la hausse, puisque la Commission européenne et la BCE sont toutes deux en train de réviser, pour cette année et l'an prochain, leurs prévisions sur la croissance du PIB réel, qui se rapproche de 2,0 % sur un an.

### L'INFLATION A PROBABLEMENT ATTEINT SON PLUS HAUT, MAIS L'INFLATION FONDAMENTALE DEVRAIT COMMENCER À SE RELEVER

Globalement, l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) de la zone euro a probablement atteint un pic passager à 2,0 % sur un an en février. Nous nous attendons à ce que l'inflation des prix à la consommation s'établisse plutôt aux alentours de 1,7 % ou 1,8 % sur un an dans les mois à venir en raison du repli des gains sur un an des cours de l'énergie et des prix des aliments. En fait, les effets de base de ces composants pourraient en réalité commencer à devenir négatifs, compte tenu de la baisse des prix de l'essence depuis le début de mars et de la hausse, en mars et avril l'an dernier, des prix des aliments, qui a été nettement supérieure à la moyenne sur quatre ans. En outre, même si la météo plus glaciale que d'habitude des derniers mois explique l'augmentation inattendue des prix des aliments frais, ce facteur est appelé à s'amoinrir, puisque le

## RENSEIGNEMENTS

Frédéric Prêtet

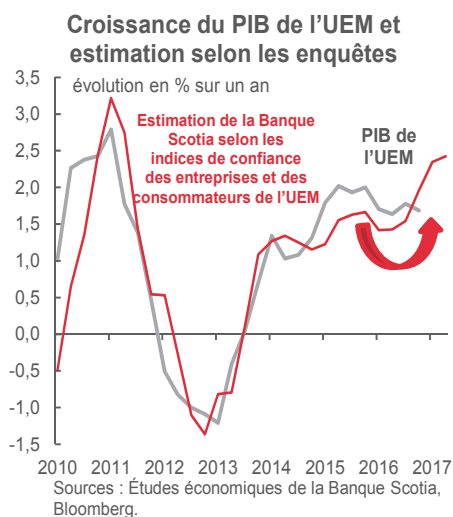
33.1.703.77705 (Paris)

Stratégie des titres à revenu fixe

frederic.pretet@scotiabank.com

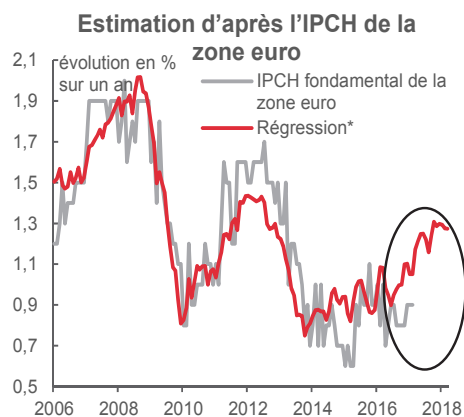
### Graphique 1

#### Croissance du PIB en forte accélération



### Graphique 2

#### Basculement à la hausse du risque pour l'inflation fondamentale



\* Enquêtes de l'Institut Ifo de l'Allemagne, croissance du crédit de la zone euro, cours du Brent et taux de change de l'euro.  
Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.



temps redevient plus clément. Dans l'ensemble, en supposant que les prix des aliments augmentent en suivant une évolution saisonnière traditionnelle, leur orientation sur un an devrait baisser dans les deux ou trois mois à venir.

Or, l'inflation fondamentale devrait remonter graduellement, pour franchir le cap du 1,0 % sur un an et tomber dans le territoire que la BCE considère comme la « zone à haut risque déflationniste ». Cette accélération attendue peut s'expliquer comme suit :

- L'effet d'entraînement favorable de la hausse des cours de l'énergie a commencé à se répercuter sur les prix des services, portés par la hausse des prix des services de transport, dont le rythme de croissance dans la zone euro s'est en fait accéléré pour passer d'un creux de 0,5 % sur un an par rapport à la même période l'an dernier à près de 2,0 % sur un an en février. Parce qu'elle est déjà étroitement liée aux cours du pétrole, cette tendance devrait se poursuivre dans les mois à venir, puisqu'on prévoit que les prix des services de transport progresseront, sur un an, de 3,0 % ou plus, ce qui devrait continuer d'être de bon augure pour la hausse des prix des services.
- L'amenuisement de l'écart de production négatif d'une part et, d'autre part, la reprise de l'activité économique, le relèvement de la croissance du crédit, une conjoncture financière qui continue d'être favorable et le taux de change concurrentiel de l'euro sont autant de bonnes nouvelles pour l'inflation de base. Effectivement, une régression simple de ces facteurs nous apprend qu'il y a désormais plus de risques haussiers que baissiers pour l'inflation fondamentale de la zone euro.

### **EN S'AMÉLIORANT, LES FONDAMENTAUX POURRAIENT AVIVER LES TENSIONS SUR LE DURCISSEMENT DE LA BCE**

La dernière réunion de la BCE a permis de constater que le discours se durcit graduellement au sein du Conseil des gouverneurs. Le président de la BCE a notamment fait clairement savoir qu'il n'est plus nécessaire d'assouplir la politique monétaire et que les perspectives macroéconomiques sont de plus en plus réjouissantes. Pour l'heure, les principaux arguments qui militent en faveur de la prudence sont, semble-t-il, l'atonie de l'inflation fondamentale et le fort risque politique en prévision des élections présidentielles et parlementaires de mai et de juin en France. Or, d'ici le début de l'été, nous nous attendons à la fois à ce que l'inflation fondamentale remonte et à ce que l'incertitude provoquée par les élections en France se soit dissipée. Dans ce cas, nous croyons que la BCE pourrait changer de discours afin de tenir compte de l'amélioration de la conjoncture macroéconomique, et les tensions sur le durcissement monétaire pourraient s'intensifier à la réunion de la BCE en juin.

## Afflux de capitaux en Amérique latine

- **Afflux massif de capitaux; résilience malgré une croissance léthargique; tension Chine-Mexique.**
- **Rééquilibrage continu des portefeuilles de placements; reprise du cône Sud.**
- **Politique monétaire inégale dans les Amériques en développement; fracture entre le Nord et le Sud.**
- **Stabilisation des monnaies; alignement harmonieux sur l'évolution des cours des produits de base.**
- **Intensification de l'incertitude liée aux élections; changement de direction en vue.**

Les marchés émergents reviennent à la mode. La croissance et les différentiels de taux d'intérêt continuent d'attirer fortement les investisseurs de portefeuilles mondiaux en quête d'actifs latino-américains plus productifs dans un monde où les taux d'intérêt sont excessivement faibles. Les politiques monétaires ultrastimulantes dans les grandes puissances économiques où le crédit est prépondérant (comme les États-Unis, le Royaume-Uni et certaines administrations en Europe) continuent d'orienter les flux de capitaux vers les grandes économies des Amériques en développement. La persistance des excédents de liquidités mondiales empêche d'adopter une approche plus rigoureuse dans la différenciation intrarégionale du risque de crédit en Amérique latine dans un contexte où la croissance économique régionale est inférieure à son potentiel. L'exode massif de capitaux que subit la Chine, comme en témoigne le brutal repli des réserves de la banque centrale (qui ont baissé de 1 000 milliards de dollars US entre juillet 2014 et janvier 2017), a été accueilli dans la plus grande indifférence par les investisseurs spécialisés dans les marchés émergents. La forte tension sur les marchés financiers au Mexique dans la foulée de la présidentielle américaine s'est même graduellement dissipée, ce qui prouve que le marché encourage les transactions opportunistes.

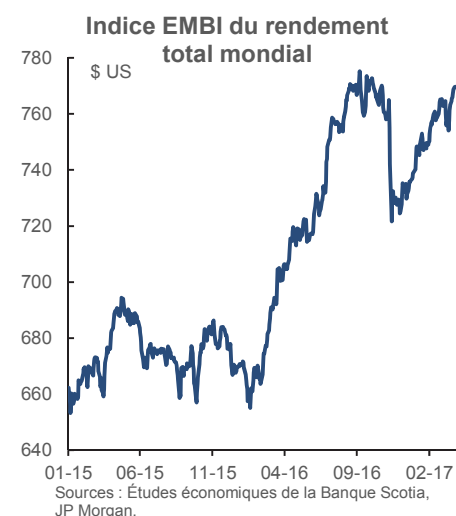
Les investisseurs mondiaux continuent de rééquilibrer énergiquement, dans le cadre de leurs portefeuilles, leur exposition aux marchés émergents en général et, en particulier, aux actifs latino-américains. Il est très révélateur que l'exposition aux marchés chinois des obligations de sociétés se soit repliée, en raison des craintes provoquées par l'endettement excédentaire dans certains secteurs de l'économie (surtout l'immobilier) à une époque où la banque centrale chinoise a perdu une part importante de ses réserves de devises. Or, les grands émetteurs souverains en Amérique latine restent relativement à l'abri de la montée de l'exode de capitaux en Chine, qui paraît être relativement bien orchestré par les forces de l'offre et de la demande sur le marché. Dans les Amériques en développement, le retour du Brésil et de l'Argentine parmi les grands acteurs des marchés des titres de dettes primaires et secondaires est venu accélérer un processus de rééquilibrage intrarégional qui a allégé l'exposition des investisseurs au Mexique et accru les avoirs de crédits du cône Sud de l'hémisphère. À l'horizon, l'Amérique latine pourra compter sur une présence plus équilibrée dans les marchés émergents dans leur ensemble, malgré les risques imminents qui pèsent sur le Mexique en raison de l'inflexion potentielle des politiques aux États-Unis.

Les différentiels de taux d'intérêt continuent de représenter l'un des principaux facteurs qui font basculer les flux de capitaux vers les marchés émergents. Aux États-Unis, l'inflexion des politiques reste un facteur de tension potentielle. Bien que le facteur de la « crainte de la Fed » se soit en quelque sorte estompé, puisque l'évolution des politiques américaines se précise, les différentiels de rendement entre les obligations des

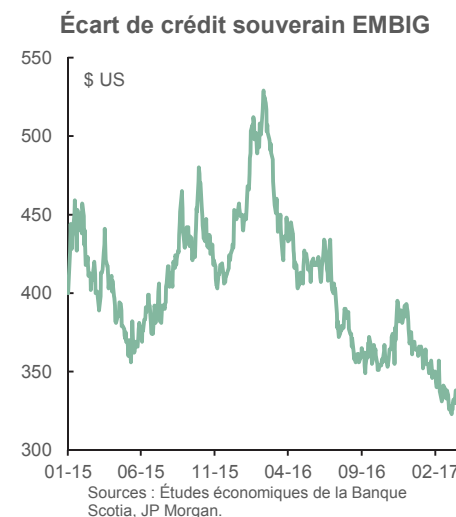
### RENSEIGNEMENTS

**Pablo Bréard, VP et chef, Études économiques internationales**  
 416.862.3876  
 Études économiques de la Banque Scotia  
[pablo.breard@scotiabank.com](mailto:pablo.breard@scotiabank.com)

Graphique 1



Graphique 2



gouvernements locaux et les bons du Trésor américains pourraient avoir plus d'à-propos dans les mois à venir, ce qui pourrait parfois provoquer des accès de volatilité du marché dans les segments des titres de dettes à rendement élevé. L'évolution continue des titres de dettes des États dans les devises locales continue d'orienter les flux des investissements de portefeuille vers certains pays de l'hémisphère occidental. Le Mexique, grâce à une participation à grande échelle des investisseurs des portefeuilles étrangers, reste la grande administration prépondérante sur les marchés des titres de dettes latino-américains. À cet égard, l'évolution des politiques monétaires (et le contexte inflationniste qui s'ensuit) est essentielle pour préserver la prime des taux d'intérêt comme facteur clé d'attraction des flux de capitaux. On constate à l'évidence une tendance divergente de la dynamique des politiques monétaires entre le Nord (États-Unis et Mexique) et le Sud (Brésil, Colombie et Chili). Le net contraste entre la hausse des taux de la banque centrale au Mexique — qui a permis de stabiliser la tension sur le marché de la devise mexicaine — et les baisses constantes de taux au Brésil témoigne de cette fracture entre les marchés du Nord et ceux du Sud.

Les taux de change latino-américains ont profité d'une phase de consolidation constante dans les quatre derniers mois. Toujours est-il que l'environnement des devises régionales pourrait être soumis à des variations épisodiques de volatilité d'ici la fin de l'année, essentiellement sous l'influence de l'orientation du dollar américain (USD) par rapport à ses grandes devises paires et de l'imprévisibilité de la politique monétaire américaine. Or, le peso mexicain (MXN) est complètement sorti de sa grande léthargie dans la foulée de la présidentielle américaine, ce qui révèle le solide appui des investisseurs des portefeuilles étrangers et les différentiels de taux d'intérêt très attractifs du Mexique. L'humeur des marchés financiers est toujours aussi haussière à l'endroit du réal brésilien (BRL), même si la banque centrale a mis en branle un vigoureux cycle d'assouplissement monétaire. La normalisation des tendances dans l'évolution des cours du cuivre a stabilisé les échanges sur le sol péruvien (PEN) et le peso chilien (CLP); toutefois, l'évolution volatile des cours du brut pourrait laisser le peso colombien (COP) sur la défensive dans les mois à venir.

La région de l'Amérique latine amorce une période d'activité électorale intense, qui amènera un changement à la tête des grandes économies de cette région. L'élection prochaine dans l'État de Mexico permettra de prendre clairement le pouls de l'humeur des électeurs à l'endroit des dirigeants actuels et des exigences potentielles de la société en prévision de la présidentielle prévue pour juillet 2018. Les relations bilatérales entre les États-Unis et le Mexique pourraient parfois alimenter des événements volatils qui secoueraient les marchés. Quant aux autres membres de l'Alliance du Pacifique, des présidentielles auront lieu au Chili (novembre 2017), alors que des élections au Congrès et à la présidence sont prévues au Colombia pour mars et mai 2018 respectivement. Dans les autres grandes économies de la région, on prévoit des élections au Congrès de l'Argentine (octobre 2017) et à la présidence du Venezuela (avril 2018) et des élections générales au Brésil (octobre 2018).

## Brésil

- Reprise économique au ralenti; forte désinflation en cours.
- Amélioration de la perception mondiale du risque de crédit souverain du Brésil.
- Le réal brésilien (BRL) est toujours la devise la plus performante dans le monde.
- Une consolidation budgétaire plus rigoureuse, essentielle pour améliorer les perspectives économiques.
- Changement de direction à l'horizon; élections prévues pour octobre 2018.

Les indicateurs de confiance des entreprises semblent vouloir s'améliorer dans les deux premiers mois de l'année. Les perspectives inflationnistes et monétaires prennent du mieux elles aussi. Après deux années de forte récession, l'économie affichera une croissance positive en 2017. Nous nous attendons à ce que le PIB réel augmente de 0,5 % avant de s'accélérer à 2 %-2,5 % en 2018. La correction continue des grands déséquilibres macroéconomiques (budgétaire et commercial) favorisera une reprise à la fois lente et graduelle. Le bilan économique de l'ancienne administration, qui s'est soldé par la destitution de la présidente en août 2016, comprenait un taux de chômage de 12 % et une contraction de 7,4 % du PIB réel dans les sept derniers trimestres.

La banque centrale a adopté une stratégie monétaire procroissance. Le taux d'intérêt directeur administré a été réduit de 200 points de base à 12,25 % dans les quatre derniers mois. Les acteurs du marché tablent sur de nouvelles baisses vigoureuses des taux, qui termineront l'année à 9,5 %. Largement favorisé par une brusque appréciation du taux de change et une récession prolongée, le taux d'inflation globale a fléchi à 4,8 % sur un an (en février 2017), contre 10,7 % sur un an (en janvier 2016). La récession économique récalcitrante et un environnement de taux d'intérêt pernicieux ont rapidement réduit l'activité du crédit. Le crédit total a baissé à 49 % du PIB en 2016 contre 54 % en 2015 de concert avec la forte contraction économique.

La cote de solvabilité du Brésil s'est sensiblement améliorée; or, les marchés locaux restent vulnérables à la volatilité potentielle liée à l'évolution imprévue de la politique monétaire aux États-Unis. Les indicateurs du marché pour les swaps sur les défaillances de crédit (CDS) laissent entrevoir une forte réduction du coût de l'assurance à souscrire pour détenir des titres de dette brésilienne libellés en dollars US. En fait, le contrat de CDS sur cinq ans a fléchi pour s'établir à 220 points de base, au lieu de 500 points de base sur les 14 derniers mois. Ce solide rendement des marchés contraste vivement avec la position des agences internationales de notation du crédit, qui maintiennent toutes en « perspective négative » leurs notes sur les titres de dette souveraine du Brésil. À cet égard, la progression soutenue de la consolidation budgétaire et l'amélioration de la qualité du crédit seront déterminantes pour l'humeur des investisseurs dans l'année à venir.

Cette combinaison de facteurs intérieurs et extérieurs favorables a permis à la monnaie brésilienne de s'apprécier constamment, en gagnant 33 % sur le dollar américain (USD) depuis janvier 2016. L'inversion du choc de la balance commerciale dans le sillage d'une forte récession économique et la conjoncture favorable des marchés financiers dans les grandes économies des marchés émergents ont alimenté le discours haussier sur le BRL. La forte position des réserves internationales (réserves de 375 milliards de dollars US de la banque centrale), de pair avec d'importants flux d'investissements directs étrangers (85 milliards de dollars US dans les 12 derniers mois), est venue conforter l'orientation positive du taux de change.

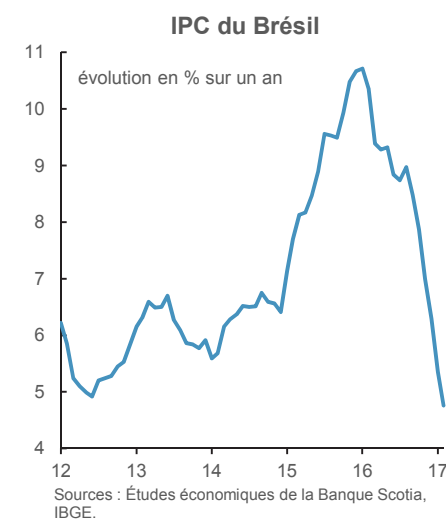
### RENSEIGNEMENTS

**Pablo Bréard**, VP et chef, Études économiques internationales  
 416.862.3876  
 Études économiques de la Banque Scotia  
[pablo.breard@scotiabank.com](mailto:pablo.breard@scotiabank.com)

Graphique 1



Graphique 2



Le processus de la réforme budgétaire structurelle va bon train; or, le sentiment d'urgence budgétaire est toujours d'actualité. L'approbation des coupes budgétaires dans le secteur public, conjuguée avec les progrès de la réforme du système des pensions, constitue un énorme progrès. Le déficit consolidé du secteur public continue de s'ajuster graduellement, à 8,5 % du PIB (janvier 2017), ce qui représente un progrès encourageant, puisqu'il frôlait les 11 % du PIB en janvier 2016. La forte réduction du fardeau de la charge de la dette (qui s'établit aujourd'hui à 6,1 % du PIB) est au cœur même de cette amélioration. En revanche, le rajustement du secteur du commerce extérieur continue de progresser, puisque le déficit du compte courant s'inscrit actuellement à 1,3 % du PIB.

L'administration du président Michel Temer se consacre aux changements à apporter à la politique pour relancer l'économie durement touchée par la récession. Dans le même temps, la campagne qui conduira à la présidentielle d'octobre 2018 est appelée à devenir le trait dominant du paysage politique du pays. Dans le même temps, le Brésil prend des mesures exceptionnelles et sans précédent pour contrer — et prévenir — la corruption et les lourdes fautes d'éthique du secteur public. En s'améliorant constamment, la qualité de l'administration judiciaire, qui fait bon ménage avec la presse locale favorable à la démocratie, rehaussera la gouvernance du secteur public dans le prochain cycle politique, malgré le brutal choc institutionnel causé par l'affaire de corruption Lava Jato.

## Colombie

- La tenue de l'économie colombienne, toujours inférieure à son potentiel.
- La Colombie profite d'une forte hausse de l'appétence mondiale au risque.
- La banque centrale a adopté une politique monétaire procroissance.
- L'adaptation budgétaire structurelle est toujours une grande priorité macroéconomique.
- Le cycle électoral façonnera la conjoncture politique à court terme.

À la correction permanente du double déficit (budgétaire et commercial) s'ajoute un ralentissement de l'activité économique. Le PIB réel a augmenté d'à peine 2 % en 2016. Un taux de croissance économique comparable se dessine à l'horizon cette année. L'adaptation budgétaire nécessaire en cours explique essentiellement ce ralentissement économique, imputable à la moindre contribution des dépenses de l'État. La léthargie de l'emploi (avec un taux de chômage de 11,7 % en janvier 2017) mine également la confiance des consommateurs dans cette période d'adaptation macroéconomique. Le secteur privé pourrait aussi décaler ses plans d'investissement à long terme en prévision des élections qui auront lieu en 2018. Il est utile de préciser que le choc météorologique (pluies torrentielles et coulées de boue) à l'origine d'une grande détresse sociale dans la ville de Mocoa (dans le sud-ouest du pays) au début d'avril donnera lieu à des mesures budgétaires de secours et à des travaux de reconstruction dans les prochains mois.

La Colombie profite d'une forte hausse de l'appétence mondiale au risque (et du coup d'accélérateur donné aux actifs très rentables) dans la foulée de la présidentielle américaine. Les cours du marché laissent entendre que la Réserve fédérale américaine augmente graduellement le taux administré de sa politique monétaire, ce qui allège le risque potentiel des répercussions contagieuses dans l'hémisphère. Or, compte tenu de la présence de plus en plus forte des investisseurs étrangers sur les marchés locaux des titres de dette, la Colombie pourrait encaisser les effets négatifs de l'imprévisibilité de l'humeur des marchés émergents d'ici la fin de l'année. En deçà des frontières colombiennes, les investisseurs voient d'un bon œil les tendances désinflationnistes qui ont conduit la banque centrale à adopter un parti pris pour l'assouplissement monétaire afin d'étayer les perspectives de croissance. Le secteur bancaire colombien reste bien capitalisé et rigoureusement supervisé. Le crédit intérieur est toujours lié au cycle économique.

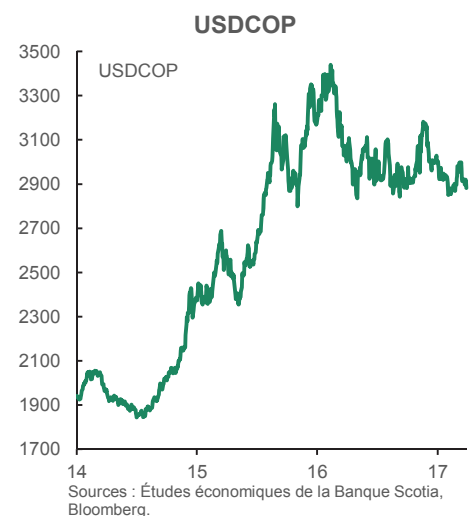
Le peso colombien (COP) est entré dans une phase de stabilisation après une phase de reprise depuis la mi-novembre (cf. le graphique 1). Les principaux facteurs qui déterminent la valeur de la monnaie colombienne sont toujours : 1) l'orientation des cours du brut; 2) le degré d'aversion mondiale contre le risque sur les marchés émergents; et 3) les perspectives d'une normalisation de la politique monétaire aux États-Unis et son impact sur la valeur du dollar américain par rapport aux grandes devises paires. Malgré la stratégie adoptée par ses dirigeants pour diversifier ses structures économiques et les affranchir de l'énergie (surtout le brut), la Colombie reste fortement influencée par l'orientation des cours de l'énergie; en fait, la brusque augmentation du cours de référence du WTI (en hausse de 25 % depuis la mi-novembre) a été un facteur qui a porté la monnaie locale ces derniers mois.

La banque centrale colombienne est en mode de relance monétaire. Un processus évident de désinflation est en place depuis août 2016 : le taux d'inflation des prix à la consommation a atteint 5,2 % sur un an en février, en baisse sur les 9 % sur un an de

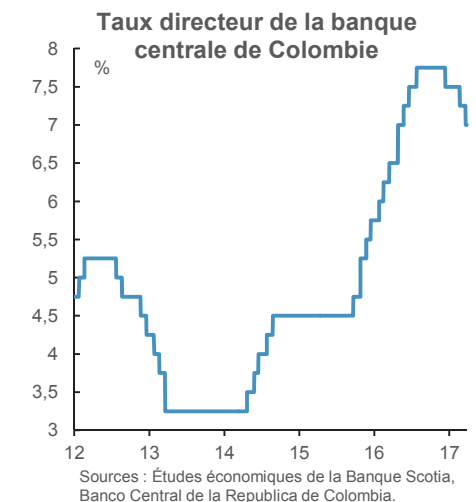
### RENSEIGNEMENTS

**Pablo Bréard, VP et chef, Études économiques internationales**  
416.862.3876  
Études économiques de la Banque Scotia  
[pablo.breard@scotiabank.com](mailto:pablo.breard@scotiabank.com)

Graphique 1



Graphique 2



juillet 2016. La moindre volatilité du marché des devises dans le contexte de la reprise du commerce extérieur et du rajustement des prix des aliments a renforcé cette phase de stabilisation des prix dans les derniers mois. La banque centrale, qui maintient sa cible inflationniste de 3 %  $\pm$  1 %, a réagi prudemment en adoptant un parti pris graduel d'assouplissement monétaire à une époque où l'activité économique semble vouloir continuer de se décélérer. Le taux de référence de la banque centrale a été réduit de 50 points de base à 7,25 % dans les trois derniers mois (cf. le graphique 2).

L'économie colombienne accomplit de solides progrès dans les mesures prises pour faire échec aux rigidités structurelles qui expliquent que le déficit général de l'État soit passé de 2,3 % à 4,0 % du PIB dans les trois dernières années. L'effet conjugué de la baisse des recettes liées au pétrole (qui sont aujourd'hui quasi nulles après s'être établies à 3,3 % du PIB) et la hausse des coûts de la charge de la dette (2,9 % du PIB) ont précipité la réforme fiscale approuvée par le Congrès à la fin de 2016. À terme, cette réforme structurelle vise à accroître de 1,4 % du PIB les recettes non pétrolières et à réduire de 0,8 % du PIB les dépenses de l'État dans les cinq prochaines années.

L'élection du Congrès, prévue pour mars 2018, sera suivie de la présidentielle deux mois plus tard. La Colombie reste un partenaire économique stratégique et un allié militaire des États-Unis. C'est pourquoi l'administration du président Santos continuera de compter sur le soutien diplomatique de l'administration Trump grâce à des moyens directs et indirects (avec l'aide du FMI). Dans le cadre d'une intégration régionale avec les économies paires, l'initiative de l'Alliance du Pacifique, dont font partie quatre pays, permettra à la Colombie de mettre en œuvre une stratégie de diversification de ses échanges commerciaux dans l'hémisphère. Les questions de commerce, de migration et de sécurité liées à la montée de la crise vénézuélienne pourraient parfois provoquer des heurts dans les relations bilatérales.

## Pérou

- **Chocs de l'ENSO (oscillation australe El Niño) liés au mauvais temps.**
- **Les retards des projets d'infrastructure amenuisent les attentes vis-à-vis de la croissance.**
- **Les travaux de reconstruction nuisent à la consolidation budgétaire et relanceront la croissance.**
- **Taux de change stable malgré la timide incidence inflationniste liée à l'ENSO.**

Trois faits majeurs se répercutent sur l'économie en 2017. Deux de ces faits sont négatifs : El Niño et les enjeux politiques et juridiques des projets d'investissement dans les infrastructures; un seul est positif : l'accroissement des dépenses budgétaires.

Puisque ces faits se déroulent à l'heure actuelle, il est difficile d'en mesurer l'impact sur la croissance, qui sera toutefois considérable. Nous abaissons, pour 2017, nos prévisions de croissance du PIB, de 3,4 % à 2,9 %, en raison de l'impact global de ces trois faits, même si la situation peut changer selon leur évolution. La forte amélioration des échanges commerciaux, qui ne se répercute pas encore vraiment sur la croissance, tisse une toile de fond favorable très importante.

### EL NIÑO

L'El Niño de 2017, avec ses pluies, ses inondations et ses coulées de boue, est l'une des quatre plus grandes catastrophes climatiques de l'ENSO des cent dernières années, avec celles de 1925, 1982–1983 et 1997–1998. L'impact social, sous l'angle du nombre de personnes touchées, de maisons détruites et d'infrastructures dévastées, est comparable à celui du méga-Niño. Or, son impact sur la croissance du PIB sera nettement moindre. La croissance du PIB s'est établie à -0,4 % en 1998 et -10 % en 1983. Par contre, il n'y aura pas de récession en 2017, même si nous nous attendons à ce que les catastrophes causées par El Niño viennent rogner, en données constantes, environ 0,6 point de pourcentage sur la croissance. Certaines raisons expliquent l'impact timide de cette catastrophe par rapport à la précédente. À la différence de l'autre, le Niño actuel est un phénomène qui se déroule à la surface de l'océan, plutôt qu'en eaux profondes. Il n'y a donc pas eu de sécheresse dans le sud, ce qui avait considérablement endommagé les terres agricoles dans la catastrophe précédente. Les bancs d'anchois n'ont pas non plus disparu. En outre, le pays, comme le reste du monde, se porte mieux. Le Niño de 1998 s'était déroulé sur fond de crise asiatique. Celui de 1983 a frappé le pays pendant la crise de la dette latino-américaine. Le Niño actuel se produit alors que l'économie mondiale prend du mieux, que les cours des métaux augmentent et que le pays dispose d'abondantes ressources pour engager des dépenses de secours et de reconstruction (que nous quantifions ci-après), ce qui n'existait pas auparavant.

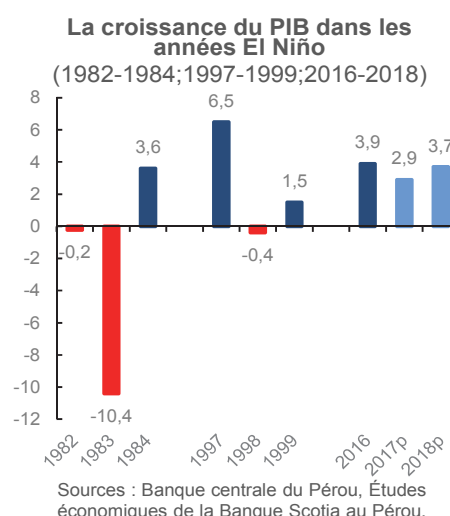
C'est dans le secteur du bâtiment qu'El Niño aura le plus profond retentissement, en provoquant éventuellement des baisses dans les deux chiffres pour mars et avril. En revanche, un important rebond se dessine probablement à plus long terme, lorsque commenceront véritablement les travaux de reconstruction.

Bien que l'impact sur la production minière ait été jusqu'à maintenant mineur, cette situation pourrait changer en raison des fortes perturbations qui secouent le transport du minerai, en train et en camion, depuis les Andes centrales jusqu'au port. Volcan et Chinalco se sont toutes deux prévaluées des clauses de force majeure de leurs contrats. La plupart des sociétés minières continuent de produire à des niveaux quasi normaux et à stocker le minerai qu'elles ne peuvent transporter, ce qui comporte des limites, puisque ces sociétés finiront par épuiser leur capacité de stockage.

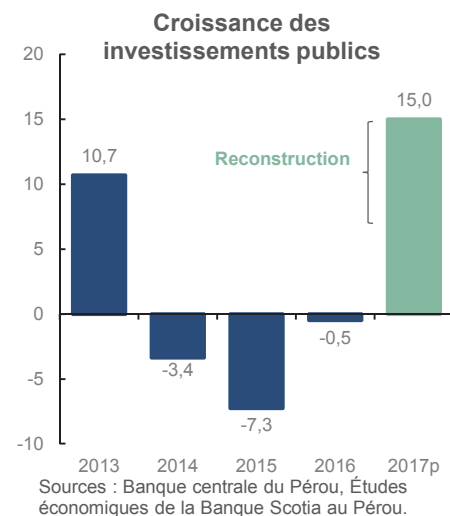
### RENSEIGNEMENTS

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

Graphique 1



Graphique 2





Les inondations ont eu un impact considérable, mais relativement mineur, sur les exportations agroindustrielles, notamment parce qu'elles se sont essentiellement produites hors saison. Si les communications ne sont pas rétablies rapidement, l'impact des inondations pourrait toutefois être plus considérable.

Quant à la production de farine de poisson, des bancs d'anchois ont été détectés dans les territoires de pêche. Selon l'évolution qui se produira d'ici la saison de la pêche à la fin d'avril, la croissance de la production de farine de poisson dans le PIB devrait être positive, ce qui n'était pas le cas dans les catastrophes climatiques antérieures, puisque la part de la pêche dans le PIB avait brusquement dégringolé.

L'impact sur le commerce de détail et l'activité manufacturière dans l'économie colombienne devrait être très négatif en mars et en avril; or, l'activité devrait ensuite rebondir. Certaines chaînes d'approvisionnement ont été rompues, ce qui sera toutefois compensé par l'obligation de reconstituer les provisions des ménages et les stocks de détail détruits. L'impact produit sur les petites entreprises et sur l'emploi constitue le plus grand risque. Bien que les dommages soient confinés à des localités qui pèsent relativement peu dans l'économie, nous nous attendons à ce que l'effet global sur la richesse réduise de 3,4 % à 3,1 % la croissance des dépenses de consommation.

### PROJETS D'INVESTISSEMENT DANS LES INFRASTRUCTURES

Lorsque l'administration Kuczynski a pris le pouvoir en 2017, nous nous attendions à ce qu'en 2017–2018, la croissance soit portée par les grands projets d'infrastructure lancés sous la forme de partenariats public-privé (PPP) en 2013–2014. Or, nombre de ces projets sont aujourd'hui aux prises avec des problèmes juridiques et politiques, dont certains sont liés à des irrégularités dans les programmes des marchés publics de l'État (le gazoduc et Chavimochic) et d'autres, à des appels d'offres controversés. Nous croyons aujourd'hui que dans bien des projets d'infrastructure importants, les dépenses seront décalées jusqu'en 2019. Dans l'ensemble, nous nous attendons à ce que la croissance baisse donc de 0,8 point de pourcentage, même si nous en avons déjà partiellement tenu compte dans nos prévisions originelles.

### MESURES DE RELANCE BUDGÉTAIRE, SUIVIES DE DÉPENSES ET DE TRAVAUX DE RECONSTRUCTION URGENTS

Le retard qu'accuse l'investissement des PPP dans les infrastructures fait en sorte que les dépenses budgétaires portent essentiellement la croissance. Le 9 mars, quelques jours à peine avant que le pire d'El Niño s'abatte sur Lima et la côte septentrionale, le gouvernement a annoncé des mesures de relance budgétaire. Il a notamment relevé de 1,3 milliard de dollars US les dépenses budgétaires. Depuis, une partie de ces dépenses a été réaffectée aux secours et à la reconstruction. Ces dépenses seront essentiellement consacrées aux routes, aux écoles, à l'irrigation, au logement, aux réseaux d'aqueduc et d'égout et à la sécurité. Le gouvernement avancera aussi à la fin mars, au lieu de les leur transférer en juin comme il le fait normalement, des fonds de l'ordre de 2,7 milliards de dollars US aux administrations régionales et locales. Dans l'ensemble, le gouvernement cible un taux de croissance de 15 % pour l'investissement public en 2017, contre 5 % auparavant. Nous croyons que cette cible est atteignable. L'investissement ajouterait ainsi 0,3 point de pourcentage au PIB, ce qui n'est pas suffisant pour compenser l'effet global d'El Niño et les retards dans l'investissement consacré aux infrastructures.

L'ensemble de ces effets se chiffre donc comme suit : notre prévision originelle (qui comportait une perte de 0,6 point de pourcentage en raison des retards dans les dépenses d'infrastructure) s'établissait à 3,4 %; notre nouvelle prévision de 2,9 % s'explique par une perte de 0,6 point de pourcentage à cause d'El Niño, par une autre perte de 0,2 point de pourcentage en raison des retards dans les dépenses d'infrastructure, et par une augmentation de 0,3 point de pourcentage en raison de l'accroissement des dépenses budgétaires.

### TAUX DE CHANGE STABLE SUR FOND DE TENSIONS INFLATIONNISTES TEMPORAIRES LIÉES À L'ENSO

Les interruptions dans le transport des produits agricoles se répercuteront temporairement sur l'inflation. Nous nous attendons à ce qu'en mars, l'inflation atteigne 1 % en glissement mensuel, pour porter l'inflation sur 12 mois à près de 3,7 %. Or, puisque les cours des denrées agricoles finiront par se rétablir à leurs niveaux normaux, nous ne croyons pas qu'il soit nécessaire de modifier notre prévision de 3,1 % d'ici la fin de l'année. La banque centrale s'attend également à ce que l'inflation monte en mars, puis revienne dans sa fourchette cible de 1 % à 3 % à la fin de l'année. Julio Velarde, président de la banque centrale, a affirmé que cette institution débattrait de la question de réduire ou non son taux de référence dans les mois à venir, ce qui est nouveau et ce qui cadre avec sa décision d'abaisser, de nouveau en avril, les réserves obligatoires pour les dépôts en soles, qui passeront de 6 % à 5 %.

Qu'El Niño n'ait pas eu d'impact sur le marché des changes du PEN, sur le risque du pays ni sur les taux des obligations est révélateur. On peut en déduire que les marchés financiers d'attendent à ce que l'économie péruvienne absorbe le choc d'El Niño sans trop de mal et sans que sa stabilité en pâtisse. L'augmentation des dépenses de l'État devrait faire monter le déficit budgétaire, qui devrait toutefois rester maîtrisable, à 3 %. Le gouvernement prévoit de financer ses dépenses essentiellement grâce à des économies et à des recettes ponctuelles. Or, il se pourrait qu'il sous-estime l'impact d'El Niño sur ses recettes, et nous ne serions pas étonnés de voir également augmenter la dette de l'État.

Le PEN s'est renforcé plus que ce que nous avons prévu cette année, puisqu'il atteint déjà le niveau pronostiqué pour la fin de l'année, soit 3,25. Les fondamentaux du PEN continuent de s'améliorer. L'excédent de la balance commerciale du Pérou au quatrième trimestre de 2016 et ses excédents commerciaux mensuels, ainsi que les cours des métaux, ont causé de bonnes surprises. Le volume des exportations pourrait subir les contrecoups d'El Niño en mars et en avril, ce que compensera la hausse plus importante que prévu des cours des métaux.

## Chili

### ANNÉE CALAMITEUSE EN 2017, MAIS LUEUR D'ESPOIR POUR 2018

L'économie chilienne a crû de 1,6 % l'an dernier, ce qui n'a jamais été aussi lent depuis la récession de 2009 (-1 %). La croissance a été menée par le secteur des services, dont les services aux particuliers, les finances, le commerce, le transport et la communication, alors que la contraction de l'économie s'explique surtout par l'exploitation minière, les services aux entreprises et l'activité manufacturière (chaque secteur représentant le tiers environ du PIB). Dans les trois dernières années, le taux de croissance n'a pas atteint 2,5 %, alors que la croissance à long terme est estimée à 3 % environ. Pour l'année en cours, notre prévision de la croissance du PIB a été rognée à 1,8 % parce que les indicateurs des tendances au dernier trimestre de 2016 ont baissé beaucoup plus que prévu et que l'économie a commencé 2017 sur un mauvais pied; en fait, des facteurs précis nuiront à l'activité économique (soit essentiellement la grève qui s'éternise dans la plus grande mine de cuivre, ce qui l'a privée d'un mois et demi de production). Pour le deuxième semestre, nous nous attendons à ce que l'activité s'accélère, en raison à la fois de facteurs statistiques et économiques, dont certains sont appelés à devenir plus prononcés en 2018. Dans l'ensemble, le bilan des risques reste favorable pour le premier semestre, alors qu'il paraît neutre pour le deuxième semestre.

Pour 2018, le scénario de base de la croissance du PIB laisse entrevoir une timide reprise à 2,4 %. Or, certains facteurs pourraient accélérer le rythme de cette reprise. Le regain de confiance des entreprises pourrait s'expliquer par une évolution du scénario politique et l'adoption d'un ensemble de politiques plus favorables aux marchés. Ce facteur pourrait faciliter la mise en œuvre de réformes qui ont été approuvées dans les dernières années (fiscalité, éducation et main-d'œuvre, parmi les réformes les plus discutables et préoccupantes pour la croissance) et même favoriser d'autres réformes essentielles, comme les mesures précises destinées à accroître la productivité dans les prochaines années et à améliorer le système de gestion des caisses de retraite. De surcroît, quelques facteurs économiques discrets font souffler sur les risques un vent d'optimisme. Dans certains secteurs, les déficits de productivité se multiplient depuis longtemps, même si leur multiplication n'est pas très rapide, puisque l'investissement se contracte depuis trois ans, alors qu'elle est suffisante pour se donner des airs de facteur déflationniste à court terme. Dans le même temps, les stocks sont sabrés depuis trois années d'affilée, ce qui laisse entendre qu'un regain de confiance des entreprises pourrait en accélérer la reconstitution. Comme toile de fond, mais non sans risque (surtout ceux qui sont liés à la Chine et qu'on ne peut négliger), la balance commerciale (soit les exportations par rapport aux importations) s'améliore légèrement, ce qui se révèle empiriquement positif pour l'économie chilienne, et non seulement pour la dynamique de sa balance commerciale.

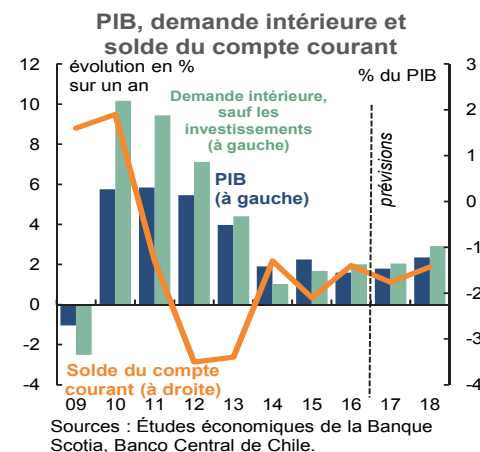
### DEMANDE LÉTHARGIQUE

Pour ce qui est de la demande, les perspectives s'apparentent toujours beaucoup à celles de janvier pour l'investissement, avec une croissance de 1,1 %. Notre prévision est favorisée par un périmètre de comparaison plus léthargique, puisque l'investissement se contracte depuis trois années de suite. Aujourd'hui, l'investissement est le facteur le plus favorable lié aux secteurs de l'énergie et des infrastructures. Une autre reprise pourrait se matérialiser en 2018 (3,6 %). S'agissant de la consommation, la conjoncture n'a guère changé non plus, même si la léthargie continue du marché du travail nous a amenés à élaguer notre taux de croissance estimatif à 2,3 % pour 2017 et à 2,9 % pour 2018. Bien que le taux de chômage n'ait pas monté spectaculairement en 2016, nous avons tenu compte d'une certaine détérioration de ce taux pour les deux prochaines années. Dans le même temps, la croissance de la masse salariale et l'évolution des salaires se

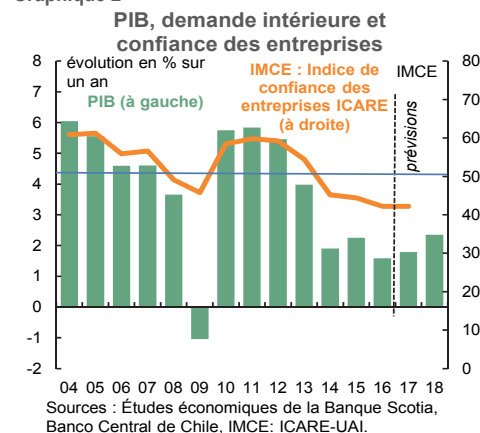
### RENSEIGNEMENTS

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

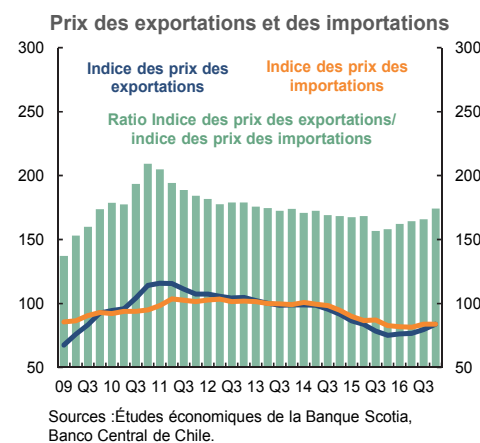
Graphique 1



Graphique 2



Graphique 3



ralentissent, ce qui pèse sur les dépenses de consommation des ménages. Or, le travail indépendant compense en quelque sorte une partie de cette léthargie. En fait, l'investissement réagit plus fortement que la consommation à l'évolution de la conjoncture financière et économique. Pour ce qui est de nos prévisions sur la contribution des dépenses de l'État à l'activité économique, la croissance budgétée de 2,7 % paraît raisonnable, même dans une année électorale. (Le lecteur voudra bien noter que la présidentielle est prévue pour novembre 2017).

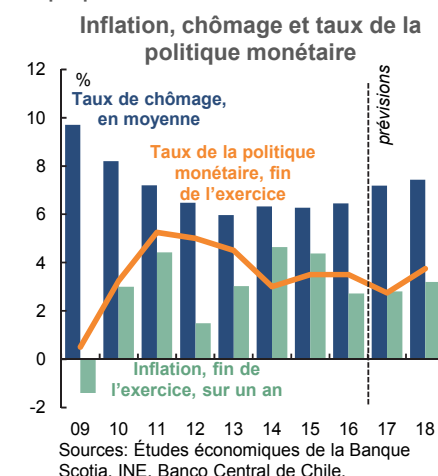
### INFLATION MAÎTRISÉE, POLITIQUE MONÉTAIRE QUASIMENT À LA LIMITE ET TAUX DE CHANGE INOFFENSIF

Les déficits de production, le ralentissement des rajustements de salaires, le taux de change relativement stable et les plans d'indexation de l'inflation sont des facteurs suffisants qui permettent de projeter un taux d'inflation de 2,8 % en 2017, soit à peu près celui de 2016 (2,7 %). Or, les hausses estimatives des cours du pétrole et des autres produits de base, ainsi qu'une politique monétaire plus reflationniste, devraient permettre de relever le taux d'inflation globale à 3,2 % en 2018. En fait, la banque centrale a enrichi les mesures de relance de sa politique monétaire au premier trimestre (en réduisant deux fois le taux directeur de 25 points de base, qui s'établit à 3 %); à terme, nous nous attendons à une autre réduction de ce taux en mai ou en juin. Toujours est-il qu'il n'y a plus guère de marge de manœuvre pour d'autres baisses et que l'effet des politiques relationnistes ne semble pas être le plus décisif pour relancer l'activité. Par contre, un relèvement des taux à la toute fin de 2017, même s'il ne s'agit pas de notre scénario de base, devrait faire partie des atouts de l'État si les attentes évoluent dans les prochains mois. En ce qui concerne le taux de change (CLP/USD), nous ne nous attendons pas à des écarts très spectaculaires dans les prochains trimestres, même si une fourchette relativement large, comparable à celle du début d'août, soit entre 640 et 680, devrait primer. Les cours du cuivre et la valeur internationale du dollar américain seront les facteurs les plus déterminants de la valeur du peso.

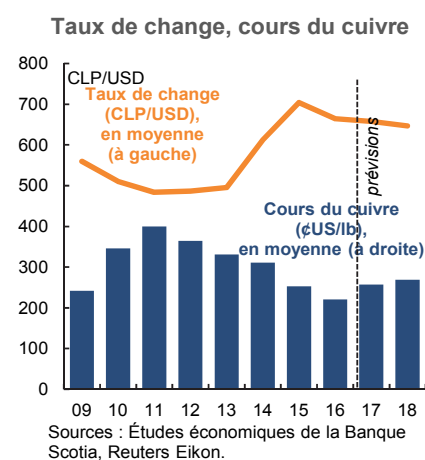
### SURCHAUFFE ÉLECTORALE

Les élections partielles du Congrès et le premier tour de la présidentielle auront lieu le 19 novembre (le dernier tour de la présidentielle — très probable — aurait lieu le 17 décembre). Jusqu'à maintenant, c'est vraisemblablement une course qui se dessine entre l'ancien président Sebastián Piñera (centre-droit et très promarché) et le sénateur Alejandro Guillier, de la coalition dirigeante (sociologue sociodémocrate et journaliste). Dans les deux secteurs, les autres candidats sont loin derrière eux (dont l'ancien président du centre-gauche, Ricardo Lagos, qui participe à la course depuis septembre). M. Piñera garde un avantage sur M. Guillier, dont la campagne a récemment manqué de souffle. Rien ne se précisera avant le milieu de l'année, puisqu'il faudra absolument que chaque coalition se range derrière son candidat. En somme, la conjoncture politique comporte un fort risque politique, qui n'est pas nécessairement négatif, mais dont l'effet potentiel sur les variables économiques paraît plus élevé que d'habitude. D'une manière ou d'une autre, au-delà du résultat de l'élection, il faudra absolument que les forces en présence s'entendent, dans les prochaines années, pour améliorer la qualité des politiques de l'État.

Graphique 4



Graphique 5



## Chine

- **La Chine accroît sa prééminence économique grâce à la croissance exceptionnelle de sa production.**
- **En 2017, elle donne la priorité à la stabilité économique, financière et sociale.**
- **Ses politiques monétaires visent à encourager le désendettement graduel.**

### LA CHINE POURSUIT GRADUELLEMENT SON RÉÉQUILIBRAGE ÉCONOMIQUE

L'économie chinoise s'est fortement accélérée au début de l'année, comme le laissent entendre les récents indicateurs de haute fréquence des secteurs de l'industrie et des services. Toutefois, les autorités, qui privilégient la stabilité financière à une croissance économique débridée, ont donc légèrement réduit, à environ 6,5 %, contre 6,5 %–7 % en 2016, l'objectif de croissance du PIB réel en 2017. Selon les décideurs, l'attention se portera de plus en plus sur le désendettement et sur la gestion des risques financiers liés aux actifs non performants et au fort endettement des entreprises, sur les défauts obligataires, sur les services bancaires parallèles et sur la surchauffe de l'immobilier (graphique 1).

La croissance du PIB réel de la Chine continuera de se décélérer graduellement en raison de la transition économique soutenue des structures. Nous nous attendons à ce que les gains de production de la Chine se ralentissent pour atteindre 6 % sur un an en 2018 (graphique 2). Malgré cette décélération, nous précisons qu'une croissance de l'ordre de 6 % est substantielle et qu'elle continuera d'accroître la prééminence économique de la Chine dans le monde : si elle maintient cette allure jusqu'à la fin de la décennie, l'accroissement de son PIB entre 2015 et 2020 représentera l'équivalent de l'ensemble des économies du Brésil, de la Russie et de l'Inde.

Même si le gouvernement chinois poursuivra ses injections budgétaires massives dans l'infrastructure, l'activité globale sera de plus en plus portée par les dépenses de consommation et le secteur des services de la Chine. Les dépenses des ménages sont étayées par la hausse rapide des revenus; on estime que le nombre de ménages aisés de la classe moyenne supérieure atteindra 100 millions d'ici la fin de la décennie, soit le double du niveau de 2015. Malgré l'évolution structurelle progressive de la Chine et la hausse des dépenses de consommation, le secteur du commerce extérieur reste toujours aussi important, puisque les exportations du pays constituent l'équivalent de presque 20 % du PIB. Les États-Unis sont le premier partenaire commercial de la Chine, dont ils achètent le cinquième des exportations. C'est pourquoi toute inflexion de la politique commerciale ayant pour effet d'accroître le protectionnisme aux États-Unis, par exemple des tarifs douaniers élevés sur les produits chinois livrés aux États-Unis, aurait une incidence néfaste sur la performance économique de la Chine.

### LE REMANIEMENT DE LA DIRECTION DU PARTI À LA FIN DE 2017 FREINE L'AVANCEMENT DES RÉFORMES

Les déclarations officielles laissent entendre que les décideurs chinois ont la volonté de réduire les déséquilibres majeurs de l'économie, par exemple la croissance alimentée par le crédit et le fort endettement des sociétés, ainsi que les bulles immobilières et la prise en compte insuffisante des risques. Toujours est-il que nous ne nous attendons pas à des progrès importants cette année, puisque le 19<sup>e</sup> Congrès national du Parti communiste chinois se tiendra à la fin de l'année et que le gouvernement privilégie la stabilité économique, financière et sociale en prévision de cet important remaniement directorial, qui a lieu tous les cinq ans.

La croissance rapide de la masse monétaire depuis de nombreuses années, de pair avec les contrôles exercés sur les capitaux, qui font obstacle à l'efficacité de la diversification à grande échelle des actifs à l'étranger (graphique 5), a pour effet de multiplier les bulles

## RENSEIGNEMENTS

Tuuli McCully

65.6305.8313 (Singapour)

Études économiques de la Banque Scotia

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

Graphique 1

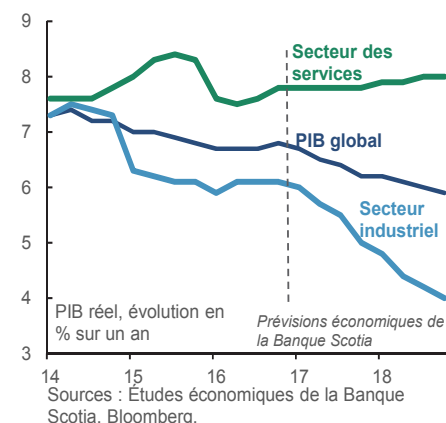
### Surchauffe de l'immobilier chinois : prix des maisons dans 70 villes



Sources: Études économiques de la Banque Scotia, Bureau national de la statistique de la Chine.

Graphique 2

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



Sources: Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

dans différents secteurs de l'économie — dont le secteur de l'immobilier et l'industrie bancaire parallèle — et crée des vulnérabilités considérables, par exemple en fragilisant le secteur bancaire en raison du surendettement massif des entreprises (graphique 3). Déplorablement, les récentes mesures de l'État — soit le redressement des contrôles portant sur les capitaux et l'accroissement des dépenses publiques destinées à maintenir la croissance de la production à un niveau artificiellement élevé de 6,5 % sur un an — sont improductives et ne parviennent pas à réduire les bulles.

Le gouvernement chinois préfère exécuter graduellement ses réformes afin de préserver la stabilité sociale. À l'évidence, il progresse dans certains secteurs, mais recule dans d'autres. Car il faut du temps, et une conjoncture mondiale favorable, assurant le soutien de la croissance grâce au commerce extérieur, pour résoudre graduellement les problèmes intérieurs pressants (comme la surcapacité industrielle, l'endettement excessif des sociétés, la restructuration des entreprises de l'État et la réforme du secteur financier), sans provoquer le freinage de la croissance. Dans ce contexte, le raffermissement continu de la reprise économique mondiale serait de bon augure pour la Chine si elle adoptait une approche plus ferme dans ses réformes en 2018 lorsque la nouvelle structure dirigeante sera en place.

### DURCISSEMENT MONÉTAIRE GRADUEL À L'HORIZON

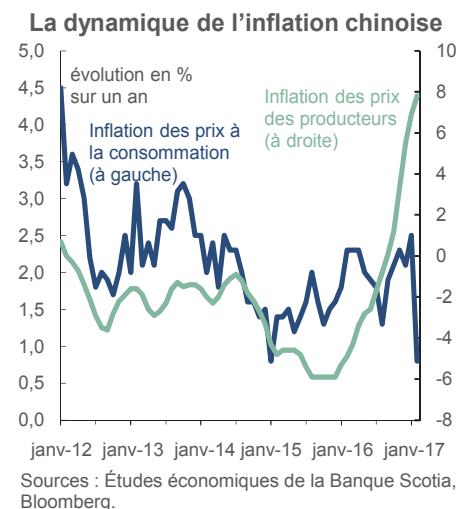
Les récentes mesures adoptées par les décideurs de la politique monétaire chinoise témoignent du succès remporté dans la limitation de la croissance du crédit et dans la promotion du désendettement. Dans la foulée du relèvement des taux d'intérêt de la Réserve fédérale américaine, la Banque populaire de Chine (BPC) a haussé les taux d'intérêt de 10 points de base à la mi-mars, sur ses opérations du marché libre. Il s'agissait de la deuxième hausse de taux dans le cycle actuel du durcissement, à la suite d'un relèvement similaire en février. Le taux de refinancement inverse à sept jours, que l'on peut interpréter comme le taux directeur effectif de la BPC, est aujourd'hui de 2,45 %. Dans le même temps, les taux directeurs officiels — soit les taux sur les prêts et les dépôts à un an — sont maintenus à 4,35 % et 1,50 % respectivement depuis octobre 2015. À notre avis, si la BPC durcit graduellement sa politique, c'est essentiellement en raison de la surchauffe du marché immobilier dans certaines villes, de la croissance fulgurante du crédit, ainsi que de la volonté de limiter la pression à la baisse sur le renminbi en prévision de l'assemblée de la haute direction du Parti à la fin de l'année. Dans le même temps, la BPC entend continuer d'appliquer une politique monétaire favorable à la croissance. Nous nous attendons à ce qu'elle durcisse encore sa politique monétaire en 2017 en adoptant des mesures ciblées. Toujours est-il que nous ne nous attendons pas à ce que des changements interviennent dans les taux directeurs officiels.

L'inflation chinoise devrait rester maîtrisable. L'inflation globale des prix à la consommation a baissé pour s'établir à 0,8 % sur un an en février contre 2,5 % en janvier (graphique 4); or, elle est censée rebondir dans les mois à venir. Cette dégringolade s'explique par les fortes baisses des prix des aliments sur un an du fait de la transformation du calendrier du Nouvel An lunaire, fêté en janvier cette année et en février en 2016. Nous nous attendons à ce que l'inflation annuelle clôtüre 2017 à environ 2,25 % et 2018 à 2,50 %. Les prix des producteurs ont récemment augmenté considérablement (de 7,8 % sur un an en février); or, on s'attend à ce que la part des hausses de prix qui sera répercutée sur les consommateurs soit relativement limitée. Les gains des prix des producteurs s'expliquent par les efforts du gouvernement chinois de réduire la surcapacité industrielle, par l'accroissement des dépenses dans l'infrastructure publique, ainsi que par la récente remontée des cours sur les marchés à terme des produits de base.

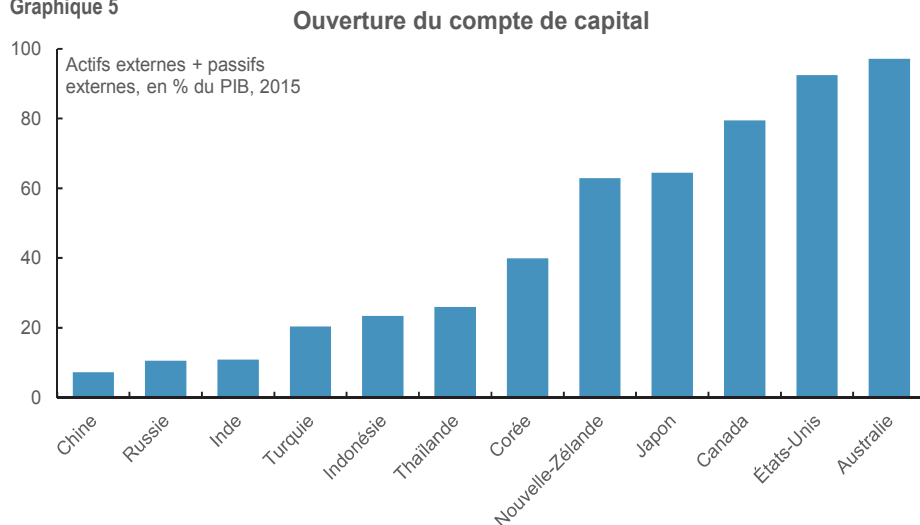
Graphique 3



Graphique 4



Graphique 5



## Japon

- **La reprise mondiale et les politiques monétaires et budgétaires conciliantes sous-tendent la croissance économique.**
- **La croissance timide des salaires pèse sur l'inflation.**

### CROISSANCE DU PIB RÉEL SUPÉRIEURE AU POTENTIEL

Les politiques budgétaires et monétaires de relance continueront de soutenir l'économie japonaise en 2018, puisque les gains du PIB réel dépasseront la faible croissance potentielle du pays, qui est de moins de 0,50 % sur un an. Nous nous attendons à ce que la production du Japon augmente de 0,9 % sur un an en moyenne en 2017–2018, après un gain de 1,0 % en 2016. Il n'empêche que selon notre évaluation, l'élan actuel de la croissance n'est pas appelé à durer à moyen et à long terme si on ne met pas résolument en œuvre les réformes structurelles qui permettraient d'accroître la productivité, l'offre de main-d'œuvre et la croissance potentielle de la production du Japon.

Le secteur du commerce extérieur japonais réagit à la reprise de l'activité mondiale, puisque le volume des exportations du pays (sur un an) augmente plus rapidement que ses importations depuis quelques mois. Cette relance s'explique par l'accroissement de la demande de l'Asie, surtout la Chine. La reprise des exportations devrait donner un nouvel élan à la hausse des bénéfices des entreprises, ce qui devrait étayer, dans une certaine mesure, l'investissement des sociétés dans les prochains trimestres. Les mesures budgétaires du gouvernement japonais et la conjoncture tendue sur le marché du travail soutiendront les dépenses des consommateurs. À 3,0 %, le taux de chômage actuel du Japon est nettement inférieur au taux de chômage naturel estimatif de 4,3 %. C'est pourquoi le marché tendu de l'emploi devrait finalement accélérer la hausse des salaires (la croissance des salaires réels est aujourd'hui proche de 0 % sur un an); toujours est-il que pour étayer durablement les perspectives des dépenses de consommation, des réformes structurelles s'imposent pour éliminer les rigidités du marché du travail et inverser la tendance de la hausse de l'emploi à temps partiel et contractuel.

### INFLATION INFÉRIEURE À LA CIBLE

Les politiques monétaires et budgétaires sont appelées à rester conciliantes dans un avenir prévisible, puisqu'elles permettent de temporiser, vu la lenteur qu'accuse la mise en œuvre des réformes. Nous nous attendons à ce que le taux directeur à court terme et la cible de rendement sur 10 ans de la Banque du Japon (BoJ) se maintiennent à -0,1 % et « aux alentours de 0 % » dans les prochains mois. À une époque très récente, à la mi-mars, la banque centrale a reconfirmé qu'elle s'engageait à continuer d'étendre l'assiette monétaire jusqu'à ce que l'inflation selon l'IPC annuel (tous les articles sauf les aliments frais) « dépasse 2 % et se stabilise au-dessus de la cible ». Le profil budgétaire du Japon reste structurellement faible; or, toute consolidation budgétaire se déroulera lentement, puisque l'État donne la priorité à la relance économique. Le budget de l'État pour l'exercice financier 2017–2018 (d'avril à mars) a atteint le chiffre record de 97 450 milliards de yens, puisque la hausse des prestations de sécurité sociale en raison du vieillissement de la population oblige à accroître les dépenses publiques.

L'inflation globale du Japon a été de 0,3 % sur un an en février. La mesure de l'IPC privilégiée de la BoJ (exception faite des aliments frais) est sortie du territoire déflationniste pour s'élever à 0,2 % sur un an. Toujours est-il qu'une pression à la baisse temporaire sur les prix resurgira probablement à court terme. Nous estimons que le taux d'inflation globale montera à 0,8 % sur un an d'ici la fin de 2017 et à 1,1 % d'ici la fin de 2018. En raison de la croissance toujours aussi modeste des salaires, il faudra attendre longtemps avant que la BoJ atteigne sa cible d'inflation de 2 % sur un an.

### RENSEIGNEMENTS

**Tuuli McCully**

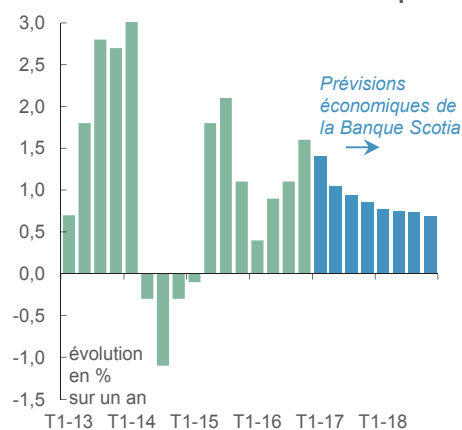
65.6305.8313 (Singapour)

Études économiques de la Banque Scotia

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

Graphique 1

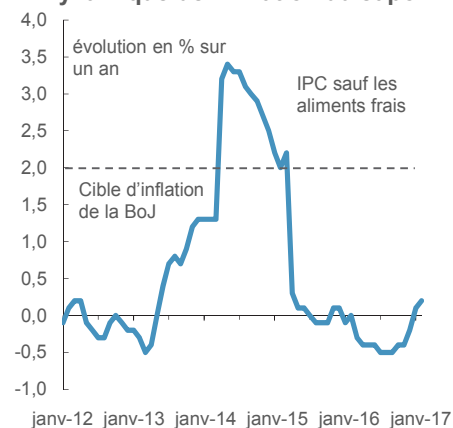
#### Croissance du PIB réel du Japon



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 2

#### Dynamique de l'inflation du Japon



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

## Inde

- **Les fondamentaux économiques plus solides et les attentes à l'endroit d'une réforme structurelle soutenue porteront la croissance du PIB réel de l'Inde.**
- **La crédibilité des politiques monétaires et budgétaires relèvera la confiance des investisseurs.**

### LA DEMANDE INTÉRIEURE, PILIER DE LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE DE L'INDE

Les perspectives de l'Inde s'améliorent : l'économie se rétablit de la pénurie temporaire de numéraire qui a suivi l'initiative de démonétisation du gouvernement à la fin de 2016. Nous nous attendons à ce que la croissance du PIB réel de l'Inde s'établisse en moyenne à 7,75 % sur un an en 2017–2018, après avoir progressé de 7,50 % en 2016. L'accélération sera portée par la demande intérieure — en particulier les dépenses des ménages — grâce à la croissance fulgurante de la classe moyenne et à la hausse des revenus disponibles en Inde, ainsi qu'à l'amélioration de la conjoncture économique grâce à d'importantes réformes. Simultanément, la stabilité macroéconomique de l'Inde s'améliore, puisque l'inflation est endiguée, que la situation budgétaire s'améliore et que les vulnérabilités externes s'estompent.

Outre le relèvement des fondamentaux, la conjoncture politique de l'Inde est censée d'appuyer les perspectives de l'économie. Des élections au sein de l'Assemblée législative ont eu lieu dans cinq États à la fin de février et au début de mars; le parti Bharatiya Janata (BJP) du premier ministre Narendra Modi a bien tiré son épingle du jeu et pourra ainsi améliorer sa position à la Chambre haute du Parlement, où il n'est pas majoritaire à l'heure actuelle. On s'attend à ce que les grandes réformes structurelles se déroulent plus harmonieusement, ce qui améliorera la confiance des investisseurs et l'intérêt qu'ils porteront à l'Inde dans les prochains trimestres.

### DES POLITIQUES MONÉTAIRES ET BUDGÉTAIRES FAVORABLES — MAIS CIRCONSPÉCTES

Les politiques monétaires et budgétaires de l'Inde sont destinées à favoriser la croissance, tout en continuant de faire preuve de suffisamment de circonspection pour se prémunir contre la multiplication des fortes pressions inflationnistes et la dérive budgétaire. Nous nous attendons à ce que la conjoncture monétaire de l'Inde reste invariable dans les prochains trimestres; effectivement, la Banque de la Réserve de l'Inde (RBI) a annoncé en février qu'elle avait adopté une politique monétaire neutre plutôt que conciliante. Les taux de refinancement directeur et de refinancement inverse n'ont pas varié, à 6,25 % et 5,75 % respectivement, depuis octobre 2016. La volonté de la RBI de cibler l'inflation viendra conforter les attentes inflationnistes et améliorer la crédibilité des politiques. Les perspectives inflationnistes de l'Inde sont favorables; bien que nous nous attendions à ce que l'inflation reprenne dans les prochains mois pour se relever d'un niveau de 3,7 % sur un an en février, les gains de prix devraient se maintenir dans la fourchette cible inflationniste de la RBI de 4 % ± 2 % sur un an en 2018.

Le budget de l'Union 2017–2018 (avril-mars), déposé le 1<sup>er</sup> février, est favorable à la croissance tout en continuant d'être fidèle à une consolidation budgétaire graduelle. Les dépenses de l'État seront essentiellement consacrées aux améliorations de l'infrastructure et à l'économie rurale. L'objectif de l'administration de réduire à 3 % du PIB le déficit du gouvernement central a été retardé d'un an, jusqu'à l'exercice financier 2018–2019. Le déficit public reste plus important au niveau de l'ensemble du gouvernement, à une moyenne de 6,50 % du PIB en 2017–2018. L'administration indienne vise à déployer une taxe sur les produits et services à l'échelle nationale en juillet 2017. Cette importante réforme fiscale fera de l'économie de l'Inde un marché unique et allégera la lourde structure économique du pays.

## RENSEIGNEMENTS

Tuuli McCully

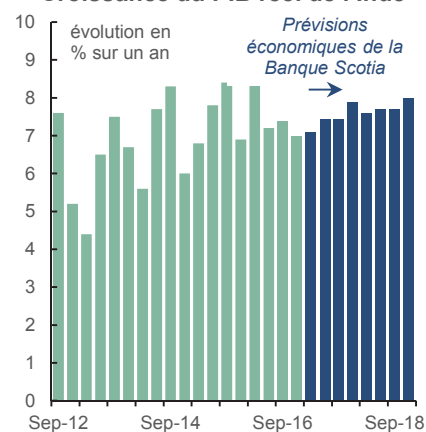
65.6305.8313 (Singapour)

Études économiques de la Banque Scotia

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

Graphique 1

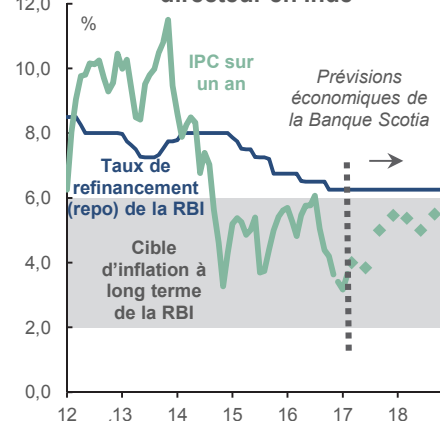
### Croissance du PIB réel de l'Inde



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 2

### Inflation et taux d'intérêt directeur en Inde



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

## Australie

- **Le secteur du commerce extérieur donne un coup d'accélérateur à court terme; la demande intérieure est essentielle à la croissance à plus long terme.**
- **Une conjoncture monétaire conciliante étayera la transition structurelle.**

### LA TRANSITION ÉCONOMIQUE DE L'AUSTRALIE SE POURSUIT

L'Australie continuera d'afficher une solide tenue parmi les grandes puissances économiques en 2018; or, les perspectives sont assombries par les difficultés propres à ce pays. Le PIB réel de l'Australie a progressé de 2,5 % pour toute l'année 2016; l'économie a rebondi au dernier trimestre de 2016 en se rétablissant du creux inscrit dans la période de juillet à septembre : le PIB réel a progressé de 1,1 % en glissement trimestriel (contre -0,5 % en glissement trimestriel au troisième trimestre). Nous estimons que l'économie australienne continuera de progresser au rythme de son taux de croissance potentiel de l'ordre de 2,50 % sur un an en 2017–2018.

Les perspectives de croissance économique à court terme de l'Australie sont favorables; or, leur élan est partiellement étayé par des facteurs transitoires dans le secteur du commerce extérieur. L'essor minier du pays a évolué : la phase de l'investissement a cédé la place à une phase de production. C'est pourquoi la hausse du volume des exportations relance temporairement l'économie. La reprise des prix des produits de base par rapport aux niveaux d'il y a un an améliore la balance commerciale australienne, en sous-tendant les bénéfices des entreprises et la croissance de la production. Or, selon notre évaluation, la conjoncture des prix à moyen terme pour le GNL, le minerai de fer et le charbon métallurgique ne s'améliorera probablement pas. Enfin, les exportateurs australiens profitent de la stabilisation récente de l'économie de la Chine, à laquelle sont destinés près de 30 % des exportations australiennes; à moyen terme toutefois, ils restent vulnérables au ralentissement inévitable de la demande chinoise dans l'importation des produits de base.

Les facteurs de croissance du secteur du commerce extérieur jouent un rôle prépondérant en lissant le rééquilibrage continu de l'économie australienne, qui veut s'affranchir de sa dépendance à l'endroit de l'exploitation minière. Puisque leur contribution à la croissance est appelée à régresser dans les prochains trimestres, les perspectives à plus long terme de l'Australie dépendront de plus en plus de la vigueur des dépenses de consommation et de l'investissement non minier. La léthargie des taux d'intérêt, la hausse de la richesse nette des ménages et l'augmentation graduelle de l'emploi étayent les dépenses de consommation; pourtant, les modestes gains de salaires et l'endettement élevé des ménages limiteront la croissance de la consommation dans une certaine mesure. Nous nous attendons à une reprise de l'investissement non minier dans les prochains trimestres, en raison de l'accroissement de la construction résidentielle et des dépenses consacrées à l'infrastructure publique.

### L'INFLATION CONTENUE PERMET D'ASSOULIR LA CONJONCTURE MONÉTAIRE

Le relâchement du marché du travail australien continuera de réduire les hausses de salaire et l'inflation portée par la demande. Essentiellement en raison de l'accroissement des prix des produits de base, le taux d'inflation globale de l'Australie augmentera probablement pour passer à plus de 2 % sur un an au début de 2017 contre 1,5 % sur un an à la fin de 2016, pour atteindre la cible inflationniste de 2 %-3 % de la Banque de la Réserve de l'Australie (RBA). Puisque nous nous attendons à une hausse graduelle des pressions exercées sur les prix — bien que ce soit au niveau de l'inflation globale seulement — et parce que nous continuons de faire preuve d'un optimisme prudent vis-à-vis des perspectives de l'emploi à temps plein en Australie, nous croyons que le cycle d'assouplissement monétaire de la RBA a pris fin. Toujours est-il que nous prévoyons que la banque centrale maintiendra sa politique monétaire conciliante dans les prochains trimestres pour étayer la demande intérieure et la transition structurelle de l'économie. Une phase de durcissement monétaire prudente s'amorcera probablement dans le dernier semestre de 2018.

### RENSEIGNEMENTS

Tuuli McCully

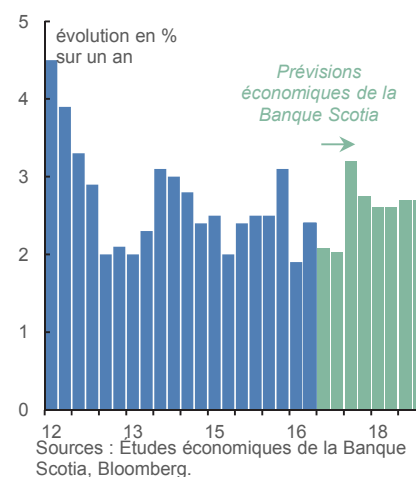
65.6305.8313 (Singapour)

Études économiques de la Banque Scotia

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

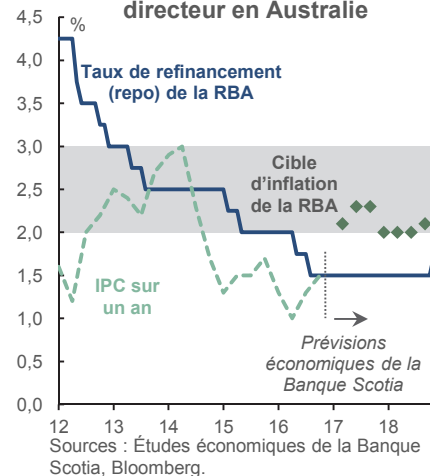
Graphique 1

#### Croissance du PIB réel de l'Australie



Graphique 2

#### Inflation et taux d'intérêt directeur en Australie





## Produits de base

- **La reprise de l'économie mondiale continuera de tonifier la demande de matières premières industrielles; grâce à ses particularités, l'offre est toujours l'occasion de se différencier.**

### PÉTROLE : LA REPRISE SE FAIT ATTENDRE

La reprise du marché pétrolier reste bien orientée, mais fragile, et l'humeur haussière pourrait peser sur les cours jusqu'à ce que nos prévisions fondamentales, plus optimistes, soient confirmées par le déstockage aux États-Unis dans les mois à venir. Nous avons **abaissé notre prévision des cours du WTI à 53 \$/baril en 2017 (contre 58 \$ auparavant) et à 56 \$/baril en 2018 (contre 61 \$ auparavant)**, en raison de l'amélioration des perspectives des hydrocarbures de schiste américains, et parce que les gains de la production brésilienne étayent temporairement l'offre des pays non membres de l'OPEP hors des États-Unis et que les stocks américains obstinément élevés mettent plus de temps que prévu à se réduire. D'après nos prévisions pour le scénario de base, le bilan sera déficitaire (graphique 1) d'ici la fin de 2017, et quatre grands facteurs porteront les perspectives à court terme : 1) la rigueur dont fera preuve l'OPEP dans l'encadrement de la production; 2) le rythme de la réaction des producteurs d'hydrocarbures de schiste aux États-Unis; 3) les baisses de production des pays non membres de l'OPEP hors du continent américain; et 4) la vigueur de la croissance toujours aussi sous-estimée de la demande mondiale.

### OPEP : PROROGATION DE SIX MOIS EN VUE POUR LE PACTE DE PRODUCTION

Plus de deux ans après avoir renoncé à son rôle de gestionnaire des « forces du marché », l'OPEP a tenté de redevenir maître de la situation vers la fin de l'an dernier, et 11 pays membres — soit tous les pays sauf la Libye et le Nigeria, dispensés à cause de conflits armés — se sont engagés à réduire de l'ordre de 1,2 Mbpj, en janvier 2016, la production du cartel. Après maintenant trois mois, étonnamment, les 11 pays qui ont signé le pacte s'en tiennent rigoureusement à leurs engagements (graphique 2). Bien que ces chiffres soient faussés par les baisses de production plus importantes de l'Arabie saoudite par rapport à ses engagements, ils ne changent pas l'effet sur le bilan du marché, même si le pacte est davantage exposé aux accusations de maquillage de chiffres portées contre les Saoudiens. On a pu constater l'un des éventuels premiers signes de cette fissuration du pacte dans le plus récent rapport mensuel de l'OPEP, qui révèle un écart entre les estimations types d'« origine secondaire » de la production saoudienne en février, estimations qui ont baissé pour ce mois, et la « communication directe » de Riyad, qui indique que la production a en fait monté de plus d'un quart de million de barils par jour depuis janvier. Il pourrait s'agir d'un coup de semonce statistique à l'endroit des maquilleurs de chiffres de l'OPEP ou encore, comme le prétend une déclaration saoudienne, d'une hausse temporaire de la production, simplement destinée à regarnir les stocks du pays, sans produire d'effet direct sur le bilan du marché.

Les données globales de l'OPEP continueront de porter l'humeur des marchés à court terme, d'autant plus que le cartel prévoit de se réunir le 25 mai 2017 pour décider de proroger les coupes de production — qui devraient arriver à expiration en juin — pour une nouvelle durée de six mois. Les ministres du pétrole de l'OPEP rappellent constamment le niveau des stocks de pétrole de l'OCDE par rapport à leur moyenne quinquennale comme baromètre du rééquilibrage. Ces stocks ont dépassé de plus de 280 millions de barils leur moyenne quinquennale en janvier, et alors que les stocks européens ont regagné une fourchette plus saine, on ne peut en dire autant des stocks de l'industrie américaine. **À notre avis, les stocks élevés des pays membres de l'OCDE, l'investissement en amont toujours aussi faible hors des États-Unis et l'atonie récente des cours du pétrole inciteront dans l'ensemble l'OPEP à proroger son pacte de plafonnement de la production jusqu'à la fin de l'année.**

La surabondance de l'offre qui s'est fait jour au milieu de 2014 a déversé, dans les stocks mondiaux, près d'un milliard de barils de pétrole, dont seulement 35 % à 45 % ont abouti, en toute transparence, dans les réservoirs des pays membres de l'OCDE. Or, le reliquat a été

## RENSEIGNEMENTS

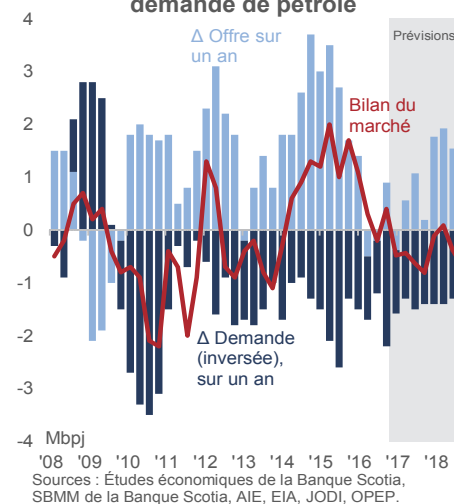
Rory Johnston

416.862.3908

Études économiques de la Banque Scotia

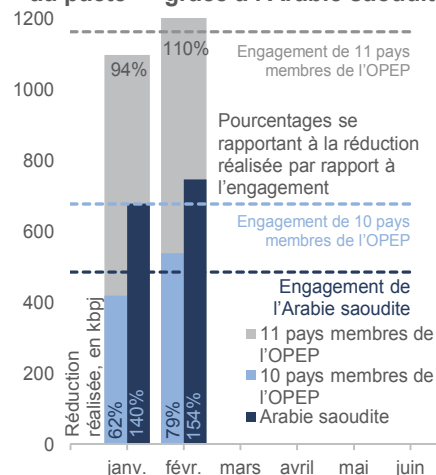
rory.johnston@scotiabank.com

Graphique 1  
**Perspectives de l'offre et de la demande de pétrole**



Graphique 2

### L'OPEP s'en tient rigoureusement au pacte — grâce à l'Arabie saoudite



en majorité absorbé par la réserve pétrolière stratégique (RPS) de plus en plus importante de la Chine, ce qui revient à dire que l'OCDE et, en particulier, les États-Unis (graphique 3) conservent la part du lion des stocks fonctionnels de l'industrie — et qu'il faut donc retrancher du point de vue de l'OPEP. Nous nous attendons à ce que les stocks des États américains commencent à se réduire au deuxième trimestre, lorsque les raffineries sortiront de leur période de maintenance et que le décalage des livraisons de brut de l'OPEP commencera à tenir compte des coupes observées.

**ÉTATS-UNIS : LA PRODUCTION BIENTÔT À 1 MBPJ SUR UN AN D'ICI LA FIN DE L'ANNÉE**

La production d'hydrocarbures de schiste américains a augmenté de plus de 3,25 Mbpj sur les trois années qui ont précédé 2014, pour inonder le marché et amener l'OPEP à décider de renoncer à son rôle de gestionnaire du marché, du moins en partie, pour tenter de couper court à la nouvelle source de ravitaillement en pétrole non traditionnel. La brusque baisse des cours a sabré le nombre d'appareils de forage aux États-Unis et le cycle court de l'offre d'hydrocarbures de schiste a fait brutalement baisser la production de brut dans le bas de la fourchette, à -48. Ce repli a obligé le secteur des hydrocarbures de schiste américains à produire plus avec moins de moyens, faute de quoi il devait cesser ses activités. Les frais d'exploitation ont précipitamment baissé, pour amorcer le solide rebond de l'industrie lorsque les cours se sont mis à remonter.

Ce rebond a continué d'apporter son lot de bonnes surprises — en incitant l'Energy Information Administration (EIA) à rehausser ses prévisions à maintes reprises — et la production de brut américain est en voie de croître de 1 Mbpj sur un an d'ici décembre, selon les estimations des SBMM de la Banque Scotia (graphique 4). Il est même peu probable que la récente baisse des cours du pétrole bloque cette remontée, puisque de nombreuses entreprises ont couvert la majorité de leur production de l'année à venir lorsque les cours s'établissaient dans une fourchette de 50 \$-55 \$ le baril. L'inflation des coûts pourrait devenir un obstacle en raison de cette surchauffe de l'industrie; or, nous attendons toujours la confirmation qu'il s'agit d'un facteur majeur jusqu'à maintenant. Au-delà des perspectives réjouissantes pour la production américaine, c'est l'offre des pays non membres de l'OPEP hors des États-Unis qui devrait, à notre avis, être le plus durement frappée par la réduction des dépenses en immobilisations en amont à l'échelle mondiale.

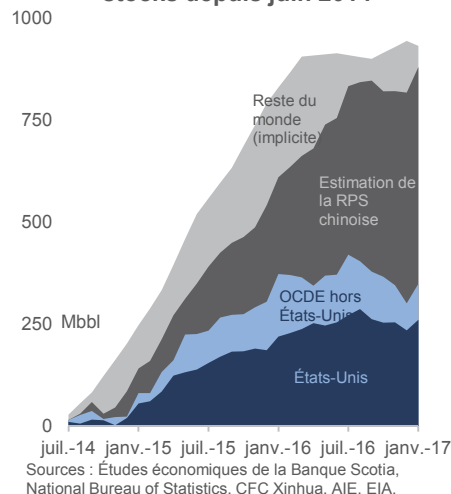
**PAYS NON MEMBRES DE L'OPEP HORS DES ÉTATS-UNIS : BAISSÉS PRÉVUS MÊME SI LE BRÉSIL PREND DU MIEUX**

Bien que l'attention des marchés ait été monopolisée par les rumeurs sur l'OPEP et l'enthousiasme du secteur des hydrocarbures de schiste aux États-Unis, les pays non membres de l'OPEP hors des États-Unis et du Canada continuent de représenter une force d'inertie de plus en plus grande dans l'évolution de l'offre. La vigueur récente de la production brésilienne — qui s'est accrue de 300 kbpj sur un an en moyenne de septembre à février avec la reprise de la production présalifère — masque la léthargie généralisée des autres aspects de cette catégorie « générale », dans laquelle les contractions de l'offre se sont établies en moyenne à près de 400 kbpj (graphique 5). La taille de ce groupe de producteurs, qui sera essentiel pour assurer l'offre, est quasiment égale à celle des pays membres de l'OPEP. Mais c'est aussi le groupe qui sera probablement frappé de plein fouet par la baisse précipitée de l'investissement en amont, alors que l'industrie pétrolière internationale affaiblie se retire des mégaprojets et d'autres activités à forte prépondérance en capitaux dans les eaux profondes, dans l'Arctique et dans les marchés limitrophes. Ces projets à cycle prolongé, caractéristiques de la norme dans l'industrie il y a trois ans encore, accuseront, en raison de leur nature, une baisse plus lente que celle que nous avons observée dans l'année écoulée dans l'industrie des hydrocarbures de schiste américains, mais mettront du temps avant de retomber en territoire positif, puisque l'offre est désormais orientée à la baisse.

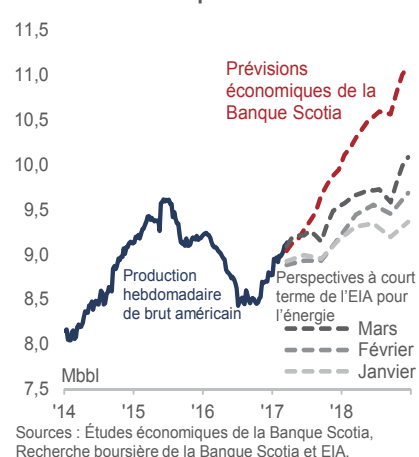
**LA DEMANDE, TOUJOURS AUSSI FORTE GRÂCE À LA REPRIS MONDIALE ET À DES COURS FAIBLES**

Malgré le drame que vit l'offre dans le bilan, la croissance de la demande est tout aussi importante lorsqu'il s'agit de savoir quand le marché pétrolier redeviendra déficitaire et commencera à déstocker ses excédents. L'Agence internationale de l'énergie (AIE) estime que la demande a augmenté de 1,6 Mbpj l'an dernier, même si cette estimation a monté par rapport à 1,2 Mbpj en janvier 2016; de même, les prévisions de croissance de la demande de l'AIE pour 2015 s'établissaient, au début de l'année, à 0,9 Mbpj, pour ensuite être relevées à 2,0 Mbpj. À l'heure actuelle, l'AIE s'attend à ce que la demande passe à 1,4 Mbpj en 2017; or, ces chiffres pourraient aussi augmenter d'ici la fin de l'année lorsque des données plus exactes seront publiées, ce qui durcira le marché par rapport à la croissance attendue de l'offre, qui se chiffre à 0,4 Mbpj à peine.

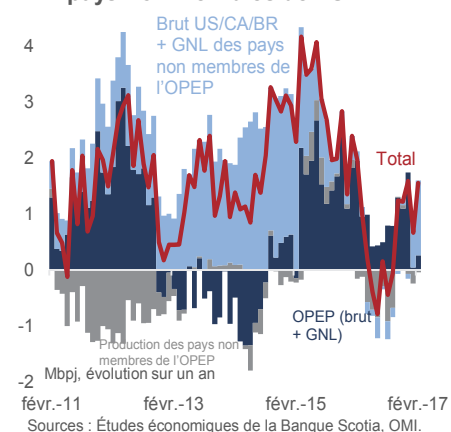
**Graphique 3**  
**Où est le pétrole? Gonflement des stocks depuis juin 2014**



**Graphique 4**  
**La production de brut américain devrait surclasser les prévisions de l'EIA**



**Graphique 5**  
**La vigueur de l'offre US/CA/BR masque la léthargie généralisée des pays non membres de l'OPEP**



**MÉTAUX ET MINÉRAUX : RELÈVEMENT DES PRÉVISIONS SUR LE CUIVRE ET L'ALUMINIUM ET ABAISSEMENT SUR LE NICKEL**

Pour ce qui est des métaux, les perspectives restent partagées entre le pronostic de plus en plus haussier sur les métaux de base et la correction continue des cours des produits de base en vrac. Pour un exposé plus approfondi des principaux facteurs qui porteront les cours de ces produits dans les années à venir, veuillez consulter le [Rapport spécial : Métaux et minéraux reviennent de loin](#), publié en mars. Le lecteur trouvera ci-après des mises au point sur les grandes incertitudes évoquées dans ce rapport et sur les plus récentes prévisions des cours, ainsi que notre opinion sur l'évolution des fondamentaux.

Nous avons **rehaussé nos prévisions sur les cours du cuivre à 2,50 \$/lb en 2017 et à 2,65 \$/lb en 2018**, puisque l'interruption des activités des mines Escondida et Grasberg, qui représentent ensemble 10 % de la capacité mondiale, dure plus longtemps que prévu. Bien que dans un cas comme dans l'autre, ce problème d'interruption semble aujourd'hui être résolu au moins en partie, nous sommes en train d'évaluer la possibilité de nouvelles pertes à Cerro Verde, la première mine de cuivre du Pérou. Dans l'ensemble, la baisse déjà élevée de la production, l'incertitude soutenue quant à l'offre et la possibilité que la demande remonte en Chine, en prévision du Congrès national, qui aura lieu plus tard dans l'année, sont autant de bonnes nouvelles, à court terme, pour les cours du cuivre.

Les cours de l'aluminium se sont eux aussi accélérés considérablement dans le dernier mois en raison des plans annoncés pour mettre en veilleuse d'importantes tranches de la capacité de fonderie d'aluminium en Chine durant l'hiver afin de faire échec à des problèmes de pollution chroniques. Beijing a l'habitude de ne respecter qu'en partie les plans de sa politique environnementale, surtout lorsqu'ils nuisent à ses objectifs industriels. Or, s'ils sont mis en œuvre intégralement, ces plans « idéalistes » pourraient retrancher du marché plus de 2 à 3 Mt de l'offre d'aluminium de première fusion et faire basculer le bilan du marché, dont le léger excédent se transformerait en déficit modéré en 2017. **Selon les prévisions, les cours devraient désormais s'établir à une moyenne de 0,85 \$/lb en 2017 et en 2018**, en hausse sur les attentes, soit un rendement inférieur à 0,80 \$/lb avant l'annonce des autorités chinoises.

Le zinc est toujours le métal dont les fondamentaux sont les plus solides, et l'équilibre tendu sur les marchés du concentré de zinc continue d'être confirmé par la baisse des frais de traitement, qui sont inversement proportionnels à l'offre de concentré. Partis d'une moyenne de plus de 200 \$/t en 2015-2016, les frais de traitement de référence avaient dégringolé à moins de 30 \$/t en février. Les fortes inondations qui ont ravagé le Pérou, le deuxième extracteur de concentré de zinc dans le monde, ont endommagé l'infrastructure du transport et entravé la capacité d'exportation et pourraient amoindrir encore les stocks de concentré à court terme. **Les cours du zinc devraient s'établir à une moyenne de 1,35 \$/lb en 2017 et de 1,55 \$/lb en 2018.**

L'offre de nickel a subi un autre choc potentiel lorsque le président des Philippines, Rodrigo Duterte, a évoqué la possibilité d'interdire toute activité minière dans le premier pays exportateur de minerai de nickel dans le monde, dans la foulée des décrets ayant pour effet de bloquer à peu près la moitié de la capacité des mines de nickel du pays après l'échec de nombreux audits environnementaux. Or, si nous croyons certainement que le marché doit se préparer à une réduction du tonnage qui sortira des ports philippins, cette question sera moins préoccupante qu'elle pourrait l'être à première vue, compte tenu des excédents de stocks considérables et de la souplesse potentielle de l'offre indonésienne. **Les cours du nickel devraient atteindre une moyenne de 5,00 \$/lb en 2017 et de 5,50 \$/lb en 2018.**

Les perspectives de l'or continuent d'être comprimées par la hausse des taux d'intérêt : l'inflexion de la tolérance au risque représente probablement 50 \$/oz dans la fourchette des 1 200 \$-1 300 \$/oz. L'inquiétude de la montée du populisme en Europe s'est estompée après que l'extrême-droite ait déçu dans le cadre des élections aux Pays-Bas et parce que les sondages en prévision des élections en France favorisent de plus en plus les candidats plus représentatifs de l'ordre établi. Dans le même temps, l'échec de l'administration Trump et du Congrès maîtrisé par les Républicains dans le cadre de l'adoption du projet de loi sur la santé pourrait préfigurer la prochaine réforme fiscale, en mettant à l'épreuve les assises de la remontée du marché dans la foulée de la présidentielle. **Nous prévoyons que les cours de l'or atteindront une moyenne de 1 200 \$/oz en 2017 et de 1 250 \$/oz en 2018**, en raison à la fois des fondamentaux légèrement haussiers des taux d'intérêt et des perspectives de risque équilibrées.

**Tableau 1 — Produits de base**

	2000–2015			moyenne annuelle		
	Minimum	Moyenne	Maximum	2016	2017p	2018p
Pétrole WTI (\$ US/baril)	17	64	145	43	53	56
Pétrole Brent (\$ US/baril)	18	67	146	45	56	59
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	1,75	5,09	15,38	2,55	3,10	3,05
Cuivre (\$ US/lb)	0,60	2,36	4,60	2,21	2,50	2,65
Zinc (\$ US/lb)	0,33	0,81	2,10	0,95	1,35	1,55
Nickel (\$ US/lb)	2,00	7,45	24,58	4,36	5,00	5,50
Aluminium (\$US/livre)	0,56	0,87	1,49	0,73	0,85	0,85
Minerai de fer (\$US/tonne)	17	68	187	58	65	55
Charbon métallurgique (\$US/tonne)	39	127	330	115	170	130
Or, à Londres en après-midi (\$ US/once)	256	845	1 895	1 251	1 200	1 250

## Marché des changes

### OPTIMISME PRUDENT SUR L'ÉVOLUTION DU DOLLAR AMÉRICAIN

Le **dollar américain (USD)** a atteint en janvier un sommet depuis 14 ans, en passant toutefois le reste du premier trimestre à reculer et à remonter pour conforter ces gains. Nous nous attendons à ce que le dollar US remonte au deuxième trimestre, puisque la Réserve fédérale continue de normaliser graduellement sa politique et que l'économie américaine redémarre après un début d'année cahoteux, au cours duquel les facteurs météorologiques ont peut-être tempéré la croissance par rapport aux attentes exprimées auparavant. Les données font état de l'optimisme des entreprises et des consommateurs dans la foulée de la présidentielle américaine de novembre 2016, et malgré le revers subi dans la réforme des soins de santé, nous nous attendons à ce que l'administration du président Trump applique son programme procroissance, ce qui amènera la Fed à continuer de relever les taux d'intérêt à au moins deux autres reprises cette année.

Même en tenant compte du récent repli des rendements aux États-Unis, nous croyons que le dollar américain a un peu de rattrapage à faire pour tenir compte de l'évolution récente de la politique monétaire. Les rendements américains sont nettement supérieurs à ceux des principales monnaies paires du billet vert, et nous estimons que l'indice USD (DXY) est essentiellement dévalorisé de 3 % par rapport au niveau auquel les différentiels de taux pondérés (d'après les composants du DXY) laissent entendre que le dollar US devrait s'échanger. Le billet vert est aujourd'hui l'une des grandes monnaies mondiales les plus prospères. (Seuls le NZD et l'AUD offrent de meilleurs rendements.) En raison de primes de rendement supérieures, le dollar américain est un achat attrayant pour les investisseurs qui spéculent, mais qui est plus coûteux à revendre pour les opérateurs en couverture des sociétés et des institutions. À notre avis, il y a une limite au fléchissement récent du dollar américain avant que les acheteurs recommencent à intervenir.

Le **dollar canadien (CAD)** a profité, au début de l'année, d'une série de données plus favorables que prévu, qui ne tient peut-être pas parfaitement compte de certaines difficultés continues dans la composition et l'élan de la croissance intérieure. Les données sur les échanges commerciaux confirment un retour à une balance excédentaire; or, la croissance des exportations non énergétiques reste léthargique (-4,4 % sur un an en chiffres réels en janvier). Les entreprises canadiennes paraissent également inquiètes des difficultés éventuelles des échanges commerciaux avec les États-Unis, ce qui pourrait contrecarrer la reprise tant attendue de l'investissement des entreprises au Canada. Puisque les échanges commerciaux sont à la peine et que les plans de dépenses en immobilisations sont censés rester léthargiques, la demande des consommateurs canadiens et le logement devront continuer de porter l'essentiel du lourd fardeau de la croissance dans les prochains mois.

À notre avis, la piètre composition des éléments de croissance et la surcapacité, qui continueront de modérer les pressions sur les prix au Canada, éliminent en fait toute possibilité de relèvement des taux de la Banque du Canada (BdC) au moins jusqu'au milieu de 2018. Les différentiels de taux à court terme entre les États-Unis et le Canada devraient rester défavorables (pour le dollar canadien) dans un avenir prévisible. Et puisque le brut fléchit dans un contexte où tout porte à croire que les producteurs d'hydrocarbures de schiste américains augmentent leur production, la perspective d'un solide rebond des cours de l'énergie, qui permettrait de mieux soutenir le dollar canadien à court et à moyen termes, paraît lointaine.

Pour ce qui est des autres grandes devises, comme l'**euro (EUR)**, la **livre sterling (GBP)** et le **yen (JPY)**, les faibles rendements, la politique conciliante des banques centrales et les difficultés intérieures sont à l'évidence autant d'obstacles qui se dressent contre les gains. Le cycle électoral européen continue d'attirer l'attention (en raison des élections prochaines en France et en Allemagne), même si le résultat des élections générales aux Pays-Bas a laissé entendre que la montée du populisme n'est peut-être pas aussi importante que ce que l'on croyait. L'inflation fondamentale atone et les faibles attentes inflationnistes nous permettent de croire qu'il reste prématuré d'évoquer des hausses de taux dans la zone euro.

### RENSEIGNEMENTS

#### Shaun Osborne, stratège cambiste en chef

416.945.4538

Stratégie des marchés des changes

[shaun.osborne@scotiabank.com](mailto:shaun.osborne@scotiabank.com)

#### Qi Gao

65.6305.8396 (Singapour)

Stratégie des marchés des changes

[qi.gao@scotiabank.com](mailto:qi.gao@scotiabank.com)

#### Eduardo Suárez

5255.9179.5174 (Mexique)

Stratégie des marchés des changes

[eduardo.suarez@scotiabank.com](mailto:eduardo.suarez@scotiabank.com)

#### Eric Theoret

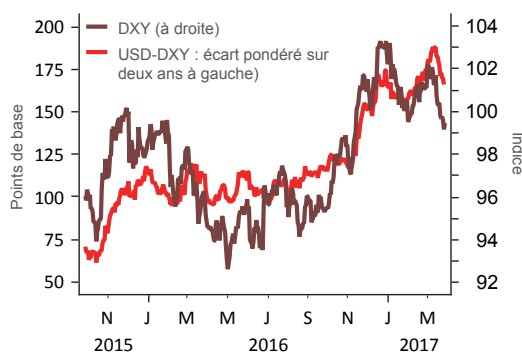
416.863.7030

Stratégie des marchés des changes

[eric.theoret@scotiabank.com](mailto:eric.theoret@scotiabank.com)

### Graphique 1

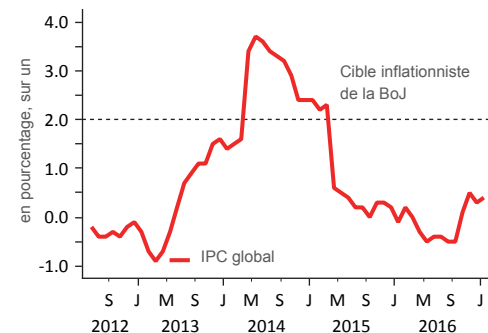
Les écarts pondérés DXY étayent le dollar US



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Macrobond.

### Graphique 2

Au Japon, inflation globale toujours aussi léthargique



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Macrobond.

Au Royaume-Uni, les procédures de divorce avec l'Union européenne sont entamées; de fortes incertitudes planent sur les répercussions de la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne pour les services financiers et, plus généralement, pour l'économie. La hausse des prix provoquée par la chute de la livre sterling pourrait peser sur la demande des consommateurs et modérer la croissance dans le même temps. Nous nous attendons à ce que les paramètres de la politique de la BoE restent conciliants, même si l'inflation mesurée augmente. D'autres indicateurs (comme la croissance des salaires) tempèrent les ardeurs de l'inflation.

Dans le même temps, au Japon, la Banque centrale n'est guère plus proche de sa cible inflationniste de 2 % qu'elle l'était il y a un an, malgré les vigoureuses mesures de relance monétaire déployées et, à une époque plus récente, le ciblage explicite de la courbe des rendements. Le Japon est toujours l'une des grandes économies dont le rendement est le plus faible. Faute de progrès importants et soutenus dans la réalisation de l'objectif inflationniste de la Banque du Japon, nous nous attendons à ce que les décideurs japonais continuent d'adopter des mesures exceptionnelles pour affaiblir le yen.

En Amérique latine, le marché des changes a plutôt bien amorcé l'année, à la faveur d'un fléchissement général du dollar américain, et grâce à l'amélioration de l'humeur à propos des perspectives de la région, surtout pour le Mexique en raison du changement de gouvernement aux États-Unis. Depuis le jour de l'investiture, toutes les grandes monnaies des pays d'Amérique latine progressent aux alentours de +2,5 %, sauf le CLP (-0,8 %) et le MXN (+16 %), qui a bondi en raison d'un assouplissement apparent de la position de la nouvelle administration américaine à l'endroit du Mexique.

En perspective, l'attention est monopolisée par les calendriers politiques de la région, puisque les élections prennent de plus en plus le devant de la scène. Au Chili, l'élection générale du 19 novembre donnera lieu à un changement de gouvernement, puisque la présidente sortante, Michelle Bachelet, ne pourra pas se représenter comme aspirante à la présidence. Les candidats ne sont toujours pas connus, puisqu'on en est qu'au premier tour des élections; or, d'après les récents sondages, il paraît probable qu'un candidat bienveillant pour les marchés remporte les suffrages. En outre, même si les élections présidentielles du Brésil et du Mexique n'auront pas lieu avant 2018, elles devraient commencer à monopoliser l'attention dans les prochains mois.

Au Brésil, on dit que l'ancien président Lula pourrait tenter un retour, qui continue d'alimenter la rumeur, et l'attention que portent les milieux politiques aux élections pourrait compliquer l'approbation du programme de réformes du président Temer, ce qui pourrait peser sur le BRL. Au Mexique, les récents sondages donnent l'avance à Andrés Manuel López Obrador, et il est probable qu'à l'approche des élections dans l'État de Mexico en juin (l'État le plus peuplé du Mexique), les marchés soient de plus en plus attentifs à la conjoncture politique. En outre, les négociations sur l'actualisation de l'ALÉNA devraient être lancées durant l'été, ce qui pourrait accroître la volatilité du MXN.

Par comparaison, la situation devrait être plus sereine au Pérou et en Colombie; toutefois, nous avons toujours des questions à propos des comptes extérieurs et de la consolidation des finances publiques de la Colombie, alors qu'au Pérou, on s'inquiète de plus en plus de savoir à quel point les inondations et le coup dur porté à l'exécution des dépenses d'infrastructure par l'internationalisation du scandale Lava Jato nuiront à la croissance. Le gouvernement péruvien a déjà estimé à un point de pourcentage le coup dur porté à la croissance, avant même les dégâts causés par les inondations catastrophiques. Après un début d'année calme, le milieu de l'année pourrait être plus cahoteux pour les devises latino-américaines.

**En Asie, les devises des marchés émergents**, surtout le yuan chinois (CNY), le won coréen (KRW) et le dollar taïwanais (TWD), garderont leur résilience d'ici à ce que le département du Trésor américain publie son rapport courant sur les taux de change en avril. De surcroît, l'échec du projet de loi républicain sur les soins de santé a remis en cause la capacité de l'équipe Trump à faire adopter d'autres réformes. La réunion au sommet de Donald Trump et de Xi Jinping, prévue pour les 6 et 7 avril, viendra équilibrer la concurrence et la coopération dans les relations entre les États-Unis et la Chine, en prévision du Dialogue stratégique et économique sino-américain (DSES) qui doit avoir lieu au milieu de 2017.

Le dollar américain est appelé à se valoriser par rapport aux devises des marchés émergents asiatiques à partir de la fin d'avril jusqu'en mai en raison du durcissement des déclarations de la Fed afin de relever la probabilité d'une hausse des taux en juin ou de provoquer éventuellement une ruée sur les titres de grande qualité dans la foulée de la présidentielle française les 23 avril et 7 mai ou du processus d'enclenchement du Brexit. Le marché n'a pas encore tenu parfaitement compte d'une deuxième hausse de taux de 25 points de base en juin. Après la réunion du FOMC en juin, le dollar américain perdra probablement un peu de son avance, à moins que la Fed relève ses taux à sa réunion de juin.

Si la paire USD/CNY est censée d'atteindre 7,00 à la fin de juin grâce au raffermissement des contrôles exercés sur les sorties de capitaux en Chine, nous sommes toujours optimistes quant à l'évolution de la roupie indienne (INR) à moyen terme, en tablant sur d'autres réformes en Inde. Nous croyons que l'INR affichera une tenue exceptionnelle par rapport au faible rendement du dollar de Singapour (SGD) et du TWD. Le KRW, le TWD et le SGD sont les monnaies les plus vulnérables au durcissement de la Fed à notre avis.

L'Autorité monétaire de Singapour devrait continuer de faire preuve d'attentisme dans la publication de sa déclaration semestrielle sur sa politique monétaire, qui devrait être diffusée au plus tard le 14 avril. La Corée devrait tenir sa 19<sup>e</sup> élection présidentielle le 9 mai, ce qui dissipera l'incertitude politique dans ce pays, avec, pour toile de fond, les tensions géopolitiques qui planent sur la péninsule. Dans le même temps, nous restons optimistes dans nos prévisions sur la roupie indonésienne (IDR) en raison de la forte part d'obligations de l'État indonésien détenue par des investisseurs étrangers. Le baht thaïlandais (THB) s'alignera sur les monnaies paires régionales, mais pourrait en surclasser quelques-unes en raison de la hausse de l'excédent commercial de la Thaïlande. Le ringgit malais (MYR) s'échangera probablement dans une fourchette de 4,40-4,50.

**ANNEXE 1**

International	2000–15	2016e	2017p	2018p	2000–15	2016e	2017p	2018p
Monde (en parité de pouvoir d'achat)	3,9	3,1	3,4	3,5				
Canada	2,2	1,4	2,3	2,0	1,9	1,4	2,1	2,1
États-Unis	1,9	1,6	2,3	2,4	2,2	1,8	2,4	2,3
Mexique	2,4	2,3	1,4	2,1	4,5	3,4	5,9	4,3
Royaume-Uni	1,8	1,8	2,0	1,2	2,2	0,7	2,7	2,4
Zone euro	1,2	1,6	1,7	1,7	1,9	1,1	1,4	1,7
Allemagne	1,2	1,7	1,8	1,7	1,6	1,7	1,5	1,8
France	1,3	1,2	1,4	1,6	1,7	0,6	1,3	1,4
Russie	4,6	-0,2	1,2	1,4	11,4	5,4	5,5	5,0
Chine	9,8	6,7	6,4	6,0	2,4	2,1	2,2	2,5
Inde	7,0	7,6	7,5	7,8	7,2	3,4	5,5	5,7
Japon	0,9	1,0	1,1	0,7	0,0	0,3	0,8	1,1
Corée du sud	4,4	2,8	2,5	2,6	2,8	1,3	2,1	2,3
Indonésie	5,6	5,0	5,3	5,5	6,2	3,0	4,9	4,7
Australie	3,0	2,5	2,5	2,6	2,9	1,5	2,0	2,1
Thaïlande	4,2	3,2	3,2	3,2	2,7	1,1	1,9	2,1
Brésil	3,4	-3,6	0,5	2,0	6,5	6,3	5,0	4,5
Colombie	4,3	2,0	2,1	3,2	5,0	5,7	4,5	3,5
Pérou	5,3	3,9	2,9	3,7	2,7	3,2	3,1	2,8
Chili	4,3	1,6	1,8	2,4	3,3	2,7	2,8	3,2
<b>Produits de base</b>								
	(moyenne annuelle)							
Pétrole WTI (\$ US/baril)	64	43	53	56				
Pétrole Brent (\$ US/baril)	67	45	56	59				
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	5,09	2,55	3,10	3,05				
Cuivre (\$ US/lb)	2,36	2,21	2,50	2,65				
Zinc (\$ US/lb)	0,81	0,95	1,35	1,55				
Nickel (\$ US/lb)	7,45	4,36	5,00	5,50				
Aluminium (\$US/livre)	0,87	0,73	0,85	0,85				
Minerai de fer (\$US/tonne)	68	58	65	55				
Charbon métallurgique (\$US/tonne)	127	115	170	130				
Or, à Londres en après-midi (\$ US/once)	845	1 251	1 200	1 250				

**ANNEXE 2**

Amérique du Nord	2000-15	2016	2017p	2018p	2000-15	2016	2017p	2018p
	Canada (var. annuelle en %, sauf indication contraire)				États-Unis (var. annuelle en %, sauf indication contraire)			
PIB réel	2,2	1,4	2,3	2,0	1,9	1,6	2,3	2,4
Dépenses de consommation	2,9	2,2	2,2	1,7	2,3	2,7	2,7	2,7
Investissement dans le secteur résidentiel	3,8	2,8	1,1	-1,0	-0,7	4,9	3,8	2,7
Investissements des entreprises	2,7	-7,8	-1,1	3,0	2,4	-0,5	2,6	3,3
Gouvernement	2,2	1,9	2,0	2,0	1,0	0,8	0,9	1,1
Exportations	1,3	1,1	2,3	3,7	3,8	0,4	2,3	2,8
Importations	3,1	-1,0	0,7	2,9	3,5	1,1	4,4	3,5
PIB nominal	4,4	2,0	4,7	4,0	4,0	3,0	4,3	4,4
Indice implicite du PIB	2,2	0,6	2,3	2,0	2,0	1,3	2,0	2,0
Indice des prix à la consommation	2,0	1,4	2,1	2,0	2,2	1,3	2,4	2,4
Indice de référence	1,8	1,9	1,7	1,9	2,0	2,2	2,3	2,3
Bénéfices des sociétés avant impôts	3,9	-4,5	11,0	5,0	5,9	-0,1	6,5	3,5
Emploi	1,4	0,7	1,3	0,8	0,6	1,8	1,5	1,3
Taux de chômage (en %)	7,1	7,0	6,7	6,6	6,3	4,9	4,6	4,5
Solde des paiements courants (en G\$ CA, US)	-13,9	-67,7	-45,6	-34,2	-521	-481	-472	-503
Balance commerciale (en G\$ CA, US)	28,2	-25,9	-1,3	7,2	-668	-750	-820	-874
Solde budgétaire fédéral (EF, en G\$ CA, US)	-2,9	-1,0	-23,0	-28,5	-529	-587	-610	-650
pourcentage du PIB	-0,2	0,0	-1,1	-1,3	-3,8	-3,2	-3,2	-3,2
Mises en chantier (en milliers)	199	198	195	185	1,27	1,18	1,26	1,34
Ventes de véhicules motorisés (en milliers)	1 639	1 949	1 940	1 925	15,4	17,5	17,8	17,9
Production industrielle	0,5	-0,3	2,5	1,7	0,8	-1,0	1,7	2,0
	<b>Mexique</b> (variation annuelle, en %)							
PIB réel	2,4	2,3	1,4	2,1				
Indice des prix à la consommation (fin d'année)	4,5	3,4	5,9	4,3				
Solde des paiements courants (en G\$ US)	-15,9	-27,9	-16,7	-21,2				
Balance commerciale (en G\$ US)	-6,8	-13,1	-0,5	-0,7				

Prévisions trimestrielles	2016				2017				2018			
	T1	T2	T3	T4	T1e	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
<b>Canada</b>												
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	2,7	-1,2	3,8	2,6	2,8	2,0	2,1	2,1	2,0	2,0	1,9	1,9
PIB réel (variation annuelle en %)	1,3	1,1	1,4	1,9	2,0	2,8	2,3	2,2	2,0	2,0	2,0	2,0
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	1,5	1,6	1,2	1,4	2,0	2,1	2,3	2,1	1,9	1,9	2,1	2,1
Indice de référence (variation annuelle en %)	2,0	2,1	1,9	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9
<b>États-Unis</b>												
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	0,8	1,4	3,5	2,1	1,6	2,5	2,5	2,4	2,4	2,4	2,3	2,3
PIB réel (variation annuelle en %)	1,6	1,3	1,7	2,0	2,2	2,4	2,2	2,3	2,5	2,4	2,4	2,3
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	1,1	1,1	1,0	1,8	2,6	2,6	2,6	2,4	2,4	2,4	2,4	2,3
Indice de référence (variation annuelle en %)	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3

**ANNEXE 3**

Taux des banques centrales	2016		2017				2018			
	T3	T4	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
<b>Amérique</b>	(en %, à la fin de la période)									
Banque du Canada	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	0,75	1,00
Réserve fédérale des États-Unis	0,50	0,75	1,00	1,25	1,25	1,50	1,50	1,75	1,75	2,00
Banque du Mexique	4,75	5,75	6,50	6,75	7,00	7,25	7,50	7,50	7,50	7,50
Banque centrale du Brésil	14,25	13,75	12,25	11,25	10,50	10,00	9,75	9,50	9,50	9,00
Banque de la République de Colombie	7,75	7,50	7,00	6,75	6,50	6,25	6,00	6,00	6,00	6,00
Banque centrale de réserve du Pérou	4,25	4,25	4,25	4,00	4,00	4,00	3,75	3,75	3,75	3,75
Banque centrale du Chili	3,50	3,50	3,00	2,75	2,75	2,75	3,00	3,25	3,50	3,75
<b>Europe</b>										
Banque centrale européenne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Banque d'Angleterre	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Banque nationale suisse	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
<b>Asie/Océanie</b>										
Banque centrale d'Australie	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75
Banque de Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Banque populaire de Chine	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
Banque de réserve de l'Inde	6,50	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25
Banque de Corée	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,50	1,50	1,75
Banque centrale de l'Indonésie	5,00	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	5,00	5,00	5,25
Banque de Thaïlande	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75	1,75	2,00
<b>Devises et taux d'intérêt</b>										
<b>Amérique</b>	(à la fin de la période)									
Dollar canadien (USD/CAD)	1,31	1,34	1,33	1,40	1,38	1,36	1,36	1,34	1,32	1,30
Dollar canadien (CAD/USD)	0,76	0,74	0,75	0,71	0,72	0,74	0,74	0,75	0,76	0,77
Peso mexicain (USD/MXN)	19,39	20,73	18,72	20,11	20,61	21,27	21,49	21,32	21,39	21,68
Real brésilien (USD/BRL)	3,26	3,26	3,12	3,25	3,30	3,40	3,45	3,50	3,55	3,60
Peso colombien (USD/COP)	2882	3002	2874	3100	3125	3100	3125	3150	3100	3125
Nouveau sol - Pérou (USD/PEN)	3,38	3,36	3,25	3,27	3,26	3,25	3,23	3,22	3,20	3,19
Peso chilien (USD/CLP)	657	670	660	649	653	658	655	652	649	647
<b>Europe</b>										
Euro (EUR/USD)	1,12	1,05	1,07	1,02	1,05	1,10	1,12	1,12	1,15	1,15
Livre sterling (GBP/USD)	1,30	1,23	1,26	1,20	1,25	1,25	1,30	1,30	1,35	1,35
Franc suisse (USD/CHF)	0,97	1,02	1,00	1,09	1,07	1,02	1,00	1,00	0,97	0,98
Couronne suédoise (USD/SEK)	8,58	9,10	8,97	8,90	8,80	8,70	8,60	8,50	8,40	8,30
Couronne norvégienne (USD/NOK)	7,98	8,64	8,60	8,20	8,00	8,00	7,80	7,60	7,40	7,20
Rouble russe (USD/RUB)	62,9	61,5	56,2	60,0	60,5	60,5	60,0	59,0	58,0	57,0
<b>Asie/Océanie</b>										
Yen - Japon (USD/JPY)	101	117	111	115	117	117	121	121	122	122
Dollar australien (AUD/USD)	0,77	0,72	0,76	0,76	0,75	0,75	0,75	0,75	0,78	0,78
Yuan - Chine (USD/CNY)	6,67	6,95	6,89	7,00	7,00	7,10	7,05	7,00	7,00	6,95
Roupie - Inde (USD/INR)	66,6	67,9	64,9	66,5	66,5	68,0	67,5	67,0	67,0	66,5
Won - Corée du sud (USD/KRW)	1101	1208	1118	1160	1160	1200	1180	1170	1170	1160
Rupiah - Indonésie (USD/IDR)	13042	13473	13326	13500	13500	13600	13500	13400	13400	13300
Baht - Thaïlande (USD/THB)	34,6	35,8	34,4	35,2	35,2	36,0	35,8	35,4	35,4	35,0
<b>Canada (rendements, %)</b>										
Bon du Trésor à 3 mois	0,53	0,46	0,55	0,50	0,50	0,50	0,60	0,80	0,90	1,10
Obligation du Canada à 2 ans	0,52	0,75	0,75	0,85	0,95	1,05	1,20	1,35	1,45	1,60
Obligation du Canada à 5 ans	0,62	1,11	1,12	1,25	1,35	1,40	1,50	1,65	1,80	1,90
Obligation du Canada à 10 ans	1,00	1,72	1,63	1,75	1,85	1,90	1,95	2,10	2,20	2,35
Obligation du Canada à 30 ans	1,66	2,31	2,30	2,35	2,45	2,50	2,55	2,65	2,75	2,80
<b>États-Unis (rendements, %)</b>										
Bon du Trésor à 3 mois	0,27	0,50	0,75	1,00	1,05	1,25	1,30	1,55	1,60	1,80
Obligation du Trésor à 2 ans	0,76	1,19	1,25	1,40	1,50	1,70	1,75	1,90	1,95	2,10
Obligation du Trésor à 5 ans	1,15	1,93	1,92	2,05	2,20	2,30	2,40	2,50	2,55	2,60
Obligation du Trésor à 10 ans	1,59	2,44	2,39	2,55	2,70	2,80	2,85	2,90	2,95	3,00
Obligation du Trésor à 30 ans	2,31	3,07	3,01	3,05	3,20	3,30	3,35	3,40	3,45	3,50



Le présent rapport a été préparé par Études économiques Scotia à l'intention des clients de la Banque Scotia. Les opinions, estimations et prévisions qui y sont reproduites sont les nôtres en date des présentes et peuvent être modifiées sans préavis. Les renseignements et opinions que renferme ce rapport sont compilés ou établis à partir de sources jugées fiables; toutefois, nous ne déclarons ni ne garantissons pas, explicitement ou implicitement, qu'ils sont exacts ou complets. La Banque Scotia ainsi que ses dirigeants, administrateurs, partenaires, employés ou sociétés affiliées n'assument aucune responsabilité, de quelque nature que ce soit, en cas de perte directe ou consécutive découlant de la consultation de ce rapport ou de son contenu.

Ces rapports vous sont adressés à titre d'information exclusivement. Le présent rapport ne constitue pas et ne se veut pas une offre de vente ni une invitation à offrir d'acheter des instruments financiers; il ne doit pas non plus être réputé constituer une opinion quant à savoir si vous devriez effectuer un swap ou participer à une stratégie de négociation comportant un swap ou toute autre transaction. L'information reproduite dans ce rapport n'est pas destinée à constituer et ne constitue pas une recommandation de swap ou de stratégie de négociation comportant un swap au sens du Règlement 23.434 de la Commodity Futures Trading Commission des États-Unis et de l'Appendice A de ce règlement. Ce document n'est pas destiné à être adapté à vos besoins individuels ou à votre profil personnel et ne doit pas être considéré comme un « appel à agir » ou une suggestion vous incitant à conclure un swap ou une stratégie de négociation comportant un swap ou toute autre transaction. La Banque Scotia peut participer à des transactions selon des modalités qui ne concordent pas avec les avis exprimés dans ce rapport et peut détenir ou être en train de prendre ou de céder des positions visées dans ce rapport.

La Banque Scotia et ses sociétés affiliées ainsi que tous leurs dirigeants, administrateurs et employés peuvent périodiquement prendre des positions sur des monnaies, intervenir à titre de chefs de file, de cochefs de file ou de preneurs fermes d'un appel public à l'épargne ou agir à titre de mandants ou de placeurs pour des valeurs mobilières ou des produits dérivés, négocier ces valeurs et produits dérivés, en faire l'acquisition, ou agir à titre de teneurs de marché ou de conseillers, de courtiers, de banques d'affaires et/ou de maisons de courtage pour ces valeurs et produits dérivés. La Banque Scotia peut toucher une rémunération dans le cadre de ces interventions. Tous les produits et services de la Banque Scotia sont soumis aux conditions des ententes applicables et des règlements locaux. Les dirigeants, administrateurs et employés de la Banque Scotia et de ses sociétés affiliées peuvent siéger au conseil d'administration de sociétés.

Il se peut que les valeurs mobilières visées dans ce rapport ne conviennent pas à tous les investisseurs. La Banque Scotia recommande aux investisseurs d'évaluer indépendamment les émetteurs et les valeurs mobilières visés dans ce rapport et de faire appel à tous les conseillers qu'ils jugent nécessaire de consulter avant de faire des placements.

**Le présent rapport et l'ensemble des renseignements, des opinions et des conclusions qu'il renferme sont protégés par des droits d'auteur. Il est interdit de les reproduire sans que la Banque Scotia donne d'abord expressément son accord par écrit.**

<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 et Paris)**

[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.