

À plein régime

- **Les foyers de croissance mondiale montent en puissance et se diversifient, dans les pays comme dans l'ensemble des régions.**
- **La forte croissance amène à réévaluer les perspectives de la politique monétaire dans certains pays; d'autres banques centrales pourraient d'ailleurs bientôt suivre l'exemple de la Fed et commencer à retirer leurs mesures de relance exceptionnelles.**

Mondialement, la reprise est solidement ancrée, malgré des données parfois léthargiques dans certains pays (graphique 1 et tableau 1). En fait, la croissance est si forte que désormais, les marchés s'interrogent surtout sur l'identité des banques centrales qui emboîteront le pas à la Fed pour relever leurs taux directeurs : la Banque du Canada, presque certainement appelée à bouger, pourrait être imitée par la Banque d'Angleterre et la BCE. Le moment venu, le retrait des mesures de relance monétaire aura probablement un profond retentissement sur les marchés financiers. Nous avons déjà relevé de brusques mouvements dans l'évolution des devises et des marchés obligataires dans les pays dont les banques centrales ont durci le ton. Bien qu'à l'évidence, la volatilité puisse s'accroître lorsque les marchés s'adaptent à la possibilité d'une réduction des mesures de relance monétaires des banques centrales, nous considérons que cette évolution des positions des banques centrales constitue une très bonne nouvelle : elle annonce que la reprise économique est désormais, finalement, solidement arrimée et beaucoup moins tributaire d'une intervention monétaire exceptionnelle.

Les autres menaces qui planent sur les perspectives sont contrastées. Il paraît aujourd'hui évident que les États-Unis entendent moderniser l'ALÉNA au lieu de s'en défaire. Or, ce pays envisage aussi d'imposer des tarifs douaniers sur l'acier importé, en attribuant à ce secteur une désignation de sécurité nationale. S'ils sont adoptés, ces tarifs pourraient donner lieu à d'importantes mesures de rétorsion qui pourraient dégénérer en guerre commerciale. La conjoncture politique pèse aussi lourdement sur l'Amérique latine, et les inquiétudes à propos d'un conflit dans la péninsule coréenne restent avivées. Dans le même temps, les risques économiques diminuent, puisque la reprise de plus en plus généralisée de l'activité dans la plupart des grandes puissances économiques réduit la dépendance vis-à-vis des dépenses des ménages et de l'intervention des banques centrales pour porter la croissance.

Au **Canada**, la croissance du PIB s'est déchaînée pour s'établir, contre toute attente, au rythme fulgurant de 3,7 % en glissement trimestriel au T1. L'activité économique a continué d'être menée de façon inégale par la demande des consommateurs et l'investissement résidentiel; or, le T1 a aussi permis de constater provisoirement la forte croissance de l'investissement des entreprises. Cette généralisation naissante des foyers de croissance du secteur privé devrait, de concert avec la mise en œuvre prochaine des dépenses consacrées à l'infrastructure publique, expliquer le nouveau relèvement de nos prévisions de croissance pour 2017 à 2,7 %, soit essentiellement le double de l'estimation de la Banque du Canada pour ce qui est du potentiel du Canada. Si nos prévisions se matérialisent, il pourrait s'agir du taux de croissance annuel le plus élevé depuis 2011 (3,1 %), ce qui placerait le Canada au rang des pays dont la progression est la plus fulgurante dans le monde industrialisé. Une partie de cette croissance est probablement anticipée sur les périodes à venir, et nous prévoyons une nette décélération l'an prochain : nous avons donc rogné nos prévisions de croissance pour 2018, pour les ramener de 2,0 % à 1,9 %, puisque nous nous attendons à ce que l'activité économique du Canada continue de s'enrichir d'un ensemble plus durable de pôles de croissance dans les années à venir. La vigueur de la demande ainsi que le commentaire beaucoup plus favorable de la Banque du Canada sur l'état de l'économie nous permettent de croire que le 12 juillet, la Banque du Canada relèvera de 25 points de base les taux directeurs et qu'elle les haussera encore au quatrième trimestre de 2017 et au premier trimestre de 2018.

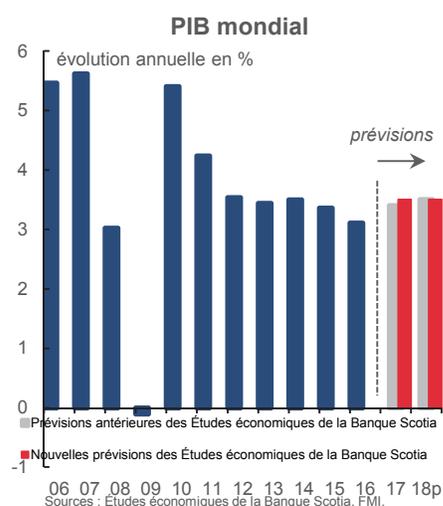
RENSEIGNEMENTS

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

SOMMAIRE

Tour d'horizon	1–3
Canada	4–8
Provinces	9–10
États-Unis	11–15
La politique monétaire et les marchés financiers aux États-Unis et au Canada	16–20
Mexique	21–22
Royaume-Uni	23–24
Zone euro	25–26
Amérique latine	27–34
Asie	35–40
Produits de base	41–44
Monnaies	45–46
Tableaux des prévisions sommaires	A1-A3

Graphique 1



Alors que l'économie **américaine** entre dans la huitième année de ce qui représente désormais sa troisième plus forte séquence de croissance, les fondamentaux étayant une croissance solide et soutenue sont toujours en place, même si la mollesse de l'économie s'estompe rapidement, grâce plein emploi. Nous n'avons modifié que légèrement nos perspectives par rapport à il y a trois mois. Nous avons retranché la quasi-totalité des mesures de relance budgétaires supplémentaires très limitées que nous avons programmées en 2017 et 2018 puisque nous nous attendons aujourd'hui à ce que le gouvernement fédéral américain ne mette probablement en œuvre, dans les 18 prochains mois, aucune grande réforme fiscale significative ni aucune grande dépense d'infrastructure. Dans le même temps, les risques qui pesaient lourdement sur les perspectives américaines se sont dissipés : le dollar américain a fléchi, les rendements obligataires sont moindres et le restent plus longtemps que prévu, la conjoncture financière s'est considérablement allégée, les cours du pétrole ont plus baissé que prévu, et les risques de la politique commerciale se révèlent plus intimidants qu'offensifs, ce qui pèse moins lourdement qu'attendu sur l'investissement. En tenant compte de tous ces facteurs, nos prévisions pour la croissance de l'économie américaine n'ont été réduites que légèrement par rapport à nos dernières *Perspectives mondiales*, pour passer de 2,3 % à 2,2 % en 2017 et de 2,4 % à 2,2 % en 2018. La croissance est toujours portée par la vigueur du marché du travail, la hausse des dépenses de consommation, la reprise des dépenses en immobilisations et une légère amélioration de la conjoncture externe, qui sont tous autant de facteurs qui devraient compenser un T1 plutôt anémique. En raison de la reprise toujours aussi forte et de ce que nous percevons comme un durcissement du ton de la Fed, nous prévoyons un autre relèvement des taux directeurs cette année, en décembre, puis deux autres relèvements en 2018.

En **Amérique latine**, le rendement économique sera probablement fortement pénalisé par la conjoncture politique. Au **Mexique**, les progrès dans la négociation de l'ALÉNA et les élections de 2018 auront ensemble un impact disproportionné sur la conjoncture économique. Ce pays offre désormais d'importantes perspectives d'investissement grâce à ses réformes structurelles; or, si le président qui sera élu en juillet 2018 ne prévoit pas de prendre le relais, le pays pourrait être privé de perspectives importantes et sa croissance en pâtirait. Au **Chili**, nous avons constaté un net ralentissement de l'économie dans la foulée de la correction des cours du cuivre; or, une partie de la baisse a été générée par le marché intérieur. Ce pays a aussi accusé une baisse de l'investissement en raison de l'inflation des coûts, en partie portée par la réglementation, par une réforme fiscale qui a eu pour effet de hausser de 25 % l'impôt des sociétés et par l'élimination de certains congés fiscaux qui blindaient auparavant les investissements. Avec la présidentielle prévue pour novembre 2017, nous pourrions constater une évolution à la fois positive et négative des perspectives de croissance de ce pays, dont les grandes plateformes électorales restent mouvantes. En **Colombie**, les présidentielles sont prévues pour mai 2018, et bien qu'on ne connaisse toujours pas précisément l'identité des candidats, il se peut que le scrutin ait des incidences sur les efforts de pacification entre le gouvernement et les guérillas, en plus de produire des effets plus vastes sur la politique. Au **Pérou**, la position du gouvernement à l'assemblée législative est très faible, ce qui rend difficile toute réforme, en plus de compliquer l'administration même du gouvernement et le déroulement des projets d'infrastructure. Si le gouvernement ne peut pas changer la dynamique politique du pays, en procédant à un remaniement du cabinet ministériel ou en faisant appel à une autre stratégie, la croissance économique sera probablement ralentie en raison des lacunes dans la mise en œuvre des dépenses publiques et de la perte de confiance du secteur privé. Au **Brésil**, le sort de la campagne de réforme du gouvernement au pouvoir et, notamment, les révisions à apporter au régime de pension permettront de savoir si ce pays est en mesure de préserver la confiance des investisseurs dans sa dette publique et dans les nouveaux investissements consacrés à l'immobilier. Les bilans du secteur public et du secteur privé du Brésil restent précaires; c'est pourquoi il est essentiel de ménager le soutien de l'étranger pour permettre au rebond économique de prendre de la vitesse.

Dans la **zone euro**, les indicateurs issus des enquêtes statistiques sont extrêmement favorables; ils laissent entendre que la croissance du PIB devrait continuer de s'accroître jusqu'à la fin de 2017. En théorie, le lien entre la production et les indicateurs statistiques permet de croire que la croissance du PIB pourrait, d'ici la fin de l'année, frôler 1 % en glissement trimestriel et que le rythme annuel pourrait s'accroître et atteindre 3 % sur un an, ce qui donnerait un taux de croissance annuel moyen de 2,25 % à 2,5 %. Or, le consensus des marchés et la BCE s'attendent à un taux de croissance de 2 % sur un an ou moins. Cette prévision prudente pourrait vouloir dire que l'on doute que les résultats élevés des enquêtes statistiques se répercutent sur les données de l'activité économique réelle, surtout dans le contexte des hésitations de la reprise de la zone euro jusqu'à maintenant. Nous sommes plus optimistes que pessimistes et prévoyons un taux de croissance annuel moyen de 2,2 % sur

Tableau 1 — PIB réel

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

un an, ce qui représente le double de la croissance de la production potentielle et ce qui témoigne d'un rendement extrêmement vigoureux pour la zone de la monnaie unique.

Pour le **Royaume-Uni**, les perspectives se sont amoindries depuis le début de l'année. En particulier, le PIB du T1 a été nettement inférieur aux prévisions (à 0,2 % à peine en glissement trimestriel) et les indicateurs prospectifs laissent entendre qu'il est peu probable que la croissance s'améliore d'ici la fin de l'année. En fait, les facteurs qui ont causé ce net ralentissement du PIB au T1 s'intensifient, ce qui laisse entendre que les vents contraires qui soufflent sur la croissance s'accroîtront à mesure que l'année avance.

L'économie de la **Chine** donne les premiers signes d'une nouvelle décélération de sa croissance après une période de vigueur induite par les mesures de relance. Depuis quelques trimestres, l'activité économique est portée par d'importantes dépenses publiques dans les immobilisations, surtout l'infrastructure. Le ralentissement devient évident dans le secteur industriel, ce dont témoigne la léthargie des données sur les indicateurs de haute fréquence comme la sidérurgie, la production de l'électricité et la confiance des entreprises. Nous nous attendons à ce que le gouvernement chinois poursuive ses injections budgétaires massives pour permettre à l'économie de garder sa trajectoire de croissance tout en respectant de front les impératifs de l'harmonie sociale. La Chine est parfaitement en mesure d'atteindre l'objectif de croissance officiel « de l'ordre de 6,5 % » en 2017; nous nous attendons à ce que la production augmente de 6,6 % cette année. En 2018, l'économie enchaînera probablement avec une trajectoire de croissance plus durable, et le PIB réel devrait progresser de 6,1 % sur un an.

Canada

- La croissance de l'économie canadienne est toujours largement tributaire de la consommation et du logement; or, nous entrevoyons — enfin — les premiers signes de la généralisation des foyers de croissance, qui s'étendent désormais à l'investissement des entreprises.
- Après un solide T1, la croissance du PIB réel en 2017 devrait s'inscrire à 2,7 %, ce qui est nettement supérieur aux 2,0 % que nous avons prévus au début de l'année. Une partie de cette croissance est probablement anticipée sur 2018; c'est pourquoi nous nous attendons à ce que la croissance se ralentisse à 1,9 % l'an prochain, lorsque l'activité basculera vers une contribution plus équilibrée et durable de l'investissement et des échanges commerciaux, ainsi que de l'accroissement des dépenses dans les infrastructures publiques.
- Nous restons optimistes vis-à-vis de l'impact probable, sur l'activité économique du Canada, des incertitudes qui règnent sur la politique commerciale des États-Unis, malgré le discours parfois belliqueux de Washington.

NOUVEAUX FOYERS DE CROISSANCE

Le PIB canadien s'est déchaîné pour s'établir, contre toute attente, au rythme fulgurant de 3,7 % en glissement trimestriel au T1. L'activité économique a continué d'être menée de façon inégale par la demande des consommateurs et l'investissement résidentiel; or, le T1 a aussi permis de constater provisoirement la forte croissance de l'investissement des entreprises. Cette généralisation naissante des foyers de croissance dans le secteur privé devrait, de concert avec la mise en œuvre prochaine des dépenses consacrées à l'infrastructure publique, expliquer le nouveau relèvement de nos prévisions de croissance pour 2017 à 2,7 %, soit essentiellement le double de l'estimation de la Banque du Canada pour ce qui est du potentiel du Canada. Si nos prévisions se matérialisent, il pourrait s'agir du taux de croissance annuel le plus élevé depuis 2011 (3,1 %), ce qui placerait le Canada au rang des pays dont la progression est la plus fulgurante dans le monde industrialisé. Une partie de cette croissance est probablement anticipée sur les périodes à venir, et nous prévoyons une nette décélération l'an prochain : nous avons donc élargé nos prévisions de croissance pour 2018, pour les ramener de 2,0 % à 1,9 %, puisque nous nous attendons à ce que l'activité économique du Canada continue de s'enrichir d'un ensemble plus durable de pôles de croissance dans les années à venir.

LE CONSOMMATEUR, TOUJOURS AUSSI OPTIMISTE

La croissance intérieure reste largement — trop largement — tributaire des ménages : la croissance des dépenses de consommation réelles et de l'investissement résidentiel s'est chiffrée à un taux annualisé de plus de 5 % dans les trois premiers mois de l'année, ce qui représente le plus solide rendement trimestriel depuis presque une dizaine d'années. Ces deux secteurs réunis interviennent aujourd'hui pour une part record de 66 % du PIB (graphique 1). Or, dans le même temps, les foyers de croissance du Canada commencent à se diversifier : en avril, notre indice de diffusion des composants du PIB canadien a atteint son plus haut depuis 2013 (graphique 2).

La confiance, les revenus et les dépenses sont euphorisés par la vigueur du marché du travail et les taux d'intérêt historiquement faibles. Cette année, les gains du marché du travail se sont établis à une moyenne proche de 30 000 emplois par mois; il s'agit du rythme le plus soutenu de progression de l'emploi depuis dix ans (graphique 3). Le taux de chômage frôle un point creux conjoncturel de 6,6 % (ou de 5,5 % à peine quand on le mesure selon la méthodologie américaine qui donne le taux de chômage actuel de 4,3 % chez nos voisins du Sud), alors que le ratio emploi-population appartenant à des classes d'âge de forte activité avoisine des sommets sans précédent (graphique 4). Les récents gains du marché du travail

RENSEIGNEMENTS

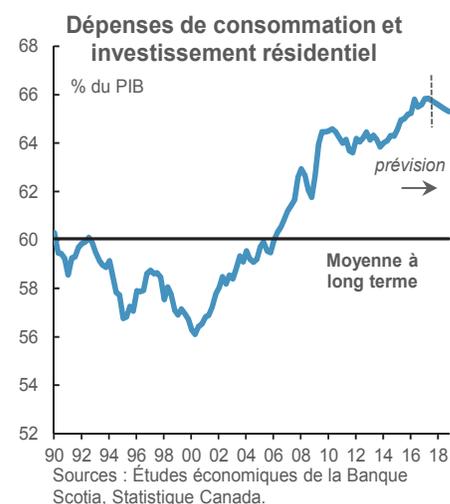
Brett House, VP et économiste en chef adjoint
 416.863.7463
 Études économiques de la Banque Scotia
brett.house@scotiabank.com

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

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

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

Graphique 1



sont majoritairement dominés par les postes à temps plein, répartis de plus en plus largement sur l'ensemble des secteurs et des régions, ce qui témoigne de l'amélioration de l'humeur des entreprises.

Les gains du patrimoine des ménages viennent eux aussi étayer la croissance, surtout dans le logement, où l'absence de déductibilité des intérêts encourage les Canadiens à rembourser leur dette hypothécaire et à enrichir leur patrimoine plus rapidement que leurs homologues américains. Le bond de la valeur des logements a généré plus de 300 G\$ CA en survalueur nette des ménages rien que dans la dernière année. En supposant que la richesse immobilière produira au bas mot un effet de cinq cents sur le dollar, la hausse de la valeur nette des logements apporte plus d'un point de pourcentage à la tendance qui soutient les dépenses de consommation. Les achats de biens coûteux en sont les principaux bénéficiaires, puisque les ventes de véhicules automobiles et les dépenses consacrées aux rénovations domiciliaires atteignent des sommets sans précédent.

Les commerces de détail et les services hôteliers sont eux aussi dynamisés par la forte demande touristique, puisque le dollar canadien relativement faible attire un nombre grandissant de touristes de l'étranger et réduit les déplacements des Canadiens chez nos voisins du Sud. Au Canada, les dépenses touristiques corrigées de l'inflation ont progressé de 5 % dans les 12 mois qui ont précédé le T1 de 2017, grâce à l'accroissement des dépenses des voyageurs canadiens et étrangers.

À terme, les fondamentaux de la consommation sont généralement favorables. La confiance des consommateurs et les grands projets d'achat restent solides. Le raffermissement de la conjoncture du marché du travail devrait avoir pour effet de relever le taux actuellement moribond de la croissance des salaires. Certains ménages à faible revenu sont censés compter sur un coup de main dans quelques provinces grâce à la hausse officielle du salaire minimum, qui devrait conforter encore les dépenses de consommation.

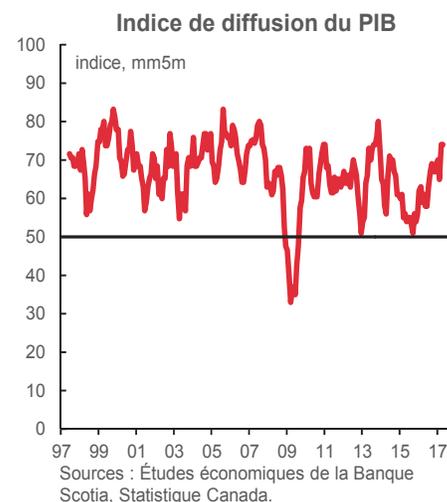
Malgré tout, nous continuons de prévoir un parcours plus modéré pour les dépenses de consommation, puisque les mesures de relance adoptées l'an dernier dans la mise en place de l'allocation canadienne pour enfants sont sur le point de prendre fin et que les marchés du logement de Toronto et de Vancouver relèvent moins du pari à sens unique. La croissance du crédit non hypothécaire s'est récemment ralentie, ce qui constitue un signe encourageant, puisque les ménages font preuve d'une plus grande circonspection avant de profiter encore plus du crédit, compte tenu de leur niveau d'endettement déjà sans précédent. En moyenne, nous nous attendons à ce que les dépenses de consommation suivent la croissance du revenu réel de l'ordre de 2 % dans le dernier semestre de 2017 et au début de 2018.

HAUSSE DES TAUX D'INTÉRÊT, MAIS SOLIDES BILANS DES MÉNAGES

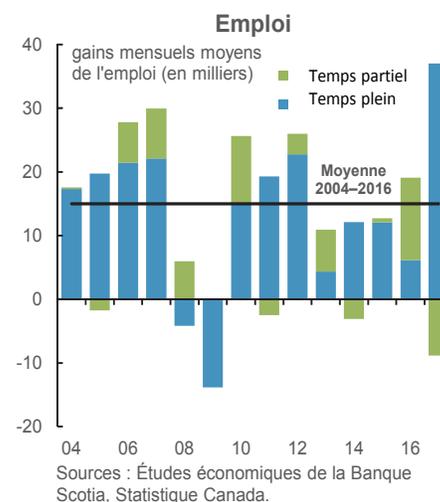
Alors que la Banque du Canada s'apprête à normaliser sa politique monétaire, la hausse modérée des taux d'intérêt et des rendements obligataires fait souffler d'autres vents contraires sur la croissance de la demande des consommateurs. Une augmentation de 100 points de base du taux d'intérêt effectif sur la dette hypothécaire et non hypothécaire des ménages, en données constantes, porterait le ratio global de la charge de la dette des ménages de 14,2 % du revenu personnel disponible à l'heure actuelle à environ 16 % — soit presque deux écarts-types au-dessus de la moyenne du ratio sur 26 ans. L'effet serait beaucoup plus prononcé à Toronto et à Vancouver, où les ratios moyens de la charge de la dette sont nettement supérieurs. Le surcoût pour les ménages dans le remboursement de leurs emprunts rognera probablement une partie de leurs dépenses discrétionnaires.

Dans l'ensemble toutefois, les ménages canadiens sont en mesure de résister à la hausse graduelle, mais aujourd'hui plus imminente, des taux d'intérêt que nous entrevoyons sur notre horizon prévisionnel. Le crédit hypothécaire représente les deux tiers du marché du crédit consenti aux ménages. Le taux fixe de la majorité de ces prêts hypothécaires laisse entendre que les ménages ne seront touchés que progressivement par la hausse des taux

Graphique 2



Graphique 3



Graphique 4



du marché. Compte tenu des niveaux supérieurs de la valeur nette des logements, surtout dans les secteurs dans lesquels les prix de logement ont progressé le plus rapidement, de nombreux ménages devraient être en mesure de se prévaloir d'options de refinancement, au besoin, pour réduire leurs besoins immédiats en trésorerie. Les règles macroprudentielles en vigueur, qui obligent les emprunteurs à répondre aux conditions de financement au taux hypothécaire supérieur publié pour cinq ans permettent aussi de compter sur une certaine marge de sécurité financière.

D'autres indicateurs bilanciaux laissent entendre que les consommateurs sont moins vulnérables financièrement que ce que nous apprennent les ratios de la charge de la dette à eux seuls. Le taux d'épargne des ménages, de l'ordre de 4,5 %, cadre avec sa moyenne cyclique et pourrait baisser en raison des besoins en liquidités. L'actif des ménages est supérieur à leur passif selon un ratio de six sur un, ce qui représente une autre source envisageable de supplément de fonds. En outre, nous nous attendons à ce que la hausse des taux d'intérêt soit probablement au moins en partie masquée par l'augmentation des revenus.

LES MARCHÉS DU LOGEMENT DEVRAIENT RESTER SOLIDES

La demande de logements reste forte et les risques d'une correction sont toujours limités en raison de l'offre toujours contrainte à Vancouver et à Toronto et des signes révélant que l'excédent de la demande s'étend à d'autres marchés comme Calgary, Ottawa et Montréal. Dans les grandes villes canadiennes, la demande de logements continue d'être étayée par les chiffres élevés de la migration internationale, de la migration intraprovinciale et interprovinciale, de la forte croissance qui converge dans l'ensemble des provinces canadiennes, des apports de capitaux étrangers et des taux d'intérêt toujours aussi faibles. L'augmentation des taux à laquelle nous nous attendons aujourd'hui de la part de la Banque du Canada en 2017-2018 ne changera pas beaucoup la donne : les mises en chantier devraient totaliser environ 200 000 logements cette année en raison de la vigueur de la demande des permis et du niveau relativement faible des invendus. Nous constatons déjà que les efforts consacrés à tempérer la demande de logements haut de gamme et la demande de l'étranger dans les basses-terres continentales de la Colombie-Britannique semblent n'avoir qu'un effet passager, même s'il est encore trop tôt pour savoir si le plan de l'Ontario pour le logement équitable modérera durablement l'élan des prix sur le marché de Toronto sans qu'on adopte de mesures supplémentaires pour accroître l'offre. Dans l'ensemble, nous nous attendons toujours à ce que le logement ajoute environ 0,3 point de pourcentage à la croissance du PIB cette année, ce qui représentera sa plus forte contribution depuis 2012.

Le faible coût du loyer de l'argent, la forte croissance de l'emploi et la solide création de ménages, renforcés par les chiffres considérables de l'immigration, devraient continuer d'étayer la demande de logements en 2018. Toujours est-il que dans l'ensemble, la hausse des coûts du crédit, le durcissement des règles macroprudentielles et l'abordabilité tendue sur les marchés canadiens où les prix sont les plus élevés devraient ralentir, dans une certaine mesure, les ventes de logements et la montée des prix de ces logements dans l'année à venir. C'est pourquoi nous nous attendons à ce qu'en 2018, pour la toute première fois depuis 2009, l'investissement résidentiel pèse sur la croissance.

LA REPRISE DE L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE FAIT AUGMENTER L'INVESTISSEMENT

Le raffermissement de la demande aux États-Unis — destination de presque 60 % de l'ensemble de la production manufacturière canadienne — et au Canada a rehaussé de 8 % sur un an, en avril, les livraisons manufacturières non automobiles du Canada. Il s'agit du meilleur rendement depuis presque sept ans et du double du taux de croissance enregistré depuis le début de la reprise économique actuelle jusqu'au milieu de 2014. Nous nous attendons à ce que ce solide rendement prenne encore de la vitesse dans le dernier semestre de 2017, surtout parce que la croissance des

Tableau 1 — Prévisions canadiennes trimestrielles

	2016				2017				2018			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2e	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Économique												
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	2,8	-1,4	4,2	2,7	3,7	2,5	2,2	2,0	1,9	1,8	1,7	1,6
PIB réel (variation annuelle en %)	1,3	1,1	1,5	2,0	2,3	3,3	2,8	2,6	2,2	2,0	1,8	1,8
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	1,5	1,6	1,2	1,4	1,9	1,5	1,7	1,7	1,7	1,9	2,1	2,1
IPC hors aliments et énergie (évolution sur un an, en %)	1,7	2,0	2,0	1,8	2,0	1,5	1,5	1,6	1,7	1,7	1,9	1,9
Moyenne des nouveaux indices de référence (évolution sur un an, en %)	1,8	2,0	1,8	1,7	1,6	1,3	1,2	1,3	1,4	1,5	1,7	1,8
Financier												
Dollar canadien (USD/CAD)	1,30	1,29	1,31	1,34	1,33	1,30	1,30	1,28	1,28	1,27	1,25	1,25
Dollar canadien (CAD/USD)	0,77	0,77	0,76	0,74	0,75	0,77	0,77	0,78	0,78	0,79	0,80	0,80
Taux à un jour de la Banque du Canada (%)	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	1,00	1,25	1,25	1,25	1,25
Bon du Trésor à 3 mois	0,45	0,49	0,53	0,45	0,55	0,71	0,90	1,10	1,30	1,30	1,25	1,25
Obligation du Canada à 2 ans	0,54	0,52	0,52	0,75	0,75	1,10	1,20	1,30	1,35	1,40	1,45	1,50
Obligation du Canada à 5 ans	0,68	0,57	0,62	1,11	1,12	1,39	1,50	1,65	1,75	1,85	1,90	2,00
Obligation du Canada à 10 ans	1,23	1,06	1,00	1,72	1,63	1,76	1,85	2,00	2,10	2,25	2,40	2,50
Obligation du Canada à 30 ans	2,00	1,72	1,60	2,31	2,30	2,15	2,20	2,40	2,50	2,60	2,70	2,80

carnets de commandes s'est accélérée pour s'inscrire à un taux dans les deux chiffres sur un an et qu'elle dépasse les gains de la production (graphique 5). Dans les usines canadiennes, les carnets de commandes non exécutées atteignent également des sommets sans précédent pour la reprise actuelle, ce qui laisse entendre que la solide performance industrielle constatée depuis le début de l'année se poursuivra jusqu'à la fin de 2017. En fait, l'activité industrielle prend beaucoup de mieux au Canada ces derniers mois et mène actuellement la croissance des pays du G7.

Les statistiques historiques indiquent qu'au Canada, les carnets de commandes industriels ont tendance à suivre la conjoncture américaine, tout en accusant une plus grande volatilité. Or, si on se penche sur une séquence historique de la moyenne mobile sur six mois des carnets de commandes manufacturiers canadiens, il est évident que les grandes tendances de l'évolution des nouvelles commandes au Canada s'inversent en même temps qu'elles le font chez nos voisins du Sud, ce qui laisse entendre qu'il faut probablement s'attendre à des gains solides et soutenus de l'activité industrielle au deuxième semestre de 2017, d'autant plus que la croissance des carnets de commandes dépasse les gains de la production dans ces deux pays (à nouveau, graphique 5).

La machinerie, les ordinateurs et le matériel électronique accélèrent essentiellement l'activité industrielle au Canada. Ces secteurs représentent environ 30 % de l'ensemble des livraisons manufacturières, et dans ces secteurs, les carnets de commandes ont bondi de presque 20 % depuis le début de l'année par rapport à la même période en 2016. Ces secteurs affichent l'un des plus forts taux d'intensité des exportations dans le secteur industriel du Canada et tournent à plein régime depuis un certain temps. Le taux d'utilisation de la capacité manufacturière pour l'ensemble de l'économie a gagné 1,5 point de pourcentage dans les premiers mois de 2017; il s'agit de la plus forte avance pour la même période depuis six ans. Cette progression devrait donner lieu à une augmentation des dépenses en immobilisations, généralement avec un décalage de deux trimestres par rapport aux gains des exportations dans les secteurs essentiellement exportateurs. Le bond de 13 % de la demande de machinerie industrielle et métallurgique depuis le début de l'année, soit la progression la plus rapide depuis 2011, laisse entendre que cette reprise de l'investissement a commencé à se déployer. S'il se matérialise à grande échelle, cette reprise de l'investissement devrait commencer à inverser la parenthèse des dépenses en immobilisations des dernières années, même si les incertitudes de la politique commerciale perdurent.

BUDGET : PLUS DE DÉPENSES, MAIS DÉFICITS MOINDRES

Dans tous les paliers de gouvernement, les dépenses de l'exercice et les dépenses en immobilisations devraient toujours apporter environ 0,4 point de pourcentage à la croissance du PIB réel dans les années civiles 2017 et 2018. En ce qui concerne les déficits prévus d'Ottawa pour l'EF 18 et l'EF 19, nous nous attendons aujourd'hui à ce que le PIB réel et le déflateur de prix du PIB du Canada s'inscrivent à un niveau supérieur par rapport aux projections utilisées dans le budget fédéral de mars 2017, grâce à des recettes fédérales plus importantes que prévu dans l'exercice 2016-2017 (EF 17). C'est pourquoi on s'attend aujourd'hui à ce que les déficits fédéraux de l'EF 18 et de l'EF 19 s'établissent à une moyenne proche de 20 G\$ CA, sans tenir compte de l'ajustement en fonction du risque de 3 G\$ CA du gouvernement, ce qui améliore les déficits de 25 G\$ CA prévus antérieurement et ce qui conforte nos attentes voulant que le déficit fédéral cumulé, même en tenant compte du rajustement en fonction du risque, se stabilise à un peu plus de 30 % du PIB dans les deux prochaines années.

Même si l'éventail des dépenses fédérales peut évoluer en fonction de la conjoncture, par exemple les mesures de compensation annoncées récemment pour les producteurs de bois d'œuvre résineux, on suppose que dans l'ensemble, les niveaux de dépenses resteront fidèles à ceux qui ont été programmés dans le budget fédéral de mars 2017. Les dépenses d'infrastructure sont en hausse, mais risquent toujours de continuer d'être engagées plus lentement que prévu, en particulier pour la phase 2 du plan du gouvernement fédéral, qui devrait toujours s'accélérer dans l'EF 19.

Pour la majorité des provinces, les excédents prévus ou les déficits comprimés devraient, d'ici l'EF 19, donner lieu à une hausse de la dette nette qui tient essentiellement compte des dépenses en immobilisations relevées, plutôt que des déficits de fonctionnement.

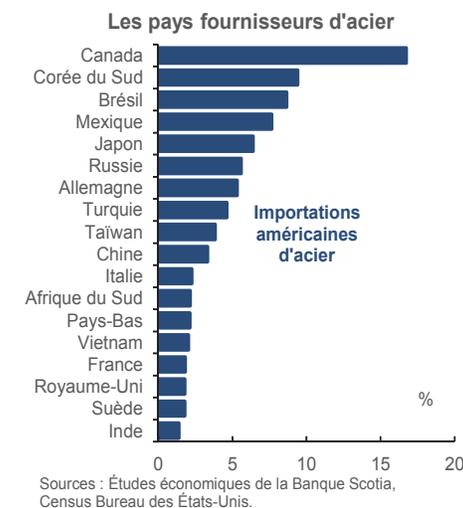
LES RISQUES EXTERNES PERDURENT, MAIS SEMBLANT MOINS AIGUS

Nous sommes toujours relativement optimistes à propos des risques qui pèsent sur le Canada en raison de l'évolution de la politique commerciale américaine. La lettre adressée le 18 mai 2017 par le représentant américain au Commerce, M. Lighthizer, au Congrès pour faire connaître l'intention de l'administration américaine de rouvrir l'ALÉNA fait état d'un ensemble de priorités plutôt inoffensif pour les négociations et crédibilise encore plus

Graphique 5



Graphique 6



nos attentes voulant que cet accord soit « mis au point » et modernisé, au lieu d'être remanié de fond en comble ou purement annulé. Les pourparlers officiels devraient s'amorcer à la fin d'août, et les trois gouvernements des pays membres de l'ALÉNA ont amorcé des processus de consultation avec leurs intervenants nationaux pour établir leurs priorités de négociation. Tout porte à croire que les pourparlers connaîtront un dénouement harmonieux. Toujours est-il que ni le Canada, ni le Mexique ne se sentent obligés de conclure un pacte à tout prix, et si les négociations n'arrivent pas à terme d'ici la fin de 2017, la campagne des élections présidentielles de 2018 au Mexique retardera probablement le dénouement des pourparlers jusqu'à la fin de 2018.

Le différend mené de front sur le bois d'œuvre résineux devrait avoir un impact limité sur la conjoncture macroéconomique canadienne — puisque ce secteur représente à peine 1 % environ du PIB canadien — mais pourrait avoir des incidences précises sur les différents producteurs et leurs communautés. L'industrie américaine de la construction résidentielle a besoin de tout ce que le Canada peut lui offrir comme bois d'œuvre résineux. À défaut d'un nouvel Accord sur le bois d'œuvre résineux imposant des contingents visant à réduire la part de l'ordre de 30 % du Canada dans le marché américain, les coûts des droits préliminaires imposés par le gouvernement américain sur les importations de bois d'œuvre canadien devraient, essentiellement, être répercutés sur les consommateurs américains, plutôt que sur les exportateurs canadiens.

Lancée en avril par le président Donald Trump, l'enquête commerciale à l'encontre de la Chine et d'autres pays exportateurs d'acier bon marché sur le marché américain devrait produire des résultats incessamment. Cette enquête a été justifiée par des motifs de « sécurité nationale »; or, les cinq premiers fournisseurs d'acier des États-Unis, qui représentent ensemble près de la moitié de la totalité des importations d'acier américaines, sont tous des alliés de ce pays : le Canada, la Corée du Sud, le Brésil, le Mexique et le Japon (graphique 6). Par contre, la Chine ne fournit qu'environ 3,5 % des importations d'acier américain, ce qui en fait le dixième fournisseur des États-Unis, notamment parce que l'acier chinois est déjà soumis à différentes pénalités qui ont ralenti les échanges commerciaux. Bien que le Canada soit le pays le plus exposé de tous à un effort américain d'imposition de tarifs douaniers ou de contingents sur toutes les importations d'acier, la probabilité de cette décision est réduite par les incontournables mesures de rétorsion auxquelles elle donnerait lieu de la part de plusieurs des grands alliés des États-Unis.

Enfin, nous continuons de croire que dans l'immédiat, le Canada court un risque limité dans l'éventuelle réforme fiscale américaine. Bien qu'il soit tout à fait possible qu'une taxe de rajustement frontalière continue d'être brandie dans les discussions au Congrès, à nos yeux, il est peu probable que cette taxe soit adoptée. Il est par contre un peu plus probable qu'on puisse parvenir à un certain accord sur les baisses d'impôts des entreprises, ce qui, de pair avec les mesures de tarification du carbone en deçà de nos frontières, pourrait nuire à la compétitivité des entreprises canadiennes à plus long terme.

Tableau 2 — Canada

	2000–15	2016	2017p	2018p
	(variation annuelle en %, sauf indication contraire)			
PIB réel	2,2	1,5	2,7	1,9
Dépenses de consommation	2,9	2,3	3,0	1,8
Investissement dans le secteur résidentiel	3,8	3,0	3,6	-1,4
Investissements des entreprises	2,7	-7,8	-0,3	3,2
Gouvernement	2,2	1,8	2,0	2,0
Exportations	1,3	1,0	1,8	3,7
Importations	3,1	-0,9	2,1	2,7
PIB nominal	4,4	2,1	5,2	3,9
Indice implicite du PIB	2,2	0,6	2,4	2,0
Indice des prix à la consommation (IPC)	2,0	1,4	1,7	1,9
IPC de base (IPCX)	1,6	1,9	1,7	1,8
Bénéfices des sociétés avant impôts	3,9	-4,5	25,0	5,0
Emploi	1,4	0,7	1,5	0,9
Taux de chômage (en %)	7,1	7,0	6,6	6,5
Solde des paiements courants (en G\$ CA)	-13,9	-67,0	-47,8	-37,4
Balance commerciale (en G\$ CA)	28,2	-26,0	0,0	7,5
Solde budgétaire fédéral (en G\$ CA)	-2,9	-1,0	-22,0	-24,5
pourcentage du PIB	-0,2	0,0	-1,1	-1,1
Mises en chantier (en milliers)	199	198	202	190
Ventes de véhicules motorisés (en milliers)	1 639	1 949	2 000	1 980
Production industrielle	0,5	-0,3	3,8	1,5
Pétrole WTI (\$ US/baril)	64	43	51	53
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	5,09	2,55	3,10	2,95

Les provinces

SOLIDE REPRISE RÉGIONALE D'UN OCÉAN À L'AUTRE

- La production, l'emploi et les revenus des ménages, tous révisés à la hausse d'un océan à l'autre pour 2017, inscriront des gains plus modestes en 2018.
- Pour l'exercice financier qui vient de se terminer, on s'attend, pour la première fois depuis l'exercice 2007-2008 (EF 08), à un excédent combiné pour les sept provinces qui consomment plus de pétrole qu'elles n'en exportent.

Dans la foulée de la plus forte reprise prévue cette année, l'emploi rémunéré dans le secteur privé inscrit depuis le début de l'année des gains sur un an dans sept provinces, puisque le nombre d'emplois à temps plein a monté dans six d'entre elles. La Colombie-Britannique mène la création d'emplois provinciale dans le secteur privé pour la deuxième année d'affilée, et le centre du Canada inscrit des progrès considérables, ce qui fait progresser encore plus les salaires hebdomadaires dans ces provinces, après une frêle hausse de 1,1 % en 2016. L'Alberta, grâce à la reconstruction après les incendies forestiers, et la Saskatchewan commencent à récupérer une partie des 88 000 emplois à temps plein perdus entre le T2 de 2015 et le T4 de 2016. En 2018, les taux de chômage annuels dans le centre du Canada, en Nouvelle-Écosse et dans l'Île-du-Prince-Édouard devraient être inférieurs à ceux de 2007 au début de la récession, malgré la baisse attendue de la création d'emplois l'an prochain.

Grâce au tourisme, les gains des revenus des ménages le printemps dernier ont relancé la progression des ventes au détail dans les provinces qui consomment plus de pétrole qu'elles n'en exportent, de concert avec un rebond des ventes en Alberta et en Saskatchewan (graphique 1). L'érosion des emplois mieux rémunérés, puisque les projets d'exploitation des ressources sont essentiellement arrivés à terme, contribue à la modeste croissance des ventes sur un an à Terre-Neuve-et-Labrador depuis le début de l'année. En 2017, la Colombie-Britannique et le Québec s'illustrent pour le coup de pouce donné aux ménages grâce aux paiements relatifs aux soins de santé. En 2018, puisque les six provinces les moins importantes adoptent leur propre version d'un prix du carbone pancanadien et que les frais des services publics sont de plus en plus intégralement recouverts, il faut s'attendre à une plus forte compression des revenus des ménages à consacrer aux achats discrétionnaires.

Parce que la construction de résidences neuves baissera dans les 18 prochains mois malgré la remontée des dépenses dans le logement abordable, le relèvement planifié de l'investissement dans l'infrastructure dans le cadre des programmes provinciaux et la mise en œuvre de la phase 1 du plan fédéral d'investissement dans l'infrastructure devraient compenser considérablement ce recul. En outre, l'investissement pétrogazier, dont la part dans le total des dépenses en immobilisations de l'industrie a été coupée de près de la moitié pour tomber à 15 % l'an dernier, commence une convalescence prolongée et devrait s'accroître de plus de 10 % en 2017. Après le repli causé par les incendies forestiers du printemps 2016, on prévoit cette année une reprise des exportations de pétrole de l'Ouest canadien à destination des États-Unis, ce qui aura pour effet d'intensifier la demande de capacité pipelinère supplémentaire destinée aux marchés (graphique 2).

En 2018, on prévoit un raffermissement soutenu de l'investissement non énergétique pour la majorité des provinces, notamment en raison de la reprise dans le transport et dans les autres activités exercées pour servir les producteurs de biens et de la remontée dans l'hôtellerie et les arts dans le cadre du cent cinquantaire du Canada. Il est également crucial que le numérique et la technologie de l'information reprennent dans plusieurs régions et que la demande de services de soutien à l'entreprise se maintienne.

RETOUR EN TERRITOIRE POSITIF

Pour l'EF 17, l'excédent commercial final plus important que prévu en Colombie-Britannique, le surplus substantiel révélé par les données mensuelles du Québec et la forte baisse du déficit de

RENSEIGNEMENTS

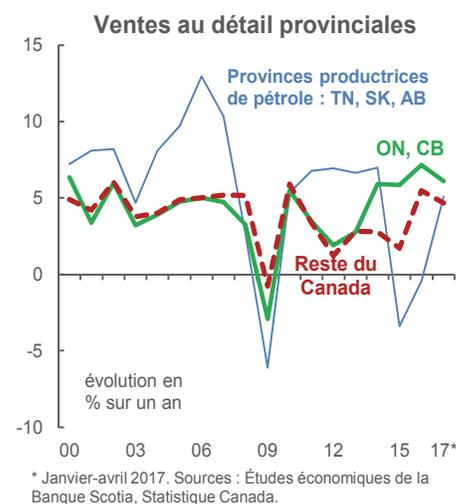
Mary Webb

416.866.4202

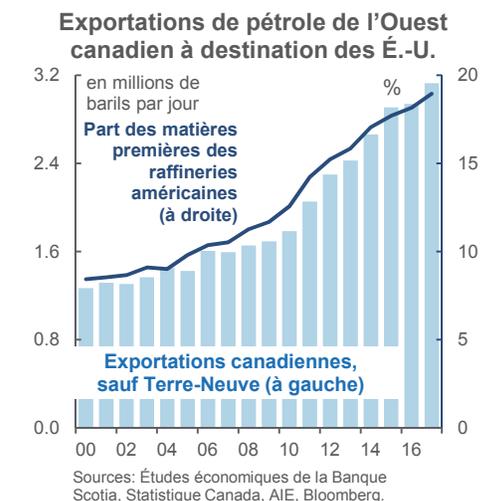
Études économiques de la Banque Scotia

mary.webb@scotiabank.com

Graphique 1

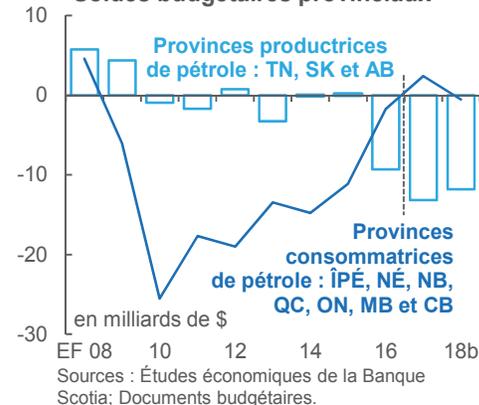


Graphique 2



l'Ontario laissent entrevoir un solde budgétaire positif combiné de plus de 2 G\$ pour les sept provinces qui consomment plus de pétrole qu'elles n'en exportent (graphique 3). Pour ces provinces, les révisions à la hausse de la croissance pour l'année civile 2017 transformeront probablement le léger déficit combiné dont font état leurs budgets pour l'EF 18 en un excédent global, même s'il est inférieur au solde budgétaire de l'EF 17. Dans les trois grandes provinces productrices de pétrole, le déficit combiné devrait commencer à s'amenuiser dans l'EF 18.

Après deux années de budgets qui se sont soldées par une progression plutôt timide des recettes pour l'année suivante, les budgets du printemps ont été plus réjouissants. Les gains prévus des recettes provinciales dans l'EF 18 devraient donner lieu à des dépenses supplémentaires dans le cadre des programmes, ce qui devrait permettre d'amoinrir les déficits actuels des programmes sociaux; or, à terme, du fait de la baisse tendancielle de la croissance économique, l'accroissement des engagements de dépenses compliquera probablement la tâche des provinces dans le délestage de la charge de leur dette nette pour la ramener à ses niveaux d'avant la récession.

Graphique 3 Soldes budgétaires provinciaux

Tableau 1 — Provinces

variation annuelle en %, sauf indication contraire

	CA	NL	PE	NS	NB	QC	ON	MB	SK	AB	BC
PIB réel											
2000–15	2,2	2,5	1,8	1,4	1,2	1,7	2,0	2,4	2,1	3,1	2,7
2016p*	1,5	1,9	2,4	0,9	1,4	1,7	2,6	2,4	-1,0	-3,8	3,7
2017p	2,7	-1,8	1,4	1,4	0,9	2,3	2,9	2,3	1,9	2,9	3,0
2018p	1,9	-0,3	1,3	1,2	0,8	1,7	2,1	1,9	2,0	2,3	2,2
PIB nominal											
2000–15	4,4	5,7	4,3	3,3	3,3	3,6	3,8	4,5	6,0	6,5	4,5
2016e	2,1	-0,1	3,7	2,4	2,5	3,0	4,2	3,7	-3,5	-6,0	5,4
2017p	5,2	2,4	3,1	3,3	2,7	4,4	5,2	4,4	5,1	6,8	5,3
2018p	3,9	2,7	2,8	2,8	2,2	3,4	4,0	3,6	4,2	5,0	4,0
Emploi											
2000–15	1,4	1,0	1,2	0,7	0,5	1,3	1,3	1,0	1,3	2,5	1,2
2016	0,7	-1,5	-2,3	-0,4	-0,1	0,9	1,1	-0,4	-0,9	-1,6	3,2
2017p	1,5	-2,6	1,8	0,6	0,6	1,6	1,4	0,9	0,4	1,0	2,6
2018p	0,9	-1,1	0,3	0,3	0,2	0,8	1,1	0,7	0,6	0,9	1,2
Taux de chômage (%)											
2000–15	7,1	14,3	11,2	8,9	9,6	8,1	7,2	5,1	4,9	4,9	6,6
2016	7,0	13,4	10,7	8,3	9,5	7,1	6,5	6,1	6,3	8,1	6,0
2017p	6,6	14,5	10,1	8,1	8,7	6,3	6,1	5,6	6,1	8,2	5,5
2018p	6,5	14,9	10,0	7,9	8,6	6,2	6,1	5,5	5,9	7,9	5,4
Mises en chantier de logements (en milliers d'unités)											
2000–15	199	2,7	0,8	4,3	3,6	44	71	5,1	5,2	35	28
2016	198	1,4	0,6	3,8	1,8	39	75	5,3	4,8	25	42
2017p	202	1,1	0,8	4,1	1,7	41	80	7,2	4,5	26	36
2018p	190	1,1	0,6	3,8	1,7	38	75	5,7	4,5	26	34
Ventes de véhicules automobiles (en milliers d'unités)											
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	2 000	31	8	54	42	456	822	59	59	245	224
2018p	1 980	29	7	54	41	450	812	58	60	248	221
Soldes budgétaires, exercice terminé le 31 mars (en M\$ CA)											
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	-22 000	-1 080	-18	41	-231	250	-1 524	-872	-1 289	-10 784 †	2 775 †
2018p	-24 500	-778	1	136	-192	0	0	-840	-685	-10 344	295

*PIB réel par secteur d'activité aux prix de base. **Manitoba : EF 04-EF 15; Alberta : EF 05-EF 15; Saskatchewan : EF 15-EF 18d, sauf le rajustement du passif des régimes de retraite. †Résultats définitifs EF 17; autres provinces : EF 17 et l'EF 18, estimations.

États-Unis

- Nos prévisions ne sont que légèrement modifiées par rapport au trimestre précédent : en effet, l'amenuisement des perspectives de mesures de relance budgétaires est compensé par les risques amoindris pour la croissance de l'économie américaine. Nous avons donc légèrement élargi nos projections de croissance pour les ramener à 2,2 % en 2014, puis à 2,2 % en 2018.
- Hormis la conjoncture géopolitique, ce sont toujours les erreurs stratégiques qui pèsent le plus lourdement sur les perspectives de l'économie américaine; or, la demande des consommateurs, la progression de l'activité industrielle et l'accroissement de l'investissement paraissent tous résister de plus en plus aux faux pas de Washington.

APPRENDRE À S'ADAPTER AU DÉCALAGE DES CYCLES

Alors que l'économie américaine entre dans la huitième année d'un cycle en passe de représenter sa troisième plus longue séquence d'expansion, les fondamentaux pour une croissance solide et soutenue sont toujours en place, alors que le moindre ralentissement de l'économie se résorbe rapidement en raison du plein-emploi. Nos prévisions ne sont que légèrement modifiées par rapport à il y a trois mois.

D'une part, nous avons éliminé la quasi-totalité des mesures de relance budgétaires supplémentaires très limitées que nous avons programmées en 2017 et 2018, puisque nous nous attendons désormais à ce que le gouvernement fédéral américain ne mette en œuvre, au cours des 18 prochains mois, quasiment aucune grande réforme fiscale ni dépense considérable d'infrastructure. D'autre part, les risques majeurs pour les perspectives américaines se sont dissipés : le dollar américain a fléchi, les rendements obligataires restent faibles pour une durée plus longue que prévu, la conjoncture financière s'est sensiblement allégée, les cours du pétrole sont inférieurs aux projections et les risques qui planent sur la politique commerciale se révèlent plus intimidants qu'offensifs, ce qui pèse moins lourdement que prévu sur l'investissement.

En tenant compte de tous ces facteurs, nos projections pour la croissance de l'économie américaine n'ont été élargies que légèrement par rapport à nos dernières *Perspectives mondiales*, pour passer de 2,3 % à 2,2 % en 2017, puis de 2,4 % à 2,2 % en 2018. La croissance est toujours portée par la vigueur du marché du travail, la hausse de la consommation, la reprise des dépenses en immobilisations et la légère amélioration de la conjoncture externe, et tous ces facteurs devraient compenser un T1 relativement terne.

FORTE DEMANDE DES CONSOMMATEURS GRÂCE À LA VIGUEUR DES MARCHÉS DU TRAVAIL

Au T1, la croissance de la consommation a chuté à son plus bas depuis plusieurs années; or, nous nous attendons à ce qu'elle se ressaisisse d'ici la fin de 2017 et à ce qu'elle mène la croissance globale en 2018 grâce à la vigueur des marchés du travail, à l'accélération de la croissance des salaires, à la solidité des bilans des ménages et à l'optimisme des consommateurs. Les données les plus récentes révèlent un solide rebond des dépenses après un passage à vide en hiver, et la confiance des consommateurs culmine à un sommet sans précédent depuis une quinzaine d'années.

La forte demande des consommateurs s'explique par la vigueur des marchés du travail. À 4,3 %, le chômage se situe à quelque 30 points de base en deçà de l'estimation de 4,6 % de la Fed pour le taux de chômage à inflation stationnaire (TCIS). Les indicateurs de chômage, qu'ils soient définis précisément ou généralement, atteignent des creux depuis 10 ans, alors que le nombre d'offres d'emploi caracole à un sommet sans précédent de plus de six millions. L'enquête menée par la NFIB révèle que les plans d'embauche des trois prochains mois atteindront leur plus haut en 16 ans, même si le rythme de l'embauche a ralenti. Les gains mensuels du marché de l'emploi se sont établis en moyenne à 121 000 à peine dans la

RENSEIGNEMENTS

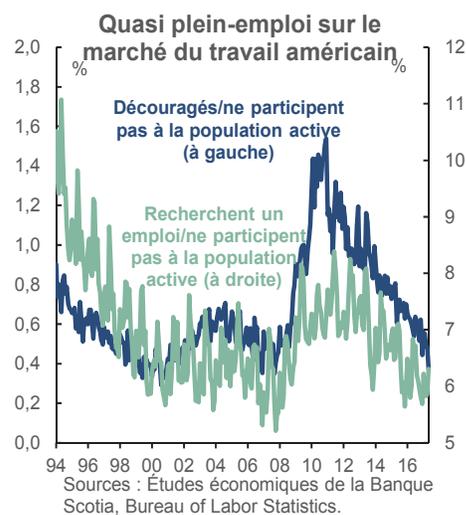
Brett House, VP et économiste en chef adjoint
 416.863.7463
 Études économiques de la Banque Scotia
brett.house@scotiabank.com

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

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

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

Graphique 1



période de mars à mai, contre 201 000 pour les trois mois précédents. Les enquêtes menées auprès des entreprises laissent entrevoir un accroissement des pénuries de travailleurs spécialisés. Les restrictions imposées à l'immigration ont probablement augmenté les pénuries de main-d'œuvre dans certains secteurs comme l'agriculture et la construction.

Or, le taux d'activité sur le marché du travail reste faible, à un peu moins de 63 %. Toutefois, on ne sait pas vraiment s'il existe une pépinière de travailleurs prêts à réintégrer la population active. En fait, il semble que la marge de manœuvre sur le marché du travail soit très faible. La part des personnes hors du marché du travail qui affirment vouloir un emploi est d'à peine 6,3 % contre un creux sans précédent de 5,2 % en octobre 2007 (graphique 1). De même, la part des gens hors du marché du travail qui affirment qu'ils ne recherchent pas d'emploi parce qu'ils sont découragés par les perspectives professionnelles s'établit à 0,37 %, ce qui est proche du creux de 0,35 % en 2007.

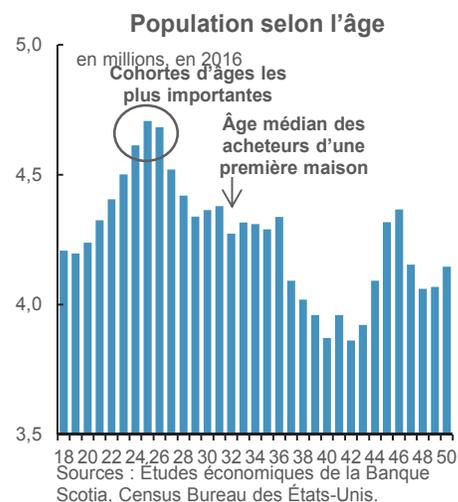
Les modestes gains des salaires devraient commencer à s'accélérer, puisque le taux de chômage est très faible. La croissance de la moyenne des gains horaires reste embourbée depuis un an dans une étroite fourchette de 2,5 % à 3,0 % sur un an, ce qui n'est que légèrement supérieur aux tendances sous-jacentes de l'inflation, tenues en laisse par les tensions concurrentielles et la faible productivité des travailleurs. Il s'agit pourtant quand même d'une accélération de la croissance des salaires, qui frôlait 1,9 % sur un an en 2012. Les gains des salaires réels surclassent la croissance de la productivité et la part de la main-d'œuvre dans le PIB américain ne cesse de s'accroître. Les travailleurs moins qualifiés dont le revenu est relativement faible inscrivent les gains de salaires les plus rapides, ce qui devrait donner un coup de pouce à l'ensemble de la demande.

LES FINANCES DES MÉNAGES SONT SAINES

Les bilans des ménages américains reposent sur de solides assises financières. La valeur nette des ménages atteint un sommet sans précédent, leur dette par rapport à leur revenu est à son plus bas depuis 15 ans, et les ratios de la charge de la dette se situent à des creux historiques. L'avoir propre foncier des propriétaires de maison a plus que doublé dans les cinq dernières années (graphique 2).

La conjoncture financière s'est essentiellement améliorée depuis le début de l'année en raison de la légère baisse du dollar, de la diminution des rendements des bons du Trésor américain et de la montée des marchés boursiers, qui devraient, dans l'ensemble, mieux porter les dépenses des ménages américains. Le crédit à la consommation progresse sainement : la plupart des taux de défaillance restent faibles et stables. La baisse des cours de l'énergie constitue un nouvel aiguillon du pouvoir d'achat des ménages à court terme.

Graphique 2

Graphique 3

Tableau 1 — Prévisions trimestrielles pour les États-Unis

	2016				2017				2018			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2e	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Économique												
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	0,8	1,4	3,5	2,1	1,4	2,7	2,4	2,2	2,1	2,1	2,0	2,0
PIB réel (variation annuelle en %)	1,6	1,3	1,7	2,0	2,1	2,4	2,2	2,2	2,4	2,2	2,1	2,1
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	1,1	1,1	1,1	1,8	2,6	2,0	2,1	2,0	2,0	2,4	2,3	2,3
Indice de référence (variation annuelle en %)	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	1,8	1,9	1,9	2,0	2,3	2,3	2,3
Financier												
Euro (EUR/USD)	1,14	1,11	1,12	1,05	1,07	1,14	1,12	1,13	1,15	1,18	1,20	1,20
Livre sterling (GBP/USD)	1,44	1,33	1,30	1,23	1,26	1,30	1,28	1,28	1,28	1,28	1,31	1,31
Yen - Japon (USD/JPY)	113	103	101	117	111	112	110	110	112	112	115	115
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	0,25	0,27	0,50	0,75	1,01	1,05	1,30	1,30	1,55	1,70	1,90
Obligation du Trésor à 2 ans	0,72	0,58	0,76	1,19	1,25	1,38	1,50	1,65	1,75	1,85	1,95	2,10
Obligation du Trésor à 5 ans	1,20	1,00	1,15	1,93	1,92	1,89	1,95	2,10	2,25	2,40	2,55	2,60
Obligation du Trésor à 10 ans	1,77	1,47	1,59	2,44	2,39	2,30	2,35	2,50	2,70	2,90	2,95	3,00
Obligation du Trésor à 30 ans	2,61	2,28	2,31	3,07	3,01	2,83	2,90	3,15	3,35	3,40	3,45	3,50

Il n'empêche qu'en 2017-2018, la croissance des dépenses de consommation devrait se ralentir par rapport à la progression annuelle moyenne de 2,9 % dans les trois années précédentes. Les ventes d'automobiles semblent plafonner sur fond de durcissement des normes de crédit et de fléchissement de la croissance de la demande. Après la performance record de l'an dernier, les ventes d'automobiles corrigées de la croissance de la population ont renoué avec leur tendance à long terme.

L'enlèvement de la réforme des soins de santé, la compression éventuelle des programmes sociaux et le décalage des baisses d'impôts sur le revenu pourraient aussi modérer l'enthousiasme des consommateurs. L'activité de refinancement est appelée à se modérer dans la prochaine année avec le relèvement des taux d'intérêt hypothécaires. Le durcissement de la politique sur l'immigration et le dollar américain toujours aussi fort pèsent sur l'achalandage touristique : les données publiées laissent entrevoir une baisse des vols aériens internationaux et des réservations d'hôtels aux États-Unis pour la période estivale.

LOGEMENT : PERSPECTIVES RÉJOUISSANTES, MAIS CONTRAINTES

Les perspectives du logement américain sont favorables, mais contraintes. Les facteurs fondamentaux de la demande de logements — faible taux de chômage et moindres taux d'intérêt — restent bien orientés. D'un point de vue démographique, la pépinière d'acheteurs potentiels reste considérable. La cohorte de population la plus nombreuse aux États-Unis regroupe actuellement les 24 à 26 ans et représente quelque 14 millions de personnes (graphique 3); les membres de cette cohorte devraient bientôt grossir les rangs des propriétaires de logements.

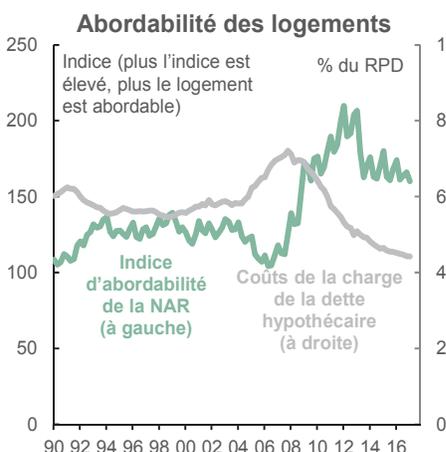
Or, certains facteurs commencent à peser sur l'accélération des ventes de maisons, surtout parmi les acheteurs d'une première maison, dont la part dans l'ensemble des transactions reste inférieure aux normes historiques. Il s'agit notamment du nombre chroniquement faible des inscriptions, en particulier pour les logements à prix d'appel, du durcissement constant des conditions de crédit et de la dette record au titre des prêts d'études. Dans le même temps, la hausse des prix des maisons dégrade les conditions d'abordabilité, qui seront exacerbées par toute hausse potentielle des taux d'intérêt (graphique 4).

Les mises en chantier de logements devraient se renforcer pour atteindre 1,23 et 1,33 million de logements respectivement en 2017 et 2018. Or, ces chiffres accusent toujours un énorme retard par rapport à la demande démographique à long terme, que nous estimons à environ 1,4 million. Bien que la confiance des constructeurs continue de culminer, la construction est modérée par les pénuries de travailleurs spécialisés, l'augmentation des coûts des terrains et l'accroissement des prix de la construction. Les délais de construction du début à la fin du chantier ne cessent de s'allonger depuis 2013.

L'ACTIVITÉ INDUSTRIELLE PREND DE LA VITESSE

L'activité industrielle américaine continue de prendre du mieux, même si dans le secteur des transports, surtout pour l'aviation commerciale, les carnets de commandes ont atteint un creux en sept ans. L'amélioration est généralisée, alors que la demande de

Graphique 4



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

Graphique 5

L'activité manufacturière américaine prend de la vitesse

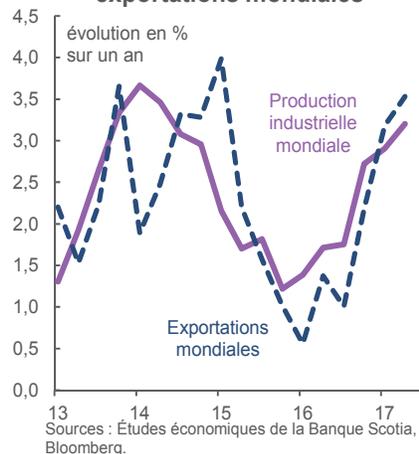
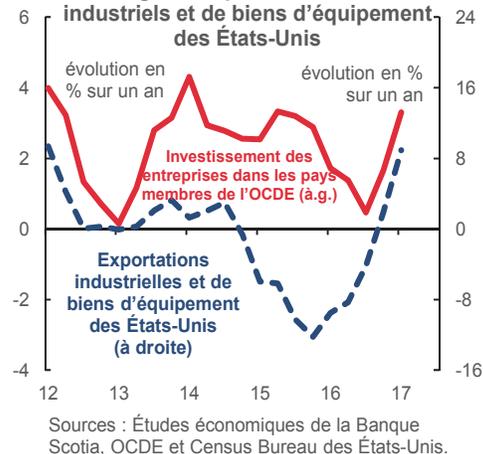


Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Federal Reserve Board, Conseil de la Réserve fédérale et Census Bureau des États-Unis.

Tableau 2 — États-Unis

	2000–15	2016	2017p	2018p
	(variation annuelle en %, sauf indication contraire)			
PIB réel	1,9	1,6	2,2	2,2
Dépenses de consommation	2,3	2,7	2,6	2,6
Investissement dans le secteur résidentiel	-0,7	4,9	4,5	2,6
Investissements des entreprises	2,4	-0,5	3,8	2,9
Gouvernement	1,0	0,8	0,2	0,6
Exportations	3,8	0,4	2,9	2,5
Importations	3,5	1,1	4,3	3,5
PIB nominal	4,0	3,0	4,2	4,2
Indice implicite du PIB	2,0	1,3	1,9	2,0
Indice des prix à la consommation	2,2	1,3	2,2	2,2
IPC de base	2,0	2,2	2,0	2,2
Bénéfices des sociétés avant impôts	5,9	-0,1	4,1	3,5
Emploi	0,6	1,8	1,4	1,2
Taux de chômage (en %)	6,3	4,9	4,4	4,3
Solde des paiements courants (en G\$ US)	-511	-452	-488	-534
Balance commerciale (en G\$ US)	-668	-753	-827	-890
Solde budgétaire fédéral (en G\$ US)	-529	-585	-625	-655
pourcentage du PIB	-3,8	-3,2	-3,2	-3,2
Mises en chantier (en millions)	1,27	1,18	1,23	1,33
Ventes de véhicules motorisés (en millions)	15,4	17,5	17,4	17,6
Production industrielle	0,8	-1,2	1,5	2,0
Pétrole WTI (\$ US/baril)	64	43	51	53
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	5,09	2,55	3,10	2,95

biens durables et non durables, qui progresse sur un an à un rythme jamais vu depuis plusieurs années, continue de surclasser les gains de production (graphique 5). Les carnets de commandes à exécuter sont eux aussi en augmentation, ce qui laisse entrevoir une autre accélération de l'activité industrielle américaine au deuxième semestre de 2017. Les biens de consommation, qui représentent plus de 40 % de l'ensemble de l'activité industrielle américaine, sont toujours en tête, alors que depuis le début de l'année, la demande augmente comme jamais depuis six ans. Or, les commandes de produits métalliques et de machinerie sont également en hausse, ce qui permet de tabler sur l'amélioration de l'ensemble de la conjoncture économique aux États-Unis et partout ailleurs dans le monde. En fait, si certaines « données qualitatives », par exemple les enquêtes auprès des directeurs des achats, se sont modérées ces derniers mois, les « données quantitatives » comme la production industrielle dans les usines du monde entier progressent à un rythme sans précédent depuis près de trois ans, ce qui relance fortement les exportations et les livraisons mondiales (graphique 6).

Graphique 6
Production industrielle mondiale et exportations mondiales

Graphique 7
Investissements des entreprises à l'étranger et exportations de biens industriels et de biens d'équipement des États-Unis


HAUSSE DES DÉPENSES D'INVESTISSEMENT

Au T1, dans l'ensemble, l'investissement des entreprises américaines a évolué à un rythme sans précédent. Bien que nous ne nous attendions pas à ce que ce rythme se poursuive jusqu'à la fin de l'année, l'allègement progressif de la conjoncture financière des entreprises depuis la fin de 2016 devrait longévifier la croissance des investissements jusqu'à la fin de 2017. L'augmentation des emprunts étaye la croissance des investissements : le ratio de la dette par rapport aux revenus non financiers des sociétés a frôlé les 92 %, ce qui est proche de son pic de l'ordre de 95 % avant 2008. L'investissement des entreprises devrait représenter environ le quart de la croissance globale du PIB en 2017, soit sa plus forte contribution en trois ans.

L'investissement des entreprises américaines est mené par un bond de plus de 50 % de l'investissement pétrogazier depuis le troisième trimestre de 2016. Les dépenses en immobilisations ont également commencé à s'améliorer dans d'autres secteurs, en accélérant à un rythme sans précédent, depuis presque deux ans, l'investissement non énergétique. C'est pour le matériel de haute technologie et industriel que les dépenses sont les plus fortes : elles ont progressé à des rythmes annualisés dans les deux chiffres dans les premiers mois de 2017, ce qui représente près de quatre fois la croissance moyenne des quatre années précédentes. Certaines entreprises ont même commencé à construire de nouveaux immeubles, ce qui a fait progresser les dépenses en immobilisations consacrées à de nouveaux ouvrages de 8 % sur un an au début de 2017, soit la meilleure performance en près de trois ans. Bien que les taux d'utilisation des usines accusent toujours un retard de 3,5 points de pourcentage sur leur moyenne historique, les taux d'utilisation ont commencé à monter constamment, pour progresser de 0,5 point de pourcentage dans les derniers mois. L'activité dans le secteur de la construction continuera probablement de s'améliorer au deuxième semestre de 2017, surtout parce que la croissance des marges bénéficiaires et des chiffres d'affaires a repris dans l'ensemble du secteur industriel américain. La demande de ciment et d'autres matériaux de construction a déjà commencé à suivre une tendance à la hausse : les volumes de produits transportés par train progressent actuellement à un rythme sans précédent depuis la fin de 2014.

Les dépenses d'investissement paraissent elles aussi suivre une tendance à la hausse dans d'autres pays, puisqu'elles font progresser les exportations mondiales de machinerie à un rythme dans les deux chiffres sur un an depuis les premiers mois de 2017. Il s'agit d'une brusque inflexion par rapport à la baisse du volume des échanges commerciaux des deux dernières années. Cette tendance est confortée par les données de plusieurs fournisseurs multinationaux de machinerie, qui ont rehaussé dans les derniers mois leurs prévisions de chiffre d'affaires et de bénéfices pour toute l'année 2017 en raison du raffermissement de la demande mondiale. Dans l'ensemble, cette évolution laisse poindre une nouvelle accélération des exportations industrielles et de biens d'équipement des États-Unis. Ces produits, qui représentent les deux tiers de l'ensemble des exportations, progressent désormais à un rythme sans précédent depuis six ans (graphique 7).

PEU D'AUTRES MESURES DE RELANCE BUDGÉTAIRES SONT ATTENDUES

Nous nous attendons à ce que les dépenses fédérales continuent d'augmenter dans l'année civile 2018 : la réforme des soins de santé est financièrement lourde et nous prévoyons que certaines dépenses importantes seront consacrées à des priorités comme la défense avant les élections de mi-mandat en novembre 2018. La prudence dans la gestion budgétaire au niveau des États américains ne compensera qu'une partie de ces dépenses.

La contribution des dépenses de l'exercice et des dépenses en immobilisations du gouvernement dans la croissance du PIB réel devrait être négligeable pour l'année civile 2017, avant de s'établir à 0,1 point de pourcentage à peine dans l'année civile 2018. Nous prévoyons que le déficit fédéral américain se creusera de 40 G\$ US dans l'exercice budgétaire 2017, ce qui s'explique essentiellement par les programmes obligatoires et la faible croissance des revenus, alors que les particuliers et les entreprises gèrent leurs revenus pour reporter le paiement de leurs impôts à la fin de la mise en œuvre des baisses de taux promises. Les négociations portant sur l'essentiel de la réforme fiscale fédérale paraissent aujourd'hui considérablement retardées, puisque la mise en œuvre est finalement désormais reportée au-delà de la fin de 2018. Le coup de pouce donné par le président au projet d'infrastructure sur 10 ans reste suffisamment vague pour que plusieurs grandes municipalités aient décidé d'aménager leur propre structure de financement afin d'enchaîner avec les travaux de construction à réaliser d'urgence.

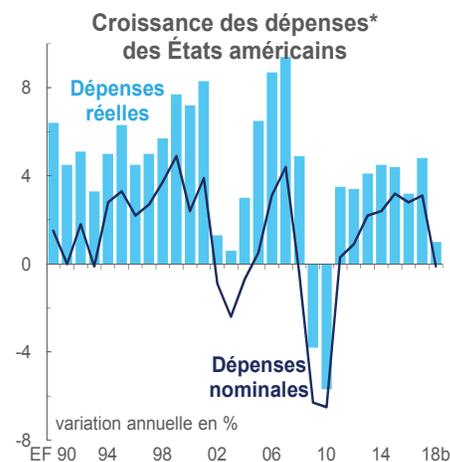
Un premier regard sur les budgets des États pour l'exercice 2018 indique que l'on s'attend à ce que la hausse des dépenses du Fonds général dans l'ensemble se ralentisse pour passer de 4,8 % l'an dernier à 1,0 % dans l'exercice financier 2018 (graphique 8). Les États sont essentiellement préoccupés par les inquiétudes à propos de leur capacité à financer leurs obligations éventuelles dans le cadre de Medicaid à la lumière des propositions de Washington, qui plafonneraient les contributions fédérales. Un ensemble d'autres compressions proposées par l'administration américaine, qu'il s'agisse de réduire l'aide au logement locatif ou de financer plus modestement les programmes environnementaux au-delà des nouvelles lignes directrices de l'EPA, apportent une nouvelle dose de circonspection dans la gestion budgétaire au niveau des États.

LES RISQUES EXTERNES RESTENT BIEN RÉELS, MAIS TIMIDES

Les exportations ont fortement augmenté au T1 malgré la vigueur relative du dollar américain. Puisque l'on s'attend à ce que la Fed continue de durcir ses positions alors que la BCE et la BoJ s'abstiennent toujours d'intervenir, le dollar américain devrait rester relativement solide par rapport aux autres grandes monnaies mondiales; c'est pourquoi nous nous attendons à ce que les importations augmentent plus rapidement que les exportations en 2017 comme en 2018, puisque les consommateurs comme les entreprises profitent des prix en dollars américains relativement peu élevés pour les biens étrangers. Dans l'ensemble, la balance commerciale nette devrait peser sur l'économie, en réduisant de 0,3 point de pourcentage la croissance globale du PIB en 2017 et 2018. Ainsi, le déficit du compte courant dans l'ensemble devrait rester plus ou moins inchangé dans les prochaines années : on s'attend à ce que ce déficit augmente pour passer de 2,4 % du PIB en 2016 à 2,5 % en 2017, puis à 2,6 % en 2018.

Les premiers torts que s'est elle-même infligés l'administration américaine en annulant, en janvier, sa participation au Partenariat transpacifique (PTP) ne se reproduiront probablement pas avec l'ALÉNA, puisque nous nous attendons à ce que les renégociations donnent lieu, pour toutes les parties, à une mise à jour avantageuse de l'accord. De même, nous ne prêtons guère d'importance au discours sur les tarifs généralisés imposés sur l'acier, qui brandissent le spectre improbable d'une guerre commerciale.

Graphique 8



* Selon le Fonds général. Clôture de l'exercice financier de 46 États : le 30 juin. Sources : Études économiques de la Banque Scotia, NASBO.

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

L'inflation — ou plutôt son apparente léthargie et le caractère passager ou permanent des données qualitatives — est au cœur même des débats sur l'orientation des politiques monétaires des États-Unis, du Canada, et en fait, du monde entier. La Fed et la Banque du Canada affirment avec énormément de conviction que les taux d'inflation faibles et même en baisse sont portés par des facteurs transitoires qui remonteront pour s'aligner sur les objectifs d'inflation de 2 % en 2018.

Nos prévisions internes sont plus prudentes que les lignes de conduite des banques centrales dans l'ensemble. Nous projetons un moins grand nombre de hausses de taux de la Fed que la projection médiane des représentants du FOMC. Nous nous attendons également à ce qu'au Canada, le cycle de relèvement des taux déborde légèrement sur 2017-2018, au lieu de simplement dénouer les hausses de taux pratiquées pour se prémunir contre les risques de baisse en 2015.

BANQUE DU CANADA : RELEVER LES TAUX EN SOUS-CIBLANT L'INFLATION?

Nous prévoyons trois hausses de taux de 25 points de base, à raison d'une par trimestre à partir de juillet, puis d'autres hausses en octobre et au T1 2018, ce qui inverserait la mesure d'assurance adoptée dans les deux baisses de taux en 2015 afin de se prémunir contre les risques de baisse après l'effondrement des prix des produits de base amorcé au milieu de 2014. La BdC pourrait éventuellement décider d'une autre hausse pour inverser cette mesure d'assurance contre les risques de baisse afin a) de tenir compte du fait que l'excédent de capacité est essentiellement accaparé par la mesure du déficit de production et b) d'adopter une mesure d'assurance dans le cadre de la politique monétaire contre les risques de hausse pour la croissance économique, dont la reprise s'inscrit désormais plus longtemps que prévu dans la durée. Une stricte approche de modélisation permettrait de prévoir des hausses de taux de 100 points de base d'ici l'été prochain; nous avons légèrement élargué cette prévision, ce qui allait de soi.

Pourquoi cette hausse? Veuillez cliquer [ici](#) pour de plus amples explications sur notre décision et [ici](#) pour prendre connaissance d'une note sur les raisons pour lesquelles la monnaie ne fait pas du tout obstacle à un relèvement des taux en fonction des valeurs actuelles ou légèrement enrichies. Ces arguments sont justifiés par les points suivants.

1. La BdC a déclaré qu'elle hausserait — en fait incessamment — les taux dans un discours qui a censément été mûrement réfléchi pour donner un indice aux marchés. La première sous-gouverneure de la BdC, M^{me} Wilkins, a déclaré, dans son discours du 12 juin 2017, que la BdC « fera le point pour savoir si les importantes mesures de détente monétaire en place à l'heure actuelle sont toujours nécessaires » et qu'« en nous penchant sur notre décision de relever ou non les taux d'intérêt le 12 juillet, nous serons attentifs aux données et consulterons de nombreux spécialistes comme vous pour avoir une meilleure idée de ce qui se passe sur le terrain ». M. Poloz, le gouverneur de la BdC, et ses sous-gouverneurs ont affirmé que le choc pétrolier appartenait désormais à l'histoire et que les baisses de taux de 2015 avaient atteint leur objectif, ce qui laisse entendre qu'il faut mettre fin aux mesures de détente monétaire d'urgence. Après avoir eu l'occasion de prendre la mesure de la réaction du marché à ses déclarations, M. Poloz a passé son tour à trois reprises, ce qui laisse entendre qu'il a obtenu la réaction qu'il voulait.
2. La croissance se déroule à un rythme nettement supérieur à ce qui correspond, selon la BdC, à la limite de vitesse non inflationniste de l'économie, soit environ 1,5 %. Elle s'est établie à 4,2 % au T3, à 2,7 % au T4 et à 3,7 % au T1 et se dirige vers un rythme de 2,5 % pour le T2 17. Il est devenu plutôt difficile de continuer de faire fi des hausses transitoires de croissance.
3. Par conséquent, le déficit de production traditionnel s'est comblé, ce laisse entendre que l'inflation augmentera en 2018, en raison du lien décalé entre ces deux indices (graphique 1).

RENSEIGNEMENTS

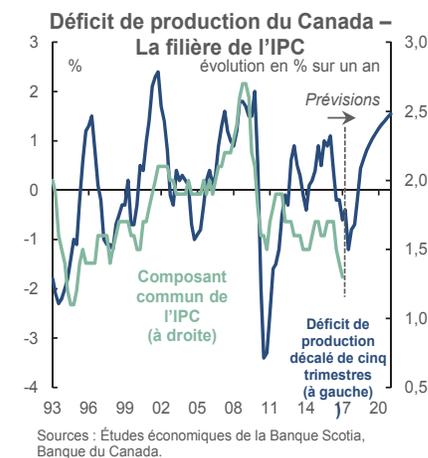
Derek Holt, VP et chef des Études économiques sur les marchés des capitaux

416.863.7707

Études économiques de la Banque Scotia

derek.holt@scotiabank.com

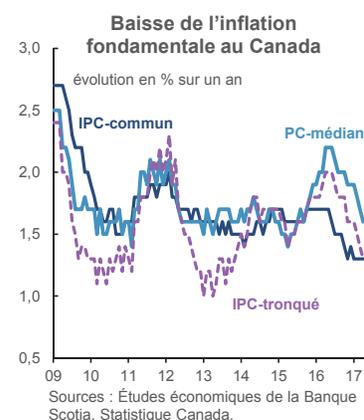
Graphique 1



Graphique 2



Graphique 3



- La croissance de l'emploi s'est emballée. Depuis juillet 2016, le Canada a créé environ 400 000 emplois en chiffres dessaisonnalisés et annualisés. On n'avait jamais, depuis 1979, créé autant d'emplois dans une même année. Le taux de chômage a chuté à 6,6 %. Parce que les marchés du travail se rapprochent du plein emploi, que les effets de l'effondrement des cours des produits de base s'estompent et que les salaires minimums sont fortement relevés en Ontario et en Alberta, les salaires devraient augmenter considérablement en 2018 (graphique 2).
- Le Canada n'importe pas le choc provoqué sur les rendements obligataires par l'évolution de la politique budgétaire américaine dont la BdC a fait état plus tôt dans l'année. C'est même plutôt le contraire qui s'est produit, puisque le loyer de l'argent souverain a baissé, ce qui a allégé la conjoncture financière.
- Les risques de la politique commerciale sont continuellement repoussés. Une taxe frontalière américaine paraît improbable, tout comme l'annulation de l'ALÉNA. Il faut maintenant supposer que le risque de la politique commerciale planera sur la politique monétaire des années à venir, puisqu'il est improbable que les États-Unis souhaitent mener les négociations à terme d'ici l'automne; il faudra donc agir en fonction de l'information dont on disposera à ce moment.
- Puisque les dépenses de consommation continuent de progresser assez rapidement et que l'investissement sera peut-être au rendez-vous, il y a des limites à laisser pour compte les hausses chroniques en attendant que les exportations prennent davantage le relais.

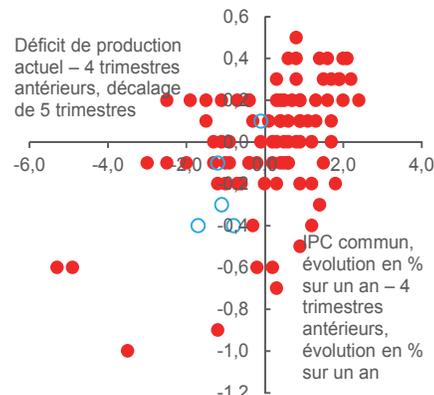
Pourquoi ne pas relever les taux? Cette question appelle elle aussi une longue réponse, et n'eût été les lignes de conduite modifiées de la BdC, il serait assez simple d'aller à l'encontre d'un durcissement monétaire. L'inflation fondamentale est timide et continue de baisser (graphique 3), ce qui empêche toujours la BdC de faire remonter l'inflation à sa cible du 2 % pendant six années consécutives bien comptées. La croissance des salaires, qui pourrait rebondir, est toujours très faible (et inexistante en chiffres réels). Des interrogations subsistent également quant à la longévité des moteurs de la croissance. Les sommets sans précédent qu'atteignent la plupart des variables du logement et des dépenses de consommation conseillent la prudence : il ne faudrait pas enrayer la marche des moteurs de croissance.

Fondamentalement, le plaidoyer pour une intervention monétaire au ralenti revient à la raison pour laquelle l'inflation fondamentale est en baisse. Le cadre du déficit de production auquel s'en remet la Banque du Canada a surpronostiqué l'inflation fondamentale dans les derniers trimestres et a fait pire que la moyenne (graphique 4). Chaque point de ce graphique correspond aux coordonnées de l'évolution du déficit de production estimatif et de l'inflation fondamentale dans chaque trimestre depuis le début des années 1990; les points bleus mettent en lumière les récents résultats trimestriels et atteignent un creux cette année. Le déficit de production n'explique pas tout en termes d'inflation. La modélisation est mise en valeur par le creux record, depuis 22 ans, de l'inflation fondamentale au Canada, même si l'excédent de capacité s'est refermé et qu'il est en fait nettement moindre qu'il y a un an ou deux par rapport aux creux de la récession de 2009, alors que l'inflation fondamentale était chroniquement plus forte.

C'est pourquoi nous généralisons les outils de modélisation explicatifs. Une courbe de Phillips augmentée, estimée dans le Modèle macroéconomique mondial de la Banque Scotia, surclasse une estimation de la courbe de Phillips type de la relation entre le déficit de production et l'inflation par rapport à la comparaison représentée dans le graphique 5. Ce modèle vient ajouter les coûts unitaires de main-d'œuvre, les cours du pétrole et les prix des aliments dans l'estimation qui comprend une variable du déficit de production et le taux de change effectif réel pour tenir compte du plus grand nombre de facteurs qui influent sur l'inflation, et non seulement des arguments portant sur l'excédent de capacité et le taux de change. Ce modèle permet de prédire que l'inflation fondamentale se stabilisera initialement aux alentours de 1,2 %-1,3 % avant d'augmenter graduellement pour ressortir à 1,8 % d'ici la fin de 2018 (graphique 6), ce qui représenterait un progrès pour la mission inflationniste de la BdC, tout en continuant d'accuser un écart par rapport à notre horizon prévisionnel.

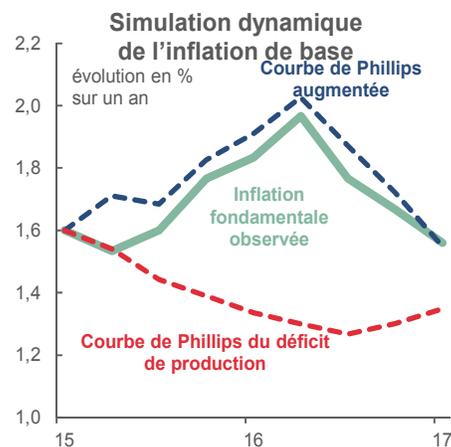
Graphique 4

Déficit de production – Les corrélations avec l'IPC fondamental sont peu révélatrices de l'envergure



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

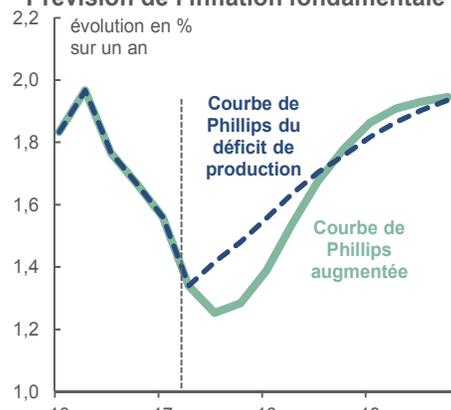
Graphique 5



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

Graphique 6

Prévision de l'inflation fondamentale



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

En raison de l'incertitude qui plane sur la modélisation de l'inflation, du sous-ciblage chronique de l'objectif de 2 % de la BdC et d'une approche augmentée qui tient compte d'autres facteurs, et non seulement des pressions de l'excédent de capacité (un peu comme dans les « guerres » que se livrent les supermarchés », nous sommes plutôt favorables à l'argument qui milite en faveur d'une dose très limitée de détente monétaire, suivie d'une évaluation prolongée des effets résiduels.

LA FED : UNE SORTIE AU RALENTI

Nous projetons cette année une autre hausse des taux directeurs, en décembre, puis deux autres en 2018. Dans nos hypothèses sur la stabilité des marchés et de la croissance, nous supposons qu'il faudra attendre au moins jusqu'en 2019 avant que la Fed arrête le taux directeur neutre nominal estimatif de 2,75 % (le « R-star ») par rapport à la prévision du taux directeur moyen à long terme du FOMC, qui a baissé de 125 points de base dans les cinq dernières années, ce qui laisse entendre qu'il pourrait y avoir des hausses de taux supplémentaires représentant l'équivalent de 150 points de base cumulatifs et réparties au moins sur les deux prochaines années et demie. On suppose que le FOMC adopte les taux cibles des fourchettes après avoir relevé à 2 % le plafond cible des fonds fédéraux, puisque la cible devient en quelque sorte plus facile à atteindre lorsqu'on s'éloigne de la borne du zéro.

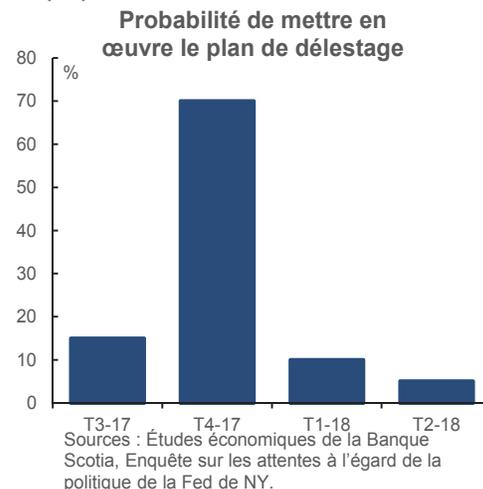
On s'attend à ce que la politique non traditionnelle bascule en faveur de la mise en œuvre des plafonds initiaux de délestage déjà annoncés à 6 G\$ US pour les bons du Trésor chaque mois et à 4 G\$ US par mois pour les titres adossés à des créances hypothécaires (TACH). Au-delà de ces plafonds, la Fed continuera de délester tous les titres au fur et à mesure. Le FOMC a déjà annoncé que ces cibles seront relevées par tranches trimestrielles pour passer à 30 G\$ pour les bons du Trésor et à 20 G\$ pour les TACH sur une durée d'un an. Nous supposons que ce plan sera mis en œuvre d'ici la réunion de décembre 2017 (graphique 7); par la suite, la Fed allégera son bilan en se délestant d'un volume constant de titres.

Si la Fed a fait connaître cette ligne de conduite minimale sur la cible à long terme pour la taille de son bilan, nous nous attendons à ce qu'elle le réduise à environ 2 500 G\$ US (contre 4 500 G\$ US à l'heure actuelle) d'ici 2025. Nous nous attendons alors à ce qu'elle enclenche la normalisation intégrale de son bilan et à ce que ses billets en circulation (ou l'encours de la masse monétaire) représentent la part du lion du passif du bilan par rapport au rôle plus important que jouent à l'heure actuelle les réserves bancaires détenues auprès de la Fed (graphiques 8 et 9). On suppose que l'encours de la masse monétaire augmentera à un rythme comparable à celui du PIB nominal, mais que l'ingéniosité dont fera preuve la Fed dans les paiements penchera en faveur d'un ralentissement de la croissance des billets qu'elle émettra. En outre, d'ici là, nous nous attendons à ce que les bons du Trésor deviennent l'instrument prépondérant de l'actif du bilan, par rapport à une plus grande variété de bons du Trésor et de TACH aujourd'hui.

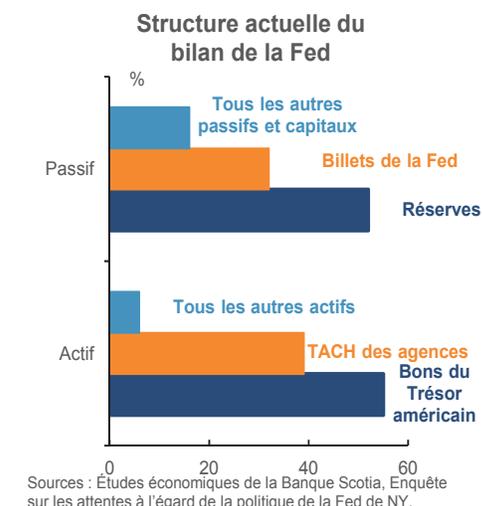
Pour les prochaines années, il est probablement irréaliste de tabler sur la stabilité des hypothèses à propos de l'évolution du marché et de la croissance, nécessaire pour assainir parfaitement le bilan et le normaliser. Il se pourrait plutôt que la Fed relance un nouveau cycle d'assouplissement quantitatif dans le contexte des huit années d'une reprise qui parvient déjà à maturité et qui devient ainsi la troisième en importance dans les annales. Comme il fallait s'y attendre, la Fed donne des précisions contraires; or, les signes classiques des fins de cycle prévoient déjà une reprise des marchés boursiers, un faible taux de chômage et un regain de confiance. C'est la raison pour laquelle nous jugeons que les risques pour notre prévision bilancielle penchent plutôt pour un bilan plus lourd que léger, d'autant plus que l'encours de la masse monétaire doit suivre l'évolution de la croissance économique à long terme.

Mais bien avant d'en arriver là, il faut s'interroger sur l'à-propos de continuer de suivre la ligne du durcissement en raison de l'incertitude qui plane sur la léthargie des données inflationnistes fondamentales. La Fed tient probablement compte d'un passage à vide de l'inflation, en partie parce qu'elle croit que les effets sont transitoires, mais aussi parce qu'elle est d'avis qu'il vaut mieux prévenir les forces inflationnistes que de remettre le génie dans la bouteille si

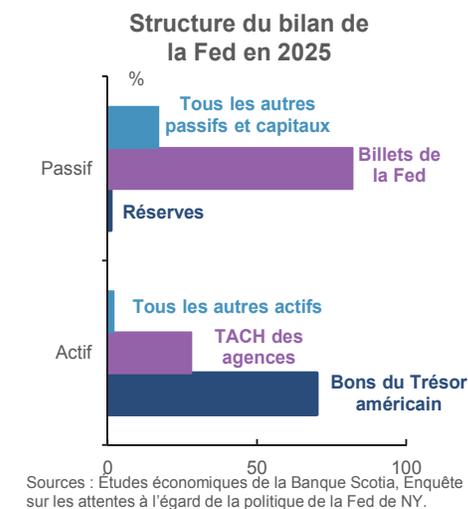
Graphique 7



Graphique 8



Graphique 9



les données reculent. Parce que nous sommes plus prudents vis-à-vis de la dynamique inflationniste américaine et de la longévité des gains des marchés boursiers en prévision des mesures de relance budgétaires, nous penchons en faveur d'une inflexion de la courbe pour ce qui est du rythme des relèvements de taux d'intérêt, qui devraient s'établir à 75 points de base sur les 18 prochains mois, plutôt que sur les sept derniers mois.

En fait, si nous lançons cette mise en garde contre ce point de vue exigu de la léthargie de l'inflation, c'est : a) en raison des facteurs transitoires qui expliquent la baisse à la fin de mai et qui ne sont pas vraiment transitoires en définitive (graphique 10); b) parce que les indicateurs de l'inflation fondamentale pourraient augmenter transitoirement, comme l'indique le graphique 11; et c) parce que la majorité des indices du panier de l'IPC affiche une pression exceptionnellement faible dans un sens comme dans l'autre, ce qu'indique aussi le graphique 11.

Toujours est-il qu'à notre avis, une explication de l'inflation en fonction de la courbe de Phillips, justifiée par les arguments de l'excédent de capacité et du chômage, ressurgira en faveur d'une légère pression à la hausse sur l'inflation en 2018. Lorsque les États-Unis refermeront cet excédent de capacité, le risque de baisse des données inflationnistes devrait inverser leur course.

COURBES DES RENDEMENTS

Nous nous attendons à ce que la conjoncture reste embourbée dans un environnement de faibles rendements obligataires sur toute la durée de notre horizon prévisionnel. On continue de s'attendre à une légère pression à la hausse, avec un relèvement cumulatif de 75 points de base du rendement des bons du Trésor américains à dix ans, projeté d'ici la fin de 2018, et des rendements sur les obligations du Canada à dix ans, qui s'échangeront à un-demi point de moins.

En fait, le rapprochement du différentiel des taux canadiens négatif par rapport aux États-Unis fait partie des arbitrages récents les plus significatifs du marché obligataire. Parti d'environ 90 points de base sous le rendement des bons du Trésor américains à dix ans, le différentiel de l'écart négatif sur les obligations canadiennes à dix ans a été réduit de près de la moitié. Nous prévoyons que ce différentiel de taux restera intact sur notre horizon prévisionnel. Un argument pour préserver le différentiel de taux se fonde sur le risque relativement moindre des pressions de l'offre au Canada par rapport aux États-Unis à cause des règles potentiellement plus souples du Sénat sur les mesures de relance américaines financées par déficit. Selon un des arguments qui militent pour un différentiel négatif moindre par rapport à ce qu'il était auparavant, ces actifs à risque vulnérables pourraient déclencher une demande disproportionnée de bons du Trésor par rapport aux obligations du Canada.

En définitive, nous supposons que les primes à terme supérieures et la pression à la hausse sur toute la structure à terme des taux d'intérêt dans les deux pays seront en partie portées par le délestage du bilan de la Fed. Il n'empêche que la limite qui pèsera sur cette pression à la hausse proviendra probablement du taux d'intérêt réel d'équilibre R-star, estimé à 2,5 %–3 % dans les deux pays. Une opération de portage à partir des titres de dette européens et japonais et la hausse des facteurs structurels à l'appui de la demande d'instruments à revenu fixe devraient également modérer l'envergure de la pression à la hausse sur les courbes de rendement à terme.

Pour ce qui est de nos prévisions de taux, nous invitons le lecteur à consulter la page suivante.

Graphique 10

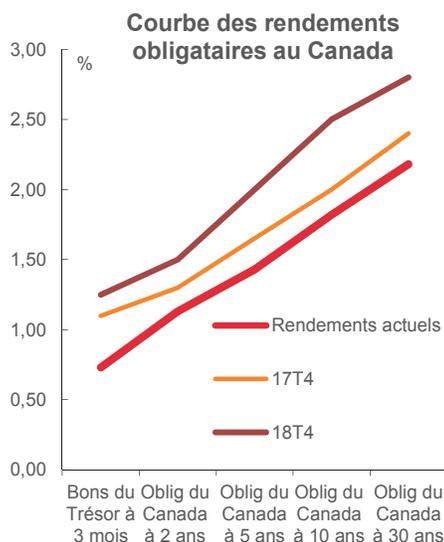


Graphique 11

L'IPC fondamental américain : beaucoup plus que la téléphonie et les médicaments



Graphique 12



Graphique 13

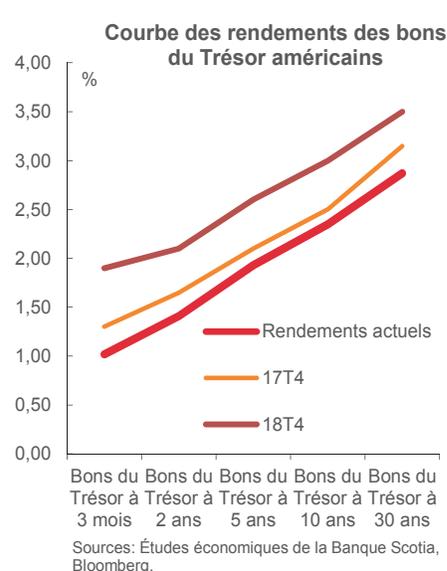


Tableau 1 — Préviction des Études économiques de la Banque Scotia : courbe des rendements

	2016				2017 (fin de trimestre, en %)				2018			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Canada												
Taux cible à un jour de la BdC	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	1,00	1,25	1,25	1,25	1,25
Taux de base	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70	2,95	3,20	3,45	3,45	3,45	3,45
Bons du Trésor à trois mois	0,45	0,49	0,53	0,46	0,55	0,71	0,90	1,10	1,30	1,30	1,25	1,25
Obligations du Canada à deux ans	0,54	0,52	0,52	0,75	0,75	1,10	1,20	1,30	1,35	1,40	1,45	1,50
Obligations du Canada à cinq ans	0,68	0,57	0,62	1,11	1,12	1,39	1,50	1,65	1,75	1,85	1,90	2,00
Obligations du Canada à dix ans	1,23	1,06	1,00	1,72	1,63	1,76	1,85	2,00	2,10	2,25	2,40	2,50
Obligations du Canada à 30 ans	2,00	1,72	1,66	2,31	2,30	2,15	2,20	2,40	2,50	2,60	2,70	2,80
United States												
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	1,01	1,05	1,30	1,30	1,55	1,60	1,90
Bons du Trésor à deux ans	0,72	0,58	0,76	1,19	1,25	1,38	1,50	1,65	1,75	1,85	1,95	2,10
Bons du Trésor à cinq ans	1,20	1,00	1,15	1,93	1,92	1,89	1,95	2,10	2,25	2,40	2,55	2,60
Bons du Trésor à dix ans	1,77	1,47	1,59	2,44	2,39	2,30	2,35	2,50	2,70	2,99	2,95	3,00
Bons du Trésor à 30 ans	2,61	2,28	2,31	3,07	3,01	2,83	2,99	3,15	3,35	3,40	3,45	3,50

Mexique

CONJONCTURE MOINS MAUSSADE ET PLUS INFLATIONNISTE

- La menace brandie contre l'ALÉNA semble s'être envolée, ce qui rehausse les perspectives de l'économie mexicaine et nous amène à relever considérablement nos prévisions de croissance.
- L'inflation s'est accélérée plus que prévu et devient un risque plus considérable : les répercussions de la dépréciation de la monnaie ont fait leur œuvre et la hausse des prix des carburants s'est répercutée sur d'autres prix.
- La politique monétaire a été activée rapidement pour mieux arrimer les attentes inflationnistes; c'est ainsi qu'on a relevé de 125 points de base le taux d'intérêt de référence depuis le début de l'année.
- On a aussi fait appel à la politique budgétaire pour rétablir l'austérité financière.
- Le climat politique est désormais dominé par les élections de 2018.

Les perspectives de l'économie mexicaine ont évolué considérablement dans le dernier trimestre. Les attentes à l'endroit de la croissance économique ne sont pas aussi déprimées qu'elles l'étaient au début de l'année; or, même s'ils sont bien orientés dans certains secteurs, quelques indicateurs sont toujours aussi moroses. Il semble que l'incertitude qui plane sur l'avenir de l'Accord de libre-échange nord-américain (ALÉNA) se soit essentiellement envolée, puisque l'administration Trump s'est abstenue d'y mettre fin et a décidé d'en amorcer la renégociation. Ce processus demandera un certain temps et il est improbable qu'il prenne fin cette année. Toutefois, il est évident que les trois pays en cause ont intérêt à le finaliser le plus rapidement possible, et si un nouvel accord est conclu dans les neuf prochains mois environ, il se peut qu'il soit effectivement supérieur à la version actuelle de l'ALÉNA.

Puisque la menace brandie pour mettre fin à l'ALÉNA semble s'être dissipée, les indicateurs financiers américains sont soulagés d'un lourd fardeau. Le taux de change s'est nettement apprécié (18 %) depuis le pic atteint juste avant la journée de l'investiture, en culminant aux niveaux d'avant l'élection de M. Trump, à moins de 18,0 MXN/USD (graphique 1).

Selon l'une des principales hypothèses du scénario macroéconomique précédent, l'investissement devait être mis à très rude épreuve par la montée de l'incertitude. Il y a même en fait eu un impact très marqué sur l'investissement, comme on peut le constater dans l'investissement non résidentiel pour le premier trimestre de 2017 (graphique 2). À l'heure actuelle, les données anecdotiques recueillies dans différentes régions laissent entendre que les plans d'investissement sont relancés et que l'impact réel n'est pas aussi retentissant ni prolongé qu'on le supposait auparavant.

On peut constater une autre conséquence négative pour le taux d'inflation qui, après avoir atteint les niveaux les plus creux dans les annales il y a quelques années, est aujourd'hui malmené par différents facteurs : la forte hausse des prix du carburant au début de l'année (dans le cadre du processus de libéralisation) et l'effet de répercussion reporté à long terme en raison de la forte dépréciation du peso mexicain depuis 2014. Le graphique 3 fait état de l'évolution récente de l'inflation. L'inflation générale s'est établie à 6,3 % sur un an dans la première moitié de juin, ce qui représente son sommet depuis 2009. L'inflation non fondamentale, qui comprend des composants plus volatils comme les cours de l'énergie et des denrées agricoles, a atteint 11,07 %, soit son plus haut depuis 2003! Les composants fondamentaux se sont inscrits à 4,82 %, ce qui est nettement supérieur au plus haut de la

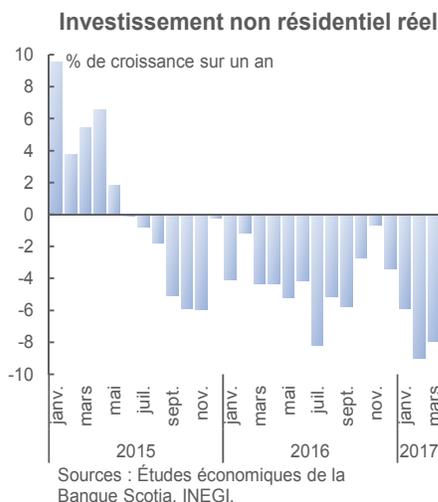
RENSEIGNEMENTS

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

Graphique 1



Graphique 2



fourchette admissible pour la Banco de Mexico, et le volet des marchandises de l'inflation fondamentale, qui est nettement lié au peso, s'est chiffré à 6,31 %. Même si cette brusque hausse de l'inflation s'explique essentiellement par des facteurs transitoires et devrait se résorber rapidement en 2018, elle comporte un risque grave pour la dynamique inflationniste. Si les effets de deuxième cycle se manifestent, les attentes vis-à-vis de l'inflation à moyen et à long terme pourraient commencer à augmenter, et l'inflation pourrait facilement se maintenir obstinément à plus de 4 % pour une durée plus longue que prévu. Il est utile de signaler que le nombre de composants de l'IPC qui dépassent le seuil des 4 % ne fait qu'augmenter, comme l'indique le graphique 4, ce qui comporte un risque grave pour les attentes inflationnistes.

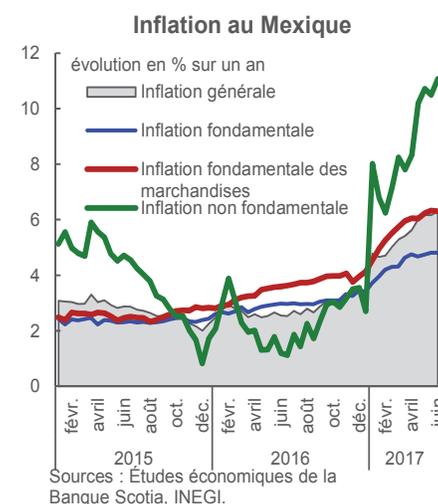
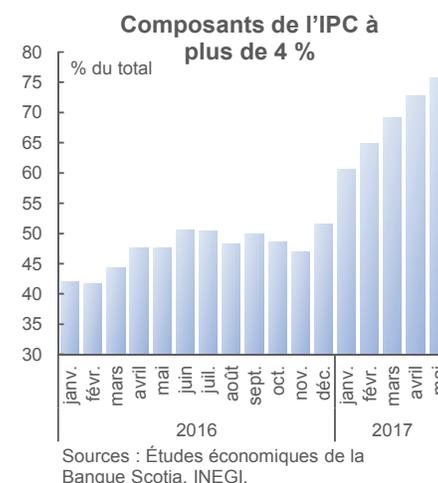
La politique monétaire du Mexique a réagi à cette menace et à l'évolution des marchés mondiaux en raison de la politique plus décisive de la Fed. Au Mexique, le taux d'intérêt de référence a augmenté de 125 points de base depuis le début de l'année — ce qui est beaucoup plus rapide que ce à quoi s'attendaient les marchés au début de l'année — pour atteindre 7,0 % dans la dernière décision adoptée par la banque centrale en juin. Les marchés financiers « croient » désormais que la Banco de Mexico pourrait en avoir terminé avec le cycle de relèvement des taux d'intérêt, puisque l'un des membres du conseil s'est prononcé en faveur du maintien de l'orientation de la politique monétaire à l'occasion de cette réunion et que l'équilibre des risques aux yeux du conseil de la banque centrale mexicaine est désormais neutre. Les prochaines interventions dans le cadre de la politique monétaire dépendront de l'évolution de l'inflation, et pour l'heure, nous nous attendons toujours à une autre hausse de 25 points de base d'ici la fin de l'année et à une autre encore en 2018, avant que le taux directeur se stabilise à 7,50 % pendant bien des mois.

La politique budgétaire représente une autre réaction importante sur le plan des politiques économiques. Dans la déclaration prébudgétaire déposée au Congrès, le gouvernement annonce qu'il vise désormais un excédent primaire de 0,5 % du PIB pour 2017 et de 1,0 % du PIB en 2018, pour atteindre le point d'inflexion de la dette publique dans l'année en cours, ce qui représente un assainissement des finances publiques. De concert avec l'excédent opérationnel exceptionnel réalisé par la Banco de Mexico avec l'appréciation de ses réserves de devises, qui se montent à 1,5 % du PIB, cette évolution a considérablement réduit le risque d'une dégradation de la notation de la dette publique. L'agence Moody's a déjà confirmé les notes actuelles et maintenu une perspective négative en raison des risques qui perdurent. Les autres grandes agences de notation devraient confirmer leurs notes cette année.

Dans ce cadre moins négatif, nous révisons nos prévisions du PIB en nette augmentation, à 2,0 % contre 1,4 % pour 2017 dans les dernières *Perspectives mondiales*, et à 2,5 % contre 2,1 % pour 2018. Il faut signaler que dans un cas comme dans l'autre, ces chiffres sont inférieurs au potentiel et que l'incertitude reste considérable. Une autre modification importante est intervenue dans nos prévisions du taux de change, que nous avons réduites en raison de l'appréciation récente du peso.

Nous nous attendons aujourd'hui à ce que le peso termine l'année à 19,63 MXN/USD, puis à 20,01 pour 2018. Ces deux chiffres sont nettement supérieurs au niveau actuel en raison de la conjoncture moins favorable prévue sur les marchés financiers mondiaux puisque la Fed continue de normaliser sa politique monétaire, à cause du bruissement produit par le Brexit et en réaction à certaines tensions géopolitiques, de même qu'à l'approche des élections de 2018.

Une observation particulière s'impose sur la conjoncture politique. La course pour la présidentielle de 2018 est désormais l'enjeu principal : les partis politiques sont en proie à de nombreuses luttes intestines, et la logique électorale l'emporte dans la plupart des décisions du gouvernement. Le seul candidat qui, à l'évidence, sera un sérieux aspirant s'appelle Andrés Manuel López Obrador (AMLO), dont le discours populiste est anxiogène dans les milieux d'affaires, puisque les sondages indiquent qu'il mène actuellement la course aux intentions de vote. Il va de soi que cela s'explique, du moins en partie, par le fait que les autres candidats ne sont pas encore connus. Il y a des fractures évidentes au sein des principaux partis politiques dans le choix des candidats qui pourraient l'emporter, et le programme mené d'ici la fin de l'année sera fortement teinté par la vie politique. Puisqu'il est tout à fait probable qu'AMLO devienne le prochain président et qu'il pourrait tâcher de mettre en œuvre des politiques inconfortables pour les marchés, par exemple en revenant sur la réforme de l'énergie, il se pourrait que le climat d'incertitude s'alourdisse sur l'investissement et fasse obstacle à une reprise de la croissance.

Graphique 3

Graphique 4


Royaume-Uni

CREISSANCE

- Au Royaume-Uni, la croissance a ralenti, et nous nous attendons à un nouveau ralentissement jusqu'à la fin de l'année, surtout dans les dépenses de consommation.
- L'inflation a bondi aux alentours de 3 %, et nous nous attendons à ce qu'elle se relève encore pour atteindre près de 3,5 % sur un an. Nous prévoyons ensuite que l'inflation retombera relativement rapidement aux alentours de la cible de 2 %.
- Bien que la BoE ait durci le ton, avec trois dissidents pour les hausses de taux, nous nous attendons à une faible inflation des salaires et à une croissance freinée du PIB, ce qui dissuadera la BoE de hausser ses taux directeurs cette année.

Les perspectives de croissance du PIB se sont réduites depuis le début de l'année. Surtout, le PIB du T1 a été beaucoup plus faible qu'attendu (soit à peine 0,2 % en glissement trimestriel) et les indicateurs prospectifs laissent entendre qu'il est improbable que la croissance s'améliore d'ici la fin de l'année. En fait, le mouvement qui explique le fort ralentissement du PIB au T1 s'intensifie, ce qui laisse entendre que les vents contraires qui souffleront sur la croissance s'accroîtront à mesure que l'année avance.

Plus précisément, l'inflation a bondi, alors que la croissance de l'emploi et l'inflation des salaires ont toutes deux ralenti. En somme, la croissance des revenus réels a été freinée et a baissé pour passer d'environ 4 % sur un an en 2016 à un peu plus de zéro à l'heure actuelle. La croissance des dépenses de consommation a donc brusquement ralenti, ce qui a tiré à la baisse, dans l'ensemble, la croissance du PIB (graphique 1). Bien que nous nous attendions au T2 à un bond technique temporaire de la croissance du PIB (de l'ordre de 0,4 % en glissement trimestriel), les taux de croissance devraient ralentir à nouveau au deuxième semestre et varier entre 0,2 % et 0,3 % en glissement trimestriel.

En chiffres nets, la croissance pour l'année entière sera probablement de 1,6 % – 1,7 % sur un an en 2017. Ce taux est inférieur à l'hypothèse actuelle de la BoE, qui établit la croissance à 1,8 % – 1,9 % sur un an et qui repose sur des taux de croissance trimestriels de 0,4 % en glissement trimestriel. La BoE suppose que la balance commerciale nette et l'investissement des entreprises viendront compenser la léthargie de la consommation des ménages. Dans un cas comme dans l'autre, il s'agit d'une hypothèse plausible. En particulier, l'anémie de la consommation des ménages explique le ralentissement de la croissance des importations, ce qui donnera un coup d'accélérateur à la croissance globale du PIB. En outre, le faible taux de change de la livre sterling et la forte demande à l'étranger devraient étayer les exportations. Or, bien qu'il soit logique de s'attendre à ce que l'investissement des entreprises s'accroisse, nous sommes plus prudents en raison de la forte incertitude qui plane sur les négociations du Brexit et sur la récente campagne électorale générale.

INFLATION

Le taux de l'inflation globale de l'IPC se situe aujourd'hui à près de 3 % sur un an, soit le seuil au-delà duquel le gouverneur de la BoE doit écrire au gouvernement pour expliquer les raisons pour lesquelles l'inflation dépasse tant la cible et ce qu'elle entend faire pour corriger la situation. Nous entrevoyons une nouvelle hausse de l'ordre de 0,5 %, et il est improbable que l'inflation retombe à moins de 3 % sur un an avant le début de 2018. Toutefois, l'accélération de l'inflation dans l'année écoulée est essentiellement attribuable aux effets du brusque fléchissement du taux de change de la livre sterling.

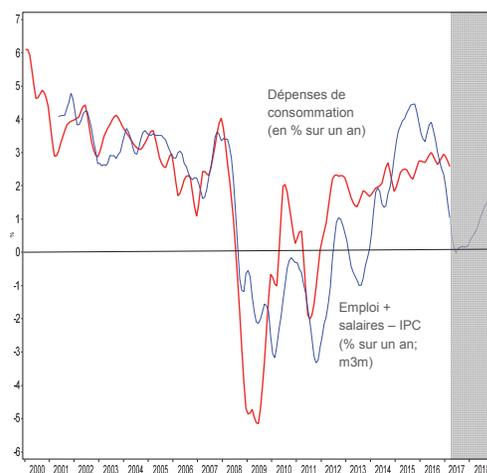
Dans le même temps, les pressions inflationnistes générées sur le marché intérieur sont restées particulièrement timides. Généralement, on fait appel à l'inflation des services pour

RENSEIGNEMENTS

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

Graphique 1

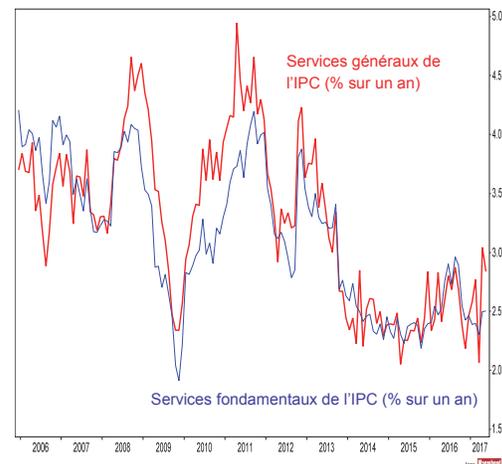
Indices substituts : dépenses de consommation et revenu réel disponible



Sources : Macrobond, Banque Scotia.

Graphique 2

Services généraux et fondamentaux de l'IPC



Source : Macrobond.

mesurer l'inflation générée sur le marché intérieur. Or, cette catégorie comprend aussi deux éléments qui sont vulnérables aux mouvements du taux de change, soit les forfaits touristiques et les tarifs aériens. En dépouillant la catégorie des services de ces éléments, nous constatons que l'inflation des services de base de s'est guère accélérée, voire pas du tout (graphique 2).

De même, l'un des plus grands facteurs déterminants de l'inflation générée sur le marché intérieur est la croissance des salaires, elle aussi particulièrement discrète. Bien qu'on ait été très attentif à la chute étonnamment brusque du taux de chômage, nous croyons que cette évolution a pour effet de surévaluer la mesure dans laquelle la surcapacité (ou l'offre de travailleurs) s'est effritée. En particulier, bien que le taux de chômage soit faible, l'offre de l'emploi des travailleurs migrants a considérablement augmenté ces dernières années. Autrement dit, l'offre et la demande sont mieux équilibrées dans leur dynamique, ce qui vient alléger les pressions sur les salaires. Nous osons croire que la situation pourrait évoluer lorsque le Brexit se déploiera à grande échelle. Or, puisqu'il faudra encore attendre probablement plusieurs années, rien ne devrait changer pour l'heure. En somme, puisque l'inflation selon l'IPC se situera probablement à plus de 3 % à peine à la fin de l'année (soit environ un point de pourcentage au-dessus de l'inflation des salaires), lorsque l'essentiel des accords salariaux dans le secteur privé sera conclu, il pourrait y avoir une certaine dérive à la hausse au début de 2018, puisque les employés tâcheront de préserver une croissance réelle positive des salaires.

POLITIQUE MONÉTAIRE

La BoE a fait de timides premiers pas en prévision de son premier relèvement des taux directeurs; nous croyons toutefois que la décision de procéder à ce premier relèvement des taux se fera encore attendre. Dans le cadre de la toute dernière réunion, trois dissidents se sont prononcés en faveur d'un relèvement immédiat des taux, et la majorité était d'avis qu'il fallait moins tolérer un surciblage de l'inflation. Or, le discours qu'a ensuite tenu le gouverneur de la BoE, M. Carney, à la Mansion House nous a appris qu'à son avis (et vraisemblablement, selon l'opinion du sous-gouverneur de la BoE), la conjoncture n'est guère propice à un relèvement des taux. En particulier, le gouverneur de la BoE a mis en lumière les pressions inflationnistes anémiques sur le marché intérieur et la croissance atonique des salaires. Nous ne prévoyons pas de changement pour bientôt : autrement dit, la majorité des membres du Comité de la politique monétaire s'opposent probablement à une hausse des taux cette année. En outre, puisque la croissance du PIB se cantonnera probablement dans la fourchette de 0,2 % à 0,4 % en glissement trimestriel d'ici la fin de l'année, nous doutons que le Comité soit tenté de relever les taux directeurs à cette étape.

En 2018, la conjoncture sera probablement plus propice à un relèvement des taux. À ce stade, nous nous attendons à ce que le rythme de croissance du PIB suive une trajectoire à la hausse et à ce que l'inflation des salaires dispose d'un plus vaste périmètre pour s'accélérer. Toutefois, nous doutons qu'il y ait suffisamment de justifications pour relever les taux avant le deuxième semestre de 2018.

L'incertitude politique est forte dans la foulée de l'élection générale éclair, qui a donné lieu à un Parlement sans majorité. Durant la campagne électorale, le chancelier a laissé entendre que le rythme des mesures d'austérité serait légèrement modéré. Si cette évolution s'avère, elle viendrait augmenter légèrement la croissance du PIB à partir de 2018. Nous avons lieu de croire qu'en raison de l'ambiance qui règne (fatigue à l'égard des mesures d'austérité et perte de popularité du Parti conservateur), le Royaume-Uni dispose d'une marge de manœuvre pour assouplir encore plus ses plans budgétaires. Nous en saurons plus à la fin de l'année, lorsque sera déposé le budget de l'automne.

Dans le même temps, les négociations officielles du Brexit ont été entamées. Il est normal de penser que la position du gouvernement du Royaume-Uni dans ces négociations a été amoindrie, puisqu'il a perdu sa majorité au Parlement. Dans la pratique, le gouvernement devra s'entendre, avec ses homologues européens, sur des conditions qui conviendront à la fois aux adversaires et aux partisans du Brexit, ce qui sera probablement un tour de force. D'un point de vue économique, il faut sans doute essentiellement se demander si le Royaume-Uni pourra poursuivre, dans le domaine des services (et surtout dans les services financiers), ses activités avec le reste de l'Union européenne et si la frontière sans droits de douane avec l'Union sera maintenue.

Zone euro

- Nous nous attendons à ce que, dans la zone euro, la croissance du PIB continue de s'accélérer, conformément aux résultats exceptionnels qui ressortent des enquêtes statistiques.
- Bien que l'inflation ait en quelque sorte pris du mieux, son rétablissement s'explique essentiellement par des effets de base. Dans le même temps, l'inflation fondamentale est restée obstinément inférieure à 1 % alors que la surcapacité reste abondante.
- Il est improbable que la BCE commence à relever les taux directeurs avant la fin de son programme d'assouplissement quantitatif, en décembre. Par la suite, la chronologie du premier relèvement des taux sera probablement dictée par les perspectives de l'inflation fondamentale, toujours très discrète pour l'heure.

CROISSANCE

Les indicateurs des enquêtes statistiques sur la zone euro sont de très bon augure et laissent entendre que la croissance du PIB devrait continuer de s'accélérer jusqu'à la fin de 2017. En théorie, le lien entre la production et les indicateurs des enquêtes permet de penser que la croissance du PIB pourrait frôler 1 % en glissement trimestriel (graphique 1), alors que le taux annuel de croissance devrait s'accélérer aux alentours de 3 % sur un an d'ici la fin de l'année, ce qui donnerait un taux de croissance annuel moyen de 2,25 % à 2,5 %. Or, le consensus des marchés et la BCE s'attendent à un taux de croissance de 2 % ou moins sur un an. Cette prévision prudente pourrait s'expliquer par le climat de scepticisme, puisqu'on doute que les indicateurs plutôt favorables se répercutent effectivement sur les données effectives de l'activité économique, surtout dans le contexte de la reprise hésitante de la zone euro jusqu'à maintenant. Nous sommes plus optimistes que pessimistes et prévoyons un taux de croissance annuel moyen de 2,2 % sur un an.

Hormis les enquêtes, les prévisions portant sur les éléments de dépenses du PIB sont favorables, sans toutefois être exceptionnelles. La confiance des consommateurs culmine, ce qui laisse entendre que la croissance a un peu plus de marge de manœuvre. Dans le même temps, le revenu réel disponible inscrit une croissance relativement médiocre. L'investissement et la balance commerciale nette sont les éléments les plus prometteurs des prévisions de croissance. Pour ce qui est de l'investissement, le solide résultat de l'enquête du PMI laisse entendre que la croissance pourrait s'accélérer pour s'établir à un rythme de 2 % en glissement trimestriel, voire plus. Dans le même temps, la balance commerciale nette profitera probablement de la conjonction d'une forte croissance de la demande à l'étranger et de la léthargie relative du taux de change de l'euro. Plus généralement, puisque le nuage des risques politiques se dissipe, les vents contraires qui se dressent contre la croissance s'amenuisent.

Pour ce qui est des pays, il est évident que l'Allemagne prend la tête du peloton. Or, la croissance est d'envergure, et l'Espagne est même en voie d'inscrire, pour une troisième année consécutive, un taux de croissance supérieur à 3 % sur un an.

INFLATION

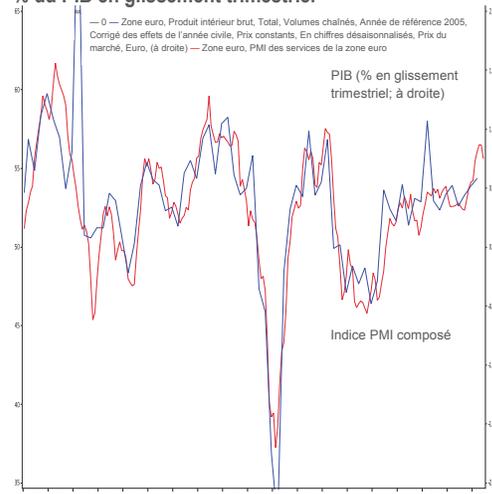
L'inflation globale a rebondi fortement et a brièvement effleuré la cible de 2 % de la BCE avant de retomber à moins de 1,5 % sur un an. La récente accélération, puis le repli de l'inflation s'expliquent largement par les sautes d'humeur de l'inflation du prix des carburants. Les effets de base et la hausse des cours du pétrole ont fait flamber l'inflation d'un point de pourcentage complet dans les six mois qui ont précédé février 2017. Toutefois, la baisse des prix des combustibles a effacé la moitié de cette hausse rien que dans les trois derniers mois. D'ici la fin de l'année, cet élément rognera probablement encore 0,4 % – 0,5 % de l'inflation en raison des effets de base (sous réserve des nouvelles circonvolutions des cours du pétrole).

RENSEIGNEMENTS

Alan Clarke, Head of European Fixed Income Strategy
 44.207.826.5986 (London)
 Fixed Income Strategy
alan.clarke@scotiabank.com

Graphique 1

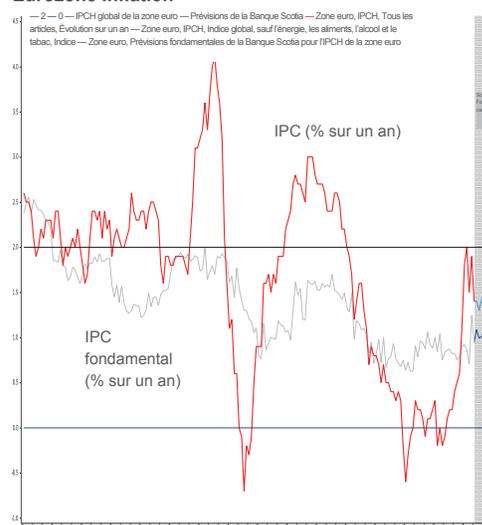
Indice PMI composé de la zone euro par rapport au % du PIB en glissement trimestriel



Sources: Macrobond, Banque Scotia.

Graphique 2

Eurozone Inflation



Sources: Macrobond, Banque Scotia.

Toujours est-il qu'en raison de la timide inflation des cours de l'énergie, l'inflation de la zone euro devrait rester nettement inférieure à la cible de la BCE, à moins d'une pression à la hausse suffisante de l'inflation fondamentale ou des prix des aliments. Le taux d'inflation des prix des aliments se situe essentiellement dans une fourchette normale, sans lancer de signal catégorique dans un sens ou dans l'autre. Ainsi, l'orientation de l'inflation est dans l'ensemble tributaire de l'inflation fondamentale.

Puisque la croissance du PIB évolue désormais au-delà de la tendance (soit probablement aux alentours de 1,1 % sur un an), le déficit de production et la marge de manœuvre de l'économie devraient se réduire. Selon l'importance de la marge dont elle disposait en premier lieu, soit que l'inflation fondamentale baissera plus lentement, soit qu'elle puisse même prendre de l'altitude. L'inflation fondamentale a oscillé entre 0,7 % et 0,9 % pendant près de 18 mois, sans jamais encore donner de signes d'accélération. Or, si la croissance reste supérieure à son potentiel, comme nous le prévoyons, il se peut très bien que l'inflation fondamentale se hisse graduellement à plus de 1 % sur un an d'ici la fin de l'année. Par la suite, l'inflation fondamentale continuera probablement de monter graduellement pour atteindre environ 1,5 % sur un an d'ici la fin de 2018.

POLITIQUE MONÉTAIRE

Le bruissement spéculatif court déjà que la BCE amorcera bientôt sa stratégie de sortie de son programme d'assouplissement quantitatif. En clair, la BCE s'est engagée à continuer de racheter 60 milliards d'euros d'obligations d'État par mois jusqu'à la fin de 2017. D'abord et avant tout, nous jugeons absurde la spéculation voulant que la BCE puisse hausser le taux de refinancement (en durcissant sa politique monétaire) tout en rachetant des obligations (en assouplissant sa politique monétaire), ce qui reviendrait en quelque sorte à conduire une voiture le pied sur le frein et sur l'accélérateur en même temps. Il est beaucoup plus probable que la BCE mène à bien son programme de rachat d'actifs ou qu'elle commence même à réduire le rythme de ses rachats, sans toutefois durcir sa politique tout en l'assouplissant.

Plus généralement, il est probable que la BCE retire ses mesures d'assouplissement (en relevant les taux) uniquement lorsque le Conseil des gouverneurs aura la certitude que les pressions inflationnistes sous-jacentes sont suffisantes pour établir durablement, dans l'ensemble, le taux d'inflation aux alentours de 2 % sur un an. C'est pourquoi nous croyons que deux conditions doivent être réunies. Premièrement, la croissance supérieure à la tendance du PIB doit perdurer longtemps en 2018. Deuxièmement, l'inflation fondamentale doit progresser constamment à plus de 1 % sur un an d'ici la fin de 2017, puis probablement rester sur une trajectoire montante par la suite. Si ces deux conditions sont réunies, un relèvement des taux vers le milieu de 2018 est plausible.

Dans la zone euro, les risques politiques s'estompent, surtout dans la foulée du résultat des élections en France, où Marine Le Pen, farouche adversaire de l'Union européenne, a été défaite à plate couture. Même si l'Allemagne et, éventuellement, l'Italie iront aux urnes vers la fin de l'année, nous ne nous attendons pas à ce que ces élections aient des retentissements majeurs sur le marché ou l'économie.

Brésil

Y A-T-IL VRAIMENT UNE LUEUR AU BOUT DU TUNNEL?

- Les marchés brésiliens ont pris beaucoup de mieux ces 18 derniers mois, puisqu'on s'attend à ce que les réformes se matérialisent et que l'on croit que l'économie est à son plus creux.
- Or, le ciel politique s'est assombri à cause de la tentaculaire opération Lava Jato et des élections présidentielles qui auront lieu en 2018, ce qui accentue l'incertitude sur le plan économique.
- Si les réformes échouent, c'est la confiance qui en pâtira, et les positions sur le réal brésilien pourraient se liquider, ce qui pourrait faire dérailler les efforts que consacre la BCB à la relance de la croissance grâce à des baisses de taux directeurs.

Au Brésil, les marchés se ressaisissent fortement depuis plus d'un an et demi; or, à une époque plus récente, la volatilité a ressurgi, de concert avec un discours plus pessimiste. Il faut donc se demander si, au sortir des bouleversements qui secouent ce pays, il y a vraiment une lueur au bout du tunnel, ou si c'est une collision frontale qui attend un train filant à vive allure. À notre avis, les deux éventualités pourraient se produire. Après que le pays ait été plongé, dans les dernières années, au cœur de la plus forte récession de son histoire, puisque l'économie s'est contractée à un rythme de 4 %-8 %, certains signes positifs de croissance se font jour. Les récentes données laissent entendre que l'économie revient à l'équilibre. (Au T1, le PIB s'est établi à -0,4 % sur un an et à +1,0 % en glissement trimestriel.) En outre, après avoir culminé à 10,8 % en 2015, l'inflation revient sous la barre des 4 %, ce qui autorise la Banque centrale du Brésil (BCB) à réduire les taux directeurs, afin de relancer l'économie. (Le taux SELIC a été réduit pour passer de 14,25 % à 10,25 % dans l'année écoulée.)

Bien que la production industrielle d'articles manufacturés s'établisse aujourd'hui aux niveaux de 2004 (cf. le graphique 2), elle évolue désormais sans conviction, au lieu de baisser, ce qui est tout de même encourageant. Pour ce qui est de la demande intérieure, le scénario est le même — bien que nous ayons toujours de tenaces motifs de préoccupation. La croissance des ventes au détail est finalement revenue en territoire positif (+1,9 % sur un an en avril), après avoir été empêtrée pendant deux ans en territoire négatif. Or, nous sommes toujours plutôt préoccupés par la dette des ménages, qui pourrait faire dérailler la reprise si la confiance se détériore (sous l'effet de l'aggravation éventuelle des scandales politiques ou d'un relèvement des taux directeurs). À la fin de mars (selon les données les plus récentes), les ménages brésiliens consacraient 22,0 % de leur revenu disponible (après impôts) au remboursement de leurs dettes, ce qui est inférieur au pic de 22,7 %, mais ce qui frôle toujours les niveaux constatés en Espagne et aux États-Unis avant la crise de la dette.

Pour ce qui est du commerce extérieur, les nouvelles ont également été plutôt bonnes. Après avoir constamment inscrit des excédents dans la période de 2003 à 2007, le compte courant du Brésil a basculé dans les déficits en 2008. Ce qui est plus inquiétant, c'est que les déficits se sont creusés à plus de 3 % du PIB en 2012, avant de cesser d'être intégralement financés par l'investissement direct étranger (IDE). Le déficit du compte courant du pays, qui a culminé en 2014 (-4,2 % du PIB), s'est depuis réduit au chiffre modeste de -1,3 % du PIB — et est plus qu'intégralement financé par l'IDE. Tant que le rebond de la croissance n'est pas paralysé et que la confiance des consommateurs continue de s'améliorer, nous nous attendons à ce que le déficit continue de se creuser, tout en restant dans la fourchette de 1 % à 2 % du PIB.

RENSEIGNEMENTS

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

Graphique 1



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 2



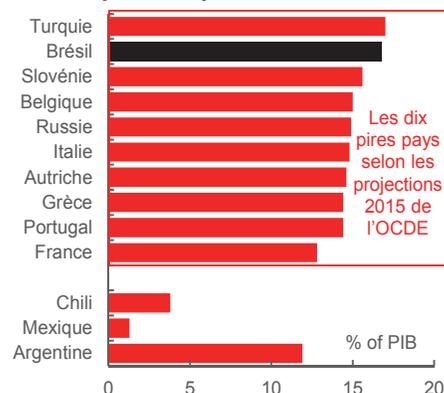
Sources : Études économiques de la Banque Scoti, Bloomberg.

Budgétairement, le gouvernement du Brésil a accompli certains progrès dans la stabilisation des finances publiques, en réduisant le déficit public, passé de 10,2 % du PIB en 2015 au chiffre attendu de 9,1 % en 2017 — ce qui est satisfaisant, mais insuffisant. En outre, la dette publique brute a augmenté pour passer de 62 % du PIB en 2008 au chiffre attendu de 81 % du PIB pour 2017. La stabilisation de la trajectoire de la dette publique s'est révélée difficile, puisque les rigidités des dépenses et une conjoncture politique compliquée se sont conjuguées pour rendre très difficile la tâche du gouvernement.

Pour permettre de stabiliser les finances publiques, les efforts du gouvernement doivent sans aucun doute porter essentiellement sur la réforme des pensions. La pression qui pèse depuis peu sur les marchés brésiliens s'explique par l'incertitude, puisqu'on ne sait pas si le président Temer pourra terminer son mandat (dans la foulée des récentes accusations et des efforts déployés pour remettre en question la validité de l'élection présidentielle); on se demande aussi si le sursaut de l'incertitude politique fera dérailler les efforts de réforme du gouvernement. Il semble à tout le moins que les réformes seront probablement décalées — et qu'elles risquent de chevaucher la présidentielle — ce qui pourrait en définitive la faire dérailler.

Pourquoi la réforme des pensions a-t-elle tant d'importance? Le Brésil est en proie à l'une des situations les plus difficiles dans le monde à cet égard, puisque selon les prévisions, les pensions annuelles à verser pourraient représenter 15 % du PIB en chiffres annuels d'ici 2050 selon l'OCDE. Nous estimons que le régime de pensions du Brésil est sous-financé, en plus d'être trop généreux. Pour mettre ce régime en contexte, il faut dire que les Brésiliens peuvent aujourd'hui prendre leur retraite à 56 ans, et les Brésiliennes, à 53 ans. Si la réforme est approuvée, l'âge de la retraite passerait à 60 ans pour les femmes et à 65 ans pour les hommes. Malgré ces changements, les pensions versées par le Brésil seraient toujours parmi les plus généreuses des pays membres de l'OCDE (graphique 3). En vertu de la proposition actuelle, un homme pourrait prendre sa retraite à 65 ans — tout en touchant 96 % de ses revenus avant la retraite! Dans le pays moyen membre de l'OCDE, un citoyen peut prendre sa retraite à 65,5 ans, et toucher 53 % de ses revenus avant la retraite. Selon les récents sondages, plus de 70 % des électeurs ne sont pas d'accord avec la réforme des pensions.

La proposition actuelle de réforme des pensions devrait permettre d'économiser 190 G\$ US dans les dix prochaines années; or, cette perspective est incertaine. Si le projet de loi sur les pensions n'est pas adopté, le regain de confiance des investisseurs dans le Brésil risque de se dissiper, ce qui plongerait l'économie dans une chute libre négative et ce qui pourrait provoquer, entre autres, un dégageant des positions sur le réal, ce qui ferait remonter l'inflation, en plus de peser encore plus lourdement sur les budgets déjà tendus des consommateurs en alourdissant le fardeau de leurs dettes — tout en compliquant dans le même temps la situation budgétaire.

Graphique 3
Dépenses publiques projetées en 2050 pour les pensions de retraite


Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Projections de l'OCDE.

Colombie

LES MESURES DE RELANCE S'ACCÉLÈRENT À CAUSE DU FREINAGE DE L'ÉCONOMIE

- L'économie de la Colombie a mal amorcé l'année : au T1, la croissance a déçu en s'inscrivant à 1,1 % sur un an.
- Puisque l'inflation converge rapidement sur la cible qu'elle s'est fixée, la BanRep devrait poursuivre sa politique d'assouplissement pour relancer la croissance.
- Sur la scène politique, même si les présidentielles de mai 2018 ajouteront probablement à la conjoncture une certaine dose d'incertitude, les nuages politiques à court terme se sont envolés, et les retombées des scandales du Lava Jato au Brésil paraissent contenues en Colombie.

L'économie colombienne a connu un T1 un peu plus léthargique qu'attendu, avec une timide progression de 1,1 % sur un an (alors que la banque centrale colombienne, la BanRep, avait prévu 1,3 % sur un an). La léthargie des données révèle une activité économique terne dans l'exploitation minière, la construction et le commerce (-9,4 %, -1,4 % et -0,5 % sur un an respectivement). Les plus récentes données sur la production industrielle font écho à la léthargie que nous avons relevée dans l'exploitation minière et la construction : pour avril, le résultat global de la production industrielle ressort à -6,8 % sur un an. La production industrielle s'est contractée dans trois des quatre publications statistiques mensuelles les plus récentes, et il paraît probable que dans l'ensemble, les cours du pétrole stables mais en baisse, ainsi que le choc de l'opération Lava Jato sur l'activité de la construction, pèsent sur l'investissement.

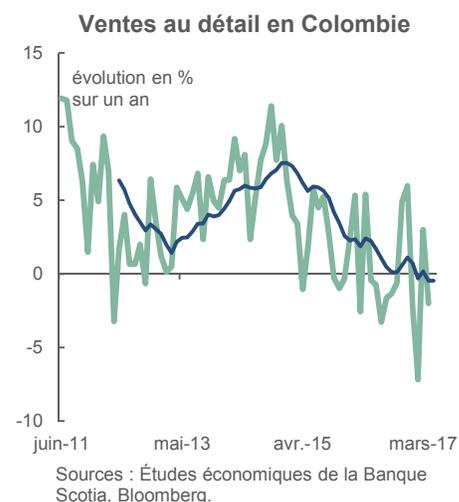
Alors que la production se ralentit, nous constatons une baisse de la demande intérieure : récemment, les ventes au détail ont pour ainsi dire dégringolé (-2,0 % sur un an en avril). La bonne nouvelle, c'est que les récentes données sur les dépenses publiques paraissent plus favorables à la croissance, alors que l'investissement semble avoir atteint un creux. (La formation brute de capital fixe s'est inscrite à +0,1 % sur un an au T1, après s'être contractée pendant cinq trimestres.) Par contre, les exportations ont continué de fléchir, en affichant leur troisième baisse trimestrielle (-3,6 % sur un an au T1). En définitive, l'économie reste léthargique, et selon notre scénario de base, la croissance s'inscrira à un peu moins de 2 % sur l'ensemble de 2017.

Sur une note plus positive, malgré le ralentissement de l'économie, l'inflation jusqu'à maintenant récalcitrante est finalement en train de baisser, ce qui donne à la BanRep une certaine marge de manœuvre pour réduire les taux directeurs afin de relancer l'économie. Après avoir culminé à presque 9,0 % durant l'été 2016, l'inflation recule à 4,4 % (et réintègre quasiment la fourchette cible). Puisque l'inflation baisse rapidement et que la croissance est timide, le directeur général de la BanRep Juan José Echavarría, a annoncé qu'il tient le même discours que les marchés, qui tablent sur des réductions de taux directeurs de 100 points de base dans la prochaine année. Ce discours conciliant a été appuyé par au moins deux autres membres du conseil de la BanRep, soit MM. Ocampo et Cárdenas. Nous sommes d'accord avec l'opinion qui veut que la banque centrale réduise les taux directeurs à quatre reprises dans les 12 prochains mois (à raison de 25 points de base chaque fois) et nous nous attendons à ce que les baisses se fassent dès le début, puisque notre scénario de base prévoit que le taux de crédit à un jour sera réduit à quatre reprises d'ici la fin de l'année (pour s'établir à 5,25 %), en commençant par baisser le 30 juin. À notre avis, la grande menace qui plane sur la perspective d'un nouvel assouplissement de la BanRep est le peso colombien (COP), qui n'a plus vraiment l'air bon marché (avec à peine plus d'un écart type) et qui pourrait être vulnérable à une chute des cours du pétrole. Si le peso fléchit effectivement, il pourrait lier les mains de la banque centrale, ce qui ne correspond toutefois pas à notre scénario de base.

RENSEIGNEMENTS

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

Graphique 1



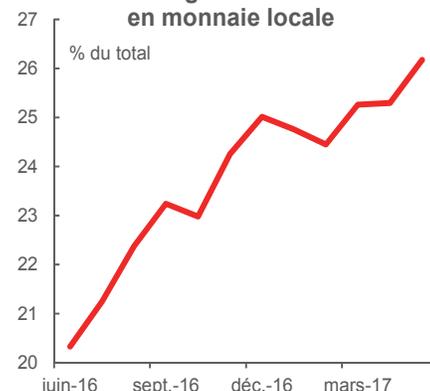
Graphique 2



Pour ce qui est du commerce extérieur, le ralentissement de la demande intérieure, de concert avec un rebond des cours du pétrole, est venu comprimer le déficit du compte courant du pays, qui est aujourd'hui beaucoup plus vigoureux. Après avoir accusé un très large déficit de -6,4 % du PIB en 2015, nous avons constaté que ce déficit s'est amenuisé pour s'établir à -4,3 % du PIB en 2016. Notre grande préoccupation à propos des comptes extérieurs s'explique par les mouvements de capitaux. Nous avons observé un très fort mouvement pour les actifs colombiens dans les 18 derniers mois, et les obligations du Trésor colombien en monnaie locale TES s'échangent désormais dans une fourchette exigüe de 25 à 60 points de base par rapport aux bonos M à échéance correspondante, qui sont à la fois mieux cotés et plus liquides et qui ont aussi une « clientèle d'investisseurs captive » puisque les bonos M sont intégrés dans les indices repères de base du marché. Il pourrait y avoir un problème, puisque s'il fallait qu'un choc déclenche une flambée d'intolérance au risque sur les marchés mondiaux, les capitaux pourraient désertir les marchés locaux colombiens.

Sur la scène politique, il semble qu'on ait évité un choc potentiellement retentissant sur le programme de la construction des infrastructures du pays, du moins pour l'instant. Dès les premières étapes de l'enquête de l'opération Lava Jato en Colombie, il a semblé que le projet de l'autoroute Ruta del Sol II (l'un des grands projets d'infrastructure du pays) aurait pu être paralysé pour une durée pouvant atteindre cinq ans en raison de la controverse liée à l'opération Lava Jato.

Heureusement, le risque de retards paraît aujourd'hui nettement moindre, puisqu'il semble qu'on soit en train de préparer ce projet routier pour un nouvel appel d'offres, sans M. Odebrecht. Ce nouveau tournant pourrait rétablir la confiance dans l'investissement consacré à l'infrastructure. En outre, les premiers comptes rendus selon lesquels le président Santos pourrait être mêlé au scandale Lava Jato, suivant les allégations selon lesquelles les fonds liés à Lava Jato pourraient avoir servi à financer sa campagne, semblent ne pas s'être avérés, ce qui réduit le risque qu'un scandale politique dégénère, comme ce fut le cas au Brésil et au Pérou. La prochaine date cruciale du calendrier politique semble correspondre à la présidentielle de 2018, qui doit se tenir à la fin de mai 2018.

Graphique 3
Colombie : portefeuilles étrangers d'obligations d'État en monnaie locale


Sources : Études économiques de la Banque Scotia, ministère des Finances de la Colombie.

Pérou

ÉCONOMIE DOMINÉE PAR LA POLITIQUE

- Les différents chocs et la vie politique minent l'économie.
- À terme, la croissance sera tributaire des dépenses du secteur public.
- Rien ne laisse entrevoir une reprise de l'investissement du secteur privé (pour l'heure).

L'économie du Pérou a subi trois chocs dans les trois derniers trimestres : 1) une politique budgétaire contractionnaire à la fin de 2016, dont les effets perdurent cette année; 2) l'impact passager mais considérable des inondations provoquées par El Niño; 3) l'effet plus chronique des événements liés à l'opération Lava Jato sur les projets d'infrastructure. Tous ces chocs se sont produits au cours d'une période de tension politique exceptionnelle entre le gouvernement et l'opposition au Congrès, qui a provoqué la démission de trois éminents membres du cabinet depuis le début du régime Kuczynski en juillet 2016.

À ce jour, les marchés paraissent plutôt optimistes vis-à-vis des risques politiques. Toutefois, dans ce pays, les préoccupations économiques ont nettement cédé la place aux enjeux politiques. Bien que l'affrontement politique entre le Congrès et l'administration de PPK se substitue à l'opération Lava Jato, le bruissement créé par cette opération a amené la classe politique à scruter tous les grands projets d'infrastructure. Deux membres du cabinet, soit le ministre des Transports, Martin Vizcarra, et le ministre des Finances, Alfredo Thorne, ont été obligés de démissionner en raison de la controverse politique entourant le projet aéroportuaire de Chinchero (Cusco), même si ce projet n'a rien à voir avec l'opération Lava Jato. M. Thorne a été remplacé aux Finances par le chef du cabinet, M. Fernando Zavala, qui devra prendre les bouchées doubles. Il ne pourrait s'agir que d'un remaniement temporaire, même si M. Zavala a laissé entendre le contraire. Il est probable que le gouvernement remplace certains membres du cabinet, probablement vers la fin de juillet, lorsque le président Kuczynski devra prononcer le discours présidentiel annuel à la nation. Toutefois, le principal enjeu pour le gouvernement est non pas la politique économique, mais plutôt la conjoncture politique. Il faut en effet se demander si le cabinet pourra nouer avec le Congrès une relation viable, réformer le cadre institutionnel alambiqué et promouvoir efficacement un programme absolument essentiel d'investissement dans l'infrastructure.

Pour compliquer encore la conjoncture politique, la décision à propos de la libération de l'ex-président Alberto Fujimori — aspect définitoire de la relation entre le régime de PPK et le Congrès — a repris le devant de la scène. Les récentes déclarations des porte-paroles du gouvernement et du Congrès n'augurent rien de bon.

Ces trois chocs sur fond de turbulence politique sont énormes pour l'économie. Tant et si bien que dans l'immédiat, la croissance du PIB s'est élevée à peine à 1,6 % sur un an depuis le début de l'année jusqu'en avril. Nous nous attendons donc à un rebond naturel dans la foulée d'El Niño; toutefois, la vigueur du rebond dépendra essentiellement des dépenses publiques, décevantes jusqu'à maintenant. L'investissement du gouvernement central a cédé plus de 20 % de janvier à mai, malgré les ressources et les projets initiaux prévoyant une forte augmentation. On peut en partie imputer le blâme aux secousses provoquées par El Niño, ainsi qu'aux distractions politiques; or, la difficulté de mettre adéquatement en œuvre l'appareil de dépenses institutionnelles de l'État paraît aussi en cause. Toujours est-il que nous nous attendons à un accroissement des dépenses, surtout dans la reconstruction dans la foulée d'El Niño; ces dépenses, que l'on commencera à engager vers la fin de l'année, monteront en 2018.

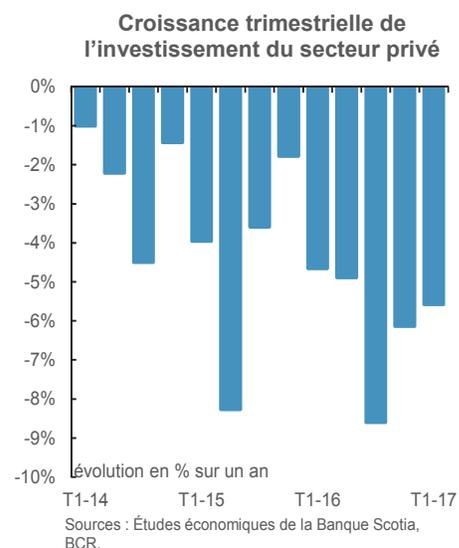
RENSEIGNEMENTS

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

Graphique 1



Graphique 2



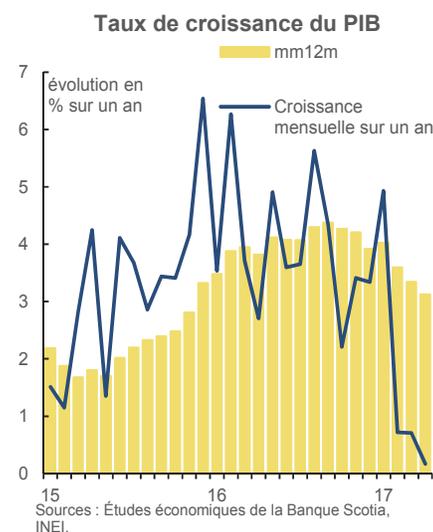
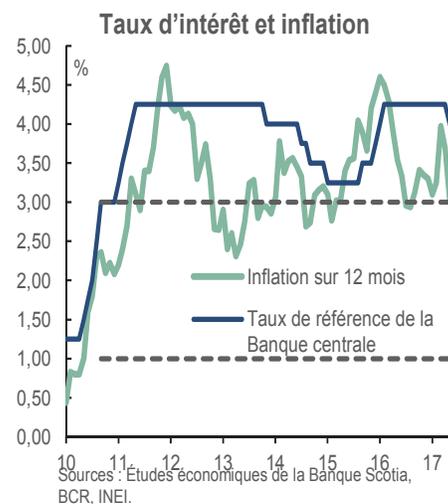
Le secteur privé est lui aussi en difficulté. La croissance de la consommation s'est ralentie à 3 % ou moins, après avoir constamment progressé de 3,5 % dans les deux années précédentes. On a relevé en mai des signes positifs pour les dépenses de consommation; or, une reprise soutenue dépendra de l'investissement, qui doit commencer à s'améliorer.

L'investissement des entreprises privées a entamé il y a un certain temps une quatrième année de croissance négative, et cette évolution ne semble pas du tout vouloir s'infléchir. Si la conjoncture politique n'aide en rien la confiance des entreprises, des facteurs plus fondamentaux sont également à l'œuvre, notamment la capacité excédentaire des industries qui répondent à la demande intérieure et la surréglementation chronique.

En raison de la léthargie de la demande intérieure, la croissance du PIB est plus étroitement liée aux ressources naturelles : métaux, pêche et production agroindustrielle. Exception faite du secteur agroindustriel, dont l'importance est moindre, mais qui devrait continuer de progresser fortement, la croissance des ressources naturelles est appelée à se réduire et dépendra, au deuxième semestre de 2017, d'une reprise de la demande intérieure. Ainsi, les deux prochains trimestres seront révélateurs. Le troisième trimestre nous dira dans quelle mesure la croissance peut rebondir sans la contribution de la production des ressources naturelles. Le quatrième trimestre nous apprendra si le gouvernement a les moyens de ses ambitions dans ses plans d'investissement public.

La Banque centrale a annoncé que la politique monétaire continuera de porter modérément la croissance; autrement dit, il est possible qu'elle abaisse encore son taux de référence, aujourd'hui de 4,0 % (elle n'a pas réduit ce taux en juin), ainsi que ses besoins en réserves. L'inflation, qui s'établit à 3,0 % par an, a baissé brusquement dans les deux derniers mois, puisque la distribution alimentaire est rentrée dans l'ordre après El Niño. Nous sommes d'accord avec la Banque centrale et nous nous attendons à ce que l'inflation continue de baisser en restant dans sa fourchette cible (de 1 % à 3 %), compte tenu de la marge dont elle dispose pour un nouvel assouplissement monétaire. Toutefois, cette évolution sera modérée, puisque la Banque centrale, qui surveille attentivement le taux de change, ne paraît pas à l'aise de réduire vigoureusement les taux alors que la Fed augmente les siens.

La stabilité des prix tient compte du marché des changes. Puisque les comptes extérieurs se raffermissent plus que prévu, nous ratifions notre prévision de taux de change de S/3,25.

Graphique 3

Graphique 4


Chili

AUTRE DÉGRADATION DE NOS PRÉVISIONS

Le risque négatif pour nos prévisions du premier semestre de 2017 s'est malheureusement matérialisé. La lenteur tendancielle de la croissance a été mise à rude épreuve par un ensemble de conditions défavorables, dont la plus importante est la grève qui a paralysé une grande mine cuprifère. Mais même si on en tient compte, la reprise plus faible que prévu nous oblige à élaguer nos prévisions pour l'année à 1,6 %, puisque les risques de baisse perdurent. En tenant compte de la timide croissance jusqu'à maintenant, il faudra une solide reprise au deuxième semestre de 2017 pour réaliser cette prévision. La reprise portée par la politique monétaire devrait contribuer à relever la croissance, à 2,6 % en 2018. Il convient de signaler que ce taux de croissance serait à peine inférieur au potentiel estimé (soit un maximum de 3 %).

DEMANDE INTÉRIEURE TOUJOURS AUSSI ANÉMIQUE

L'investissement dans la construction est beaucoup plus léthargique que ce que nous avons prévu, même si l'investissement dans la machinerie et le matériel se rétablit peu à peu. Comme nous l'avons dit à maintes reprises, au stade actuel du cycle, la reprise prévue de l'investissement est plus étroitement liée à la confiance des entreprises qu'au loyer de l'argent. C'est pourquoi nous avons révisé nos prévisions pour l'investissement à -0,3 % pour 2017, même si la reprise pour 2018 est estimée à 2,2 %. Les stocks augmentent, comme prévu, et on s'attend à ce que cette tendance se poursuive, puisque leurs niveaux restent inférieurs à ceux d'il y a quatre ans. En revanche, bien qu'ils soient toujours empêtrés dans le pessimisme, les indices des attentes, parmi les entreprises comme les consommateurs, laissent entrevoir une reprise modérée. De même, cette amélioration devrait se poursuivre, puisqu'on s'attend à ce que certains facteurs essentiels des fonctions de la confiance viennent à la rescousse : l'inflation est maîtrisée et les risques intérieurs et extérieurs s'amenuisent.

MARCHÉ DU TRAVAIL, POLITIQUE BUDGÉTAIRE ET COMMERCE EXTÉRIEUR

Le taux de chômage augmente et devrait continuer de le faire, puisqu'il accuse un retard sur le cycle, que l'on s'attend à un certain ralentissement du rythme de croissance fulgurant du nombre de travailleurs autonomes et que la réforme du droit du travail dissuade les entreprises d'embaucher (certaines allant même jusqu'à déclarer qu'elles investissent davantage dans le matériel pour éviter les conflits du travail). Même si les dépenses budgétaires ont augmenté très rapidement dans le premier trimestre, elles seront probablement plafonnées d'ici la fin de l'année. Le sérieux avertissement lancé par deux agences de notation prend aujourd'hui des airs de fait accompli : le faible taux d'accroissement des recettes budgétaires en raison de la timide croissance de l'économie, malgré la colossale réforme fiscale, obligera les agences à dégrader la note de risque, même si la note d'investissement est maintenue. De même, cette mauvaise nouvelle entre déjà en ligne de compte dans la prime de risque de la dette souveraine. Heureusement, les comptes du commerce extérieur semblent être en règle et les perspectives restent relativement solides. Par exemple, le déficit du compte courant devrait atteindre 1,5 % du PIB en 2017.

TAUX DE CHANGE, INFLATION ET POLITIQUE MONÉTAIRE TOUS PLUTÔT STABLES

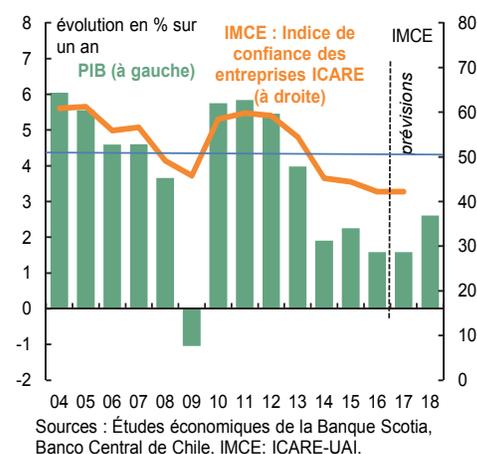
Comme prévu, ce qui était d'ailleurs le cas depuis le milieu de 2016, le taux de change interne (USD/CLP) s'est inscrit dans une fourchette relativement étroite, comprise entre 640 et 680. L'inflation, qui reste inférieure à la cible à long terme, devrait augmenter éventuellement. Nous prévoyons qu'elle s'établira à 2,8 % en 2017, avant de passer à 3,1 % en 2018. La Banque centrale a accéléré les baisses du taux directeur, en le

RENSEIGNEMENTS

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

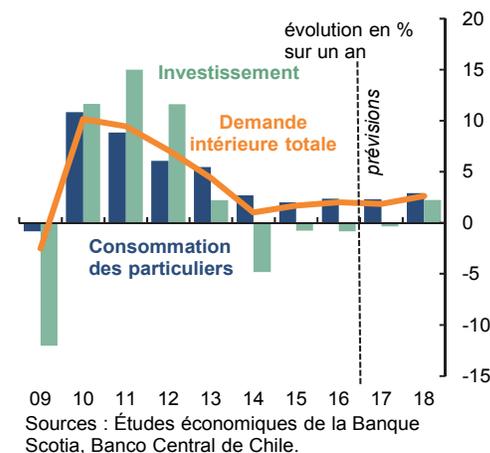
Graphique 1

PIB – Confiance des entreprises



Graphique 2

Demande intérieure totale

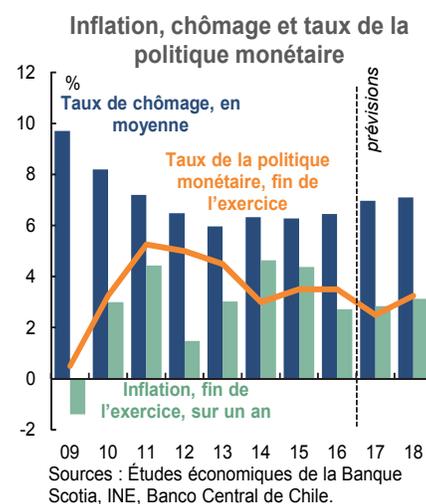


maintenant à 2,5 % en mai dernier et en gardant une orientation neutre. Nous nous attendons à ce que ce taux reste le même d'ici la fin de l'année. En règle générale, les taux d'intérêt se situent à des niveaux historiquement faibles; or, la reprise du crédit reste très limitée. Puisque l'inflation augmentera en 2018, il faudra durcir la politique monétaire, probablement aux alentours du milieu de 2018.

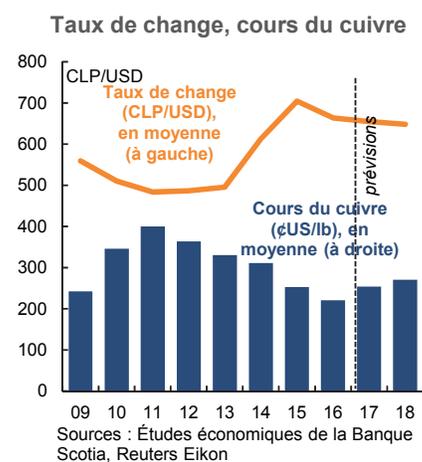
LES RÉSULTATS DE L'ÉLECTION RESTENT DÉCISIFS

La prochaine élection générale, dont le premier tour présidentiel aura lieu le 19 novembre, sera marquée par une scission de la coalition de centre gauche au pouvoir. Jusqu'à maintenant, les favoris du très probable deuxième tour de scrutin (le 17 décembre) sont toujours l'ancien président Sebastián Piñera (de l'opposition, plutôt que procroissance) et le sénateur Alejandro Guillier (plutôt allié du gouvernement sortant). Compte tenu de la conjoncture annuelle, il paraît plus probable que M. Piñera sera élu; or, de nombreux facteurs pourraient avoir une incidence sur le résultat final, puisque les niveaux d'abstention sont très élevés (ils se sont chiffrés à 65 % dans l'élection municipale de l'an dernier). Bien que le Chili ne soit pas aux prises avec les mêmes scandales que d'autres pays latino-américains, la plupart des Chiliens se désintéressent de la politique (en particulier du Congrès et des partis politiques, qui attirent un très faible taux de soutien). Le président élu devra probablement mobiliser le soutien des deux chambres pour pouvoir mener à bien son programme. Les marchés financiers tiennent probablement compte de ce scénario dans une certaine mesure; toutefois, la plupart des enquêtes laissent entendre que les investisseurs dans le secteur de l'immobilier font toujours preuve d'attentisme, préférant « payer pour voir » les candidats relever le défi dans le dernier tour de piste. Les perspectives pourraient s'éclaircir lorsqu'on connaîtra les résultats des élections primaires (le 2 juillet); mais même alors, nous serons loin d'une conjoncture politique sans risque.

Graphique 3



Graphique 4



Chine

- Grâce à de colossales dépenses publiques, l'économie chinoise réussit à atteindre sa cible officielle de croissance en 2017.
- La Chine poursuivra sa transition sur la voie d'une croissance économique plus durable en 2018.
- Les autorités monétaires continuent d'hésiter entre la relance de la croissance économique et la maîtrise des risques financiers.

RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE À DES RYTHMES DURABLES

L'économie chinoise affiche actuellement les premiers signes d'une nouvelle décélération de sa croissance après une reprise induite par des mesures de relance. Dans les derniers trimestres, l'activité économique a été étayée par des dépenses publiques massives dans les immobilisations (graphique 1), surtout l'infrastructure. Aujourd'hui, en raison d'une base budgétaire déjà élevée, le gouvernement aura de la difficulté à soutenir ce rythme de dépenses (23 % sur un an au premier semestre de 2016), ce qui ralentira probablement l'économie dans son ensemble.

Ce ralentissement pénalise le secteur industriel, comme le laisse entendre la léthargie des données sur les indicateurs de haute fréquence comme la production sidérurgique et la consommation de l'électricité. Toujours est-il que d'autres secteurs de l'économie semblent maintenir leur élan; la reprise de la demande mondiale porte les exportations chinoises, et l'augmentation des dépenses de consommation accentue encore plus fortement la croissance des ventes au détail et des services (graphique 2). Malgré cette tendance, l'économie chinoise est toujours de plus en plus tributaire des dépenses des ménages et du secteur des services, ce qui caractérise les grandes puissances économiques. Au premier trimestre de 2017, le secteur des services est intervenu pour 56 % dans le PIB de la Chine, loin devant le secteur industriel, dont la part du PIB est de 39 %.

Nous nous attendons à ce que le gouvernement chinois poursuive ses fortes injections budgétaires afin de préserver la trajectoire de croissance de l'économie et de mener de front les impératifs de l'harmonie sociale. Toujours est-il que parce que l'impact des dépenses budgétaires engagées dans la relance de l'économie s'amenuise, la croissance du PIB réel se ralentira dans les prochains trimestres, après s'être inscrite à 6,9 % sur un an au premier trimestre de 2017. Il n'empêche que la Chine est parfaitement en mesure d'atteindre l'objectif de croissance officiel « de l'ordre de 6,5 % » en 2017; nous nous attendons à ce que le PIB augmente de 6,6 % cette année. En 2018, l'économie enchaînera probablement avec une trajectoire de croissance plus durable, et le PIB réel devrait progresser de 6,1 % sur un an.

UNE POLITIQUE MONÉTAIRE NEUTRE SUR FOND DE REFORME RÉGLEMENTAIRE

Dans les prochains mois, la Banque populaire de Chine (BPC) restera probablement fidèle à sa politique monétaire actuelle en raison des forces décélétriciques qui pèsent sur l'économie chinoise. Le taux de refinancement inverse à 7 jours, que l'on peut interpréter comme le taux directeur effectif de la BPC, s'établit aujourd'hui à 2,45 %; il a été relevé de 10 points de base en février et en mars afin d'encourager le désendettement tout en évitant le risque d'un brusque freinage de l'économie. Dans le même temps, la BPC s'en tient toujours, depuis octobre 2015, à des taux sur un an de 4,35 % et 1,50 % sur les prêts et les dépôts. Les pressions inflationnistes sur l'économie chinoise devraient rester maîtrisées, ce qui viendra préserver une conjoncture monétaire favorable à la croissance. L'inflation des prix à la consommation gravite actuellement aux alentours de 1,5 % sur un an. Nous nous attendons

RENSEIGNEMENTS

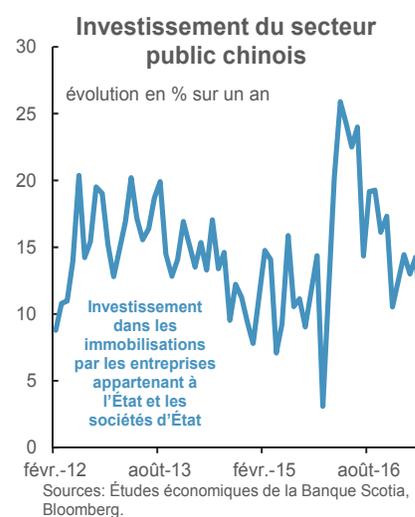
Tuuli McCully

65.6305.8313 (Singapour)

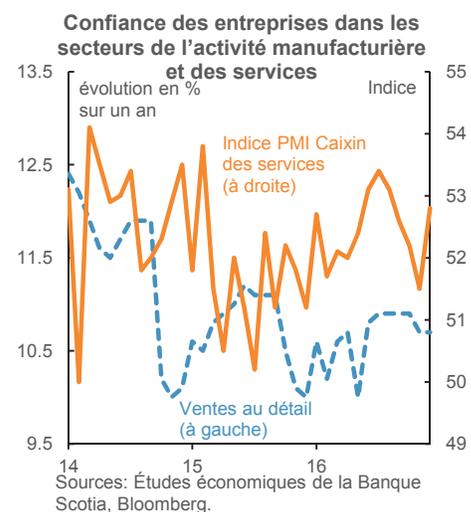
Études économiques de la Banque Scotia

tuuli.mccully@scotiabank.com

Graphique 1



Graphique 2



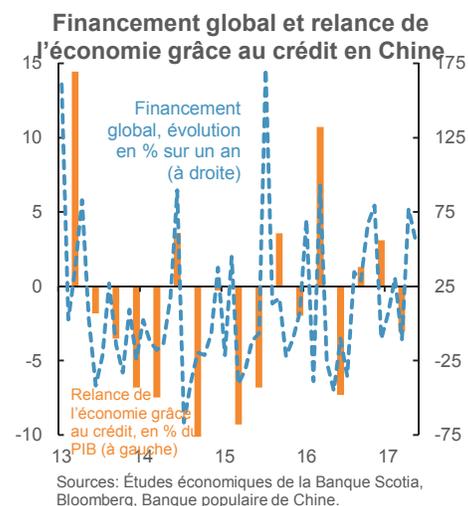
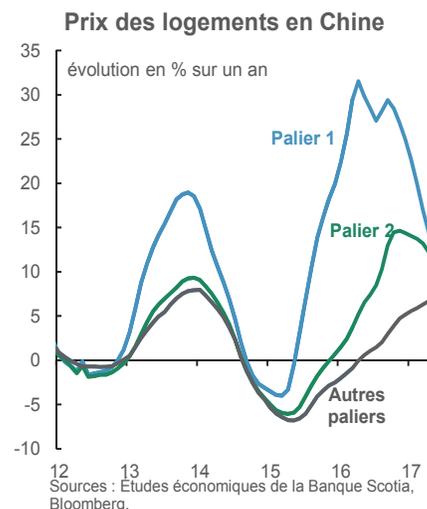
à ce que les gains de prix ne s'accélèrent que graduellement dans le courant de l'année et à ce que le taux d'inflation globale s'établisse à 2,0 % sur un an à la fin de 2017.

La BPC continuera d'appliquer une politique monétaire « prudente et neutre », selon les déclarations officielles. Ce discours illustre la priorité que donnent les décideurs à la stabilité économique et financière en prévision du 19^e Congrès national du Parti communiste chinois, qui se tiendra à la fin de 2017. La BPC a récemment mis en lumière la volonté des pouvoirs publics de préserver la stabilité des liquidités et de privilégier l'élimination des risques financiers. Les dirigeants sont de plus en plus attentifs aux actifs improductifs, au surendettement des sociétés, aux défauts sur les obligations et aux activités bancaires parallèles. En fait, l'organisme de réglementation du secteur bancaire chinois a annoncé qu'il mettrait en œuvre, cette année, près de 50 programmes législatifs à l'intention du secteur bancaire, afin d'améliorer la gestion des risques, de promouvoir le désendettement graduel et de gérer l'encours des prêts douteux.

Les efforts des pouvoirs publics chinois dans le désendettement et une meilleure maîtrise de la conjoncture se constatent dans le récent ralentissement de la masse monétaire M2 (à 9,6 % sur un an en mai contre 11,3 % au début de l'année). Bien que l'ensemble du financement dans l'économie continue de croître rapidement (de plus de 40 % sur un an en mai, en moyenne mobile sur trois mois), l'impulsion de l'économie grâce aux mesures de relance du crédit — soit l'évolution du nouveau crédit en pourcentage du PIB — a rechuté en territoire négatif dans les premiers mois de l'année (graphique 3). Puisqu'il s'agit d'un indicateur avancé de la croissance projetée du PIB réel, cette rechute laisse entendre que la croissance de la production chinoise se ralentira dans les prochains trimestres. Sur cette toile de fond, le lourd fardeau de la dette chinoise — concentrée sur les sociétés — constitue un facteur de risque substantiel pour les perspectives à plus long terme du pays en faisant planer des inquiétudes sur la qualité des actifs du secteur bancaire.

Dans la tempête réglementaire qui se déchaîne toujours sur la Chine, le secteur de l'immobilier a été une autre priorité pour les décideurs. Ces derniers mois, ils ont imposé différentes restrictions au crédit hypothécaire et à l'acquisition des logements afin de limiter la hausse vertigineuse des prix des maisons, surtout dans les villes du premier rang. Pour l'heure, l'explosion du secteur du logement en Chine se poursuit, puisque dans presque toutes les grandes villes (69 sur 70 en mai), la mise en chantier de nouveaux appartements inscrit des gains annuels de prix. Il n'empêche que les mesures adoptées par les administrations locales pour tempérer les ardeurs du marché paraissent donner de bons résultats, puisque l'inflation des prix des maisons s'est nettement ralentie dans les villes des premier et deuxième rangs (graphique 4). Dans le même temps, les gains de prix se sont accélérés dans les villes des paliers inférieurs.

Nous estimons qu'il faut surveiller attentivement la conjoncture à court terme du marché du logement chinois, puisque le secteur de l'immobilier représente une part importante de l'économie et que les sociétés de promotion immobilière comptent parmi les entreprises les plus endettées du pays. Toujours est-il qu'à notre avis, la demande de l'immobilier en Chine ne baissera pas rapidement en raison du nombre assez limité de solutions de placement attrayantes sur le territoire chinois et des difficultés dans la diversification des actifs à l'étranger en raison des contrôles imposés par la Chine sur les mouvements de capitaux.

Graphique 3

Graphique 4


Japon

- La reprise de la croissance économique ouvre des perspectives de réformes.
- Les gains discrets des salaires tiennent en laisse les pressions inflationnistes

SOLIDE CROISSANCE DU PIB SELON LES NORMES DU JAPON

L'économie japonaise prend de la vitesse, du moins temporairement. Le secteur du commerce extérieur qui est l'un des principaux piliers de la croissance, réagit à la reprise de la demande mondiale. En outre, la reprise de l'activité s'est récemment généralisée : les dépenses de consommation et l'investissement dans les immobilisations sont venus en renfort à la relance de l'économie, étayée par le quasi-plein-emploi et l'amélioration des bénéfices des sociétés. En fait, la confiance des consommateurs semble vouloir s'améliorer (graphique 1), puisque les indices des ventes au détail et de la production industrielle ont culminé à des sommets depuis la crise financière mondiale.

Le PIB réel du Japon a crû de 0,3% en glissement trimestriel (en chiffres non annualisés) et de 1,3 % sur un an au premier trimestre de 2017. Nous prévoyons que le PIB de ce pays progressera de 1,2 % pour l'ensemble de 2017 — ce qui est supérieur à la croissance potentielle estimée à moins de 0,5 % sur un an —, grâce à des politiques de relance budgétaires et monétaires. Quoi qu'il en soit, l'impact de ces politiques commencera à s'amenuiser à l'orée de 2018. Sans coup d'accélérateur budgétaire supplémentaire, la croissance du Japon devrait se décélérer à 0,8 % sur un an en 2018. En raison de la marge limitée pour de nouvelles mesures de relance budgétaires et monétaires et du caractère transitoire de ces mesures, l'économie a besoin de réformes structurelles pour muscler la productivité afin de soutenir de meilleurs gains du PIB réel à moyen terme. Compte tenu de l'élan actuel solide, mais potentiellement éphémère de l'économie, nous croyons que c'est aujourd'hui qu'il faudrait idéalement mettre en œuvre ces réformes.

CONCILIATION MONÉTAIRE SUR FOND DE LÉTHARGIE DE L'INFLATION

La Banque du Japon (BoJ) devrait rester fidèle à sa politique monétaire ultraconciliante dans les prochains trimestres. Dans la foulée de sa plus récente réunion du comité de la politique monétaire à la mi-juin, la BoJ a tenu un discours un peu plus optimiste sur l'économie. Toujours est-il que le gouverneur de la BoJ, Haruhiko Kuroda, a évité d'évoquer prématurément la réduction du programme de mesures de relance de la BoJ; il a précisé que la BoJ se penchera sur une stratégie de sortie uniquement après avoir atteint la cible d'inflation de 2 % sur un an et lorsque l'inflation restera sur la cible de manière stable. Puisque le taux d'inflation globale tourne actuellement autour de 0,5 % sur un an (graphique 2), il est trop tôt pour annoncer des intentions de retirer les mesures de relance monétaires.

Nous ne nous attendons pas à ce que la cible d'inflation de la BoJ, soit 2 % sur un an, soit atteinte dans un avenir prévisible en raison de la timide croissance des salaires. Le taux d'inflation globale du Japon grimpera probablement à 1,1 % à peine sur un an d'ici la fin de 2018. Malgré la conjoncture de plein-emploi du marché du travail japonais, les salaires réels ont fléchi de 0,1 % sur un an en moyenne dans les quatre premiers mois de 2017. Ce sont les rigidités du marché du travail qui expliquent essentiellement la limitation des gains de salaires : le pouvoir de négociation des employés est limité parce que les entreprises préfèrent embaucher des travailleurs à temps partiel et contractuels afin d'éviter les surcoûts de protection des emplois des travailleurs permanents. Bien que le gouvernement ait annoncé des initiatives visant à résoudre certains problèmes du marché du travail, il faudra du temps avant que ces réformes finissent par donner une hausse des gains de salaires et une augmentation de l'inflation induite par la demande.

RENSEIGNEMENTS

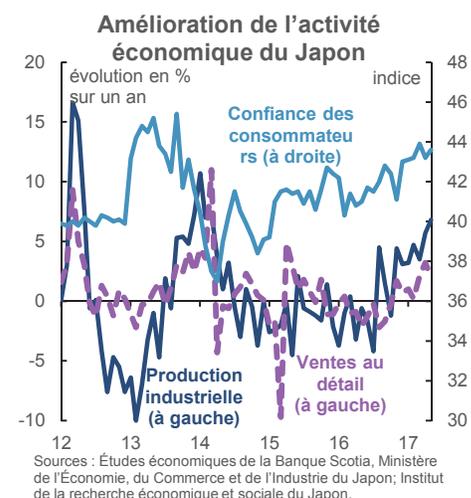
Tuuli McCully

65.6305.8313 (Singapour)

Études économiques de la Banque Scotia

tuuli.mccully@scotiabank.com

Graphique 1



Graphique 2



Inde

- **La léthargie de l'inflation et de la croissance du PIB réel oblige à réviser les prévisions.**
- **On s'attend à ce que la Reserve Bank of India réagisse par d'autres mesures de relance.**

TIMIDE CROISSANCE ÉCONOMIQUE ET INFLATION EN BERNE

L'économie indienne a déçu dans les trois premiers mois de 2017 en raison d'une pénurie de liquidités dans la foulée de l'initiative de démonétisation de l'État. Le PIB réel a augmenté de 6,1 % sur un an (graphique 1) — ce qui est nettement moindre que le taux de croissance de 7,6 % pour 2016 — puisque la construction, les services financiers et personnels et l'immobilier ont été malmenés. La croissance économique est portée par les dépenses des ménages — grâce à l'essor fulgurant de la classe moyenne et à la hausse des revenus disponibles — alors qu'une contraction de l'investissement dans les immobilisations au début de 2017 met en lumière un très grand point faible dans les perspectives économiques de l'Inde. Nous nous attendions à un relèvement de l'investissement dans les prochains trimestres en raison des efforts consacrés par le gouvernement à l'amélioration de la conjoncture économique du pays; or, il est de plus en plus évident que la reprise est plus lente à se matérialiser. À notre avis, l'une des grandes raisons de cette performance terne de l'investissement est le fardeau des mauvaises créances dans le système bancaire indien, qu'il faut toujours assainir. Nous avons révisé à la baisse nos prévisions de croissance sur le PIB réel de l'Inde et nous nous attendons aujourd'hui à ce que le PIB progresse de 7,1 % en 2017 (contre les 7,5 % prévus auparavant).

Les pressions inflationnistes restent léthargiques en Inde. L'inflation des prix à la consommation a baissé à près de 2 % sur un an — ce qui représente un taux d'inflation très faible selon les normes indiennes et ce qui est proche du bas de la fourchette cible de l'inflation de la Reserve Bank of India (RBI), soit 4 % ± 2 % sur un an (graphique 2). Cette décélération s'explique par les discrètes pressions portées par la demande dans la foulée de la récente initiative de démonétisation du gouvernement, par la baisse des prix de l'essence et du diesel sur le territoire indien, de même que par la léthargie de l'inflation des prix des aliments en raison de l'amélioration de la gestion alimentaire. En outre, les gains des prix des aliments devraient rester en laisse dans les prochains mois en raison de la mousson dans le sud-ouest du pays (de juin à septembre), qui devrait s'établir dans la catégorie des « précipitations normales ». Par conséquent, nous avons révisé nos prévisions inflationnistes pour l'Inde et nous nous attendons à ce que le taux global clôtüre l'année civile 2017 à 4,2 % sur un an (comparativement à une prévision antérieure de 5,5 %).

NOUVELLES MESURES DE RELANCE MONÉTAIRES À L'HORIZON

La léthargie de l'inflation et la décevante reprise de la croissance économique donnent au comité de la politique monétaire (CPM) de la RBI un motif d'envisager une autre baisse des taux d'intérêt directeurs. La prochaine révision des taux directeurs est prévue pour le 1^{er} et le 2 août et sera suivie d'une autre réévaluation les 3 et 4 octobre. Nous avons révisé nos prévisions des taux d'intérêt directeurs de la RBI et nous nous attendons désormais à ce que le taux directeur du refinancement soit réduit de 25 points de base à 6,0 % en octobre. À notre avis, si la RBI ne réduit pas le taux directeur au début d'août, c'est parce qu'elle attend la publication (à la mi-août) des données sur l'IPC de juillet; la taxe sur les produits et services (TPS) nationale sera mise en place le 1^{er} juillet. Bien que la RBI ne s'attende pas à ce que cette taxe produise un impact inflationniste direct considérable, il faut se demander si les entreprises indiennes en profiteront pour hausser leurs prix en juillet. En outre, les données sur le PIB réel pour la période d'avril à juin seront également disponibles pour la réunion du CPM en octobre, ce qui permettra à la RBI d'évaluer le rythme de la reprise économique depuis son point creux du début de 2017.

RENSEIGNEMENTS

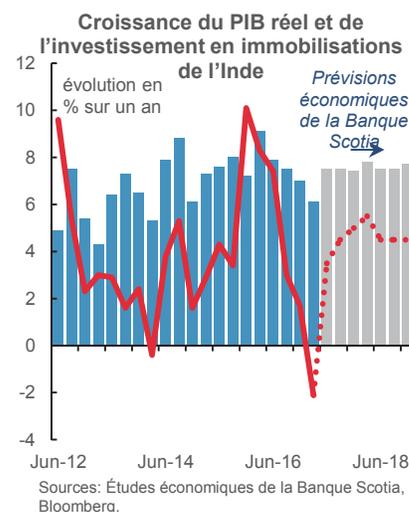
Tuuli McCully

65.6305.8313 (Singapour)

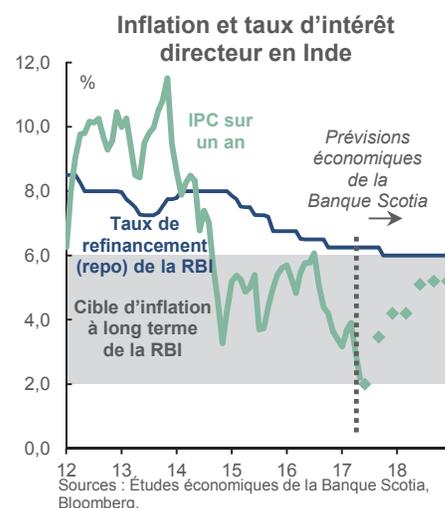
Études économiques de la Banque Scotia

tuuli.mccully@scotiabank.com

Graphique 1



Graphique 2



Australie

- **La croissance économique de l'Australie restera proche de son potentiel en 2018.**
- **La demande intérieure est un foyer important de croissance à moyen terme.**
- **Les marchés du travail et du logement et une conjoncture monétaire conciliante étayent les dépenses de consommation australiennes.**

L'économie australienne continue d'afficher une solide tenue par rapport à d'autres grandes puissances même si elle est au beau milieu d'une évolution structurelle après des années de croissance portées par l'investissement minier. Nous nous attendons à ce que le PIB réel du pays progresse de 2,4 % cette année (graphique 1); une modeste hausse à 2,7 % est attendue en 2018 lorsque l'élan de la reprise se généralisera. À ce titre, la croissance économique de l'Australie continue de cadrer avec la croissance potentielle estimative du pays, soit environ 2,5 % sur un an en 2018.

Les perspectives discrètes de prix pour les principaux produits exportés par l'Australie (minerai de fer, charbon et GNL) pèseront sur les perspectives du commerce extérieur du pays. Toujours est-il que la hausse du volume des exportations de ressources — qui s'explique par l'achèvement des projets — donnera un coup de pouce salubre, mais transitoire à la croissance des exportations. Pour ce qui est de la demande intérieure, le gouvernement restera prudent dans ses dépenses, puisque le pays risque d'être privé de sa cote supérieure de crédit souverain. La croissance de l'investissement dans les immobilisations continuera d'être limitée par une base de dépenses publiques déjà élevée dans la foulée de la récente reprise de l'investissement minier. Il n'empêche que l'investissement non minier, surtout dans la construction, devrait prendre de la vitesse dans les prochains trimestres. Cette reprise replacerait l'économie australienne sur un socle plus équilibré, puisqu'à l'heure actuelle, la croissance du PIB réel est largement tributaire des dépenses des ménages. Les finances des consommateurs australiens seront pénalisées par trois grands facteurs qui méritent d'être attentivement surveillés : 1) le marché du travail; 2) le marché du logement; et 3) les taux d'intérêt intérieurs. Le lecteur est invité à prendre connaissance, ci-après, des précisions données sur ces facteurs.

L'AMÉLIORATION DU MARCHÉ DU TRAVAIL ÉTAYE LES DÉPENSES DE CONSOMMATION

Les décideurs australiens surveillent attentivement l'évolution du marché du travail du pays pour mieux connaître l'état de santé projeté des consommateurs. Dans les derniers trimestres, les gains de l'emploi ont été dominés par l'emploi à temps partiel aux dépens du travail à temps plein (graphique 2); en 2016, les gains nets de l'emploi ont tous été portés par l'emploi à temps partiel. Cette tendance a eu pour effet d'accroître le chômage (graphique 3) et de peser sur les gains de salaire (qui ont monté de 1,9 % sur un an dans le premier trimestre, ce qui est un peu moins que le taux d'inflation national de 2,1 %), ce qui a donné lieu à des motifs d'inquiétude quant à la longévité des perspectives de croissance australienne grâce aux dépenses de consommation.

Des signes prometteurs se sont fait jour ces derniers mois puisque l'emploi à temps plein a commencé à remonter considérablement dans l'ensemble des gains de l'emploi. En fait, dans les trois derniers mois (de mars à mai), 80 % des gains de l'emploi ont été attribuables à l'emploi à temps plein, ce qui inverse la tendance de 2016. En outre, malgré un accroissement de la participation à la population active, le taux de chômage de l'Australie a chuté à 5,5 % en mai. La Reserve Bank of Australia (RBA) estime que le taux de chômage sans accélération de l'inflation (TCSAI) de l'économie oscille autour de 5 %, ce qui laisse entendre que le marché du travail australien se raffermirait graduellement. Si cette évolution

RENSEIGNEMENTS

Tuuli McCully

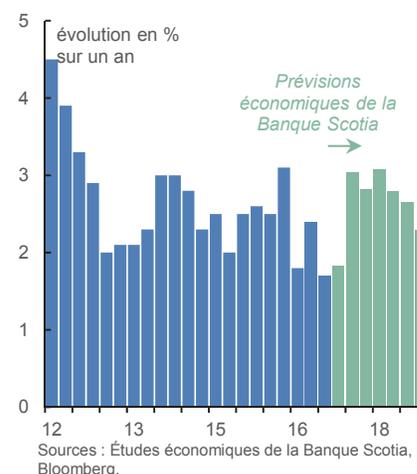
65.6305.8313 (Singapour)

Études économiques de la Banque Scotia

tuuli.mccully@scotiabank.com

Graphique 1

Croissance du PIB réel de l'Australie



Graphique 2

Part de l'emploi à temps plein dans l'ensemble du marché de l'emploi



récente se poursuit dans les mois à venir, l'économie devrait profiter d'une reprise de la croissance des salaires, ce qui placerait le consommateur australien en meilleure position.

LA VIGUEUR DU MARCHÉ DU LOGEMENT ÉTAYE LA CROISSANCE, MAIS LES RISQUES MONTENT

Au-delà du marché du travail, l'évolution des prix est un autre facteur clé qui influe sur les dépenses des ménages en raison de leur incidence considérable sur la richesse et de leur impact sur la confiance des consommateurs. La surchauffe du marché de l'immobilier dans certaines villes a été un motif d'inquiétude pour les décideurs de la RBA. Portés par la léthargie des taux d'intérêt, les prix des logements ont augmenté considérablement (graphique 4) de concert avec la dette des ménages. Les prix de l'immobilier résidentiel se sont accrus de 44 % sur les cinq dernières années; or, les variations régionales sont importantes; à Sidney, les prix ont bondi de plus de 70 %, tandis qu'à Perth, ils n'ont monté que de 5 %, puisque le logement dans cette ville connaît en aujourd'hui en repli. La dette des ménages tourne actuellement autour de 190 % du revenu brut disponible — du jamais vu —, ce qui accroît les préoccupations à propos de la capacité des consommateurs australiens à réagir aux chocs économiques potentiels. Il n'empêche qu'un autre regard sur les bilans des ménages révèle que bien que la dette ait augmenté de 32 % dans les cinq dernières années, l'actif des ménages a progressé encore plus rapidement, de 51 %, ce qui enrichit considérablement la valeur nette des ménages. En somme, une correction du prix des actifs pourrait rapidement effriter la valeur nette des ménages, puisque le passif resterait inchangé, ce qui explique que les décideurs soient si attentifs à ce problème.

Puisque les déséquilibres sur le marché du logement et les risques connexes varient considérablement dans l'ensemble du pays, la RBA n'a pas été tentée d'envisager une hausse des taux d'intérêt directeurs afin de corriger ces déséquilibres. Elle a plutôt mis en œuvre des mesures de surveillance pour renforcer les normes de crédit et inculquer une plus grande rigueur parmi les établissements de crédit. Jusqu'à maintenant, la croissance de l'encours du crédit hypothécaire ne s'est ralentie que très légèrement, à 6 % sur un an au premier trimestre de 2017, contre 6,8 % un an auparavant. Or, suivant la réunion du comité de la politique monétaire de la RBA le 6 juin, le gouverneur de la Banque, M. Philip Lowe, a laissé entendre que les pressions sur les prix des logements commencent à s'amenuiser, alors que l'offre supplémentaire d'appartements dans les grandes villes de l'Est du pays permettra au marché immobilier de reprendre une position plus équilibrée.

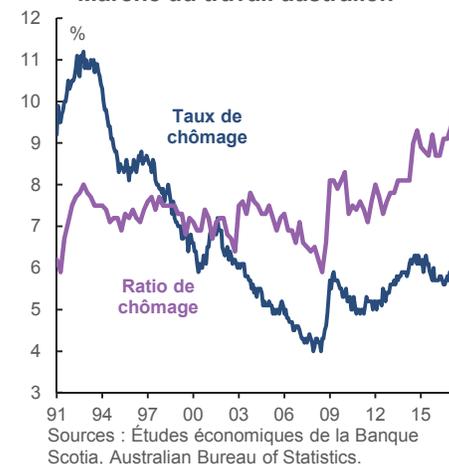
LES TAUX D'INTÉRÊT SONT APPELÉS À RESTER FAIBLES ENCORE LONGTEMPS

La léthargie actuelle des taux d'intérêt en Australie est un facteur important qui porte les dépenses de consommation et l'investissement dans les immobilisations. Pour étayer la demande intérieure pendant la transition structurelle de l'économie, nous nous attendons à ce que la RBA ne change rien à sa politique monétaire dans les prochains trimestres. À notre avis, la RBA maintiendra à 1,5 % le taux d'intérêt directeur jusqu'au deuxième semestre de 2018, pour ensuite probablement amorcer une prudente phase de durcissement monétaire.

Les pressions inflationnistes, qui illustrent les gains discrets des salaires, restent endiguées en Australie. Le taux d'inflation globale du pays a monté à 2,1 % sur un an au premier trimestre de 2017 (graphique 5) contre 1,5 % à la fin de 2016, ce qui porte l'inflation dans la fourchette cible de 2 % à 3 % de la RBA. Toujours est-il que cette accélération n'est pas le fruit des fortes pressions exercées sur les prix par la demande; elle s'explique plutôt par l'effet de base qui découle de la très grande léthargie des prix des produits de base il y a un an. Nous nous attendons à ce que cette mollesse du marché du travail australien continue de limiter les hausses de salaires et l'inflation fondamentale. Par conséquent, nous nous attendons à ce que l'inflation globale termine l'année à 2,0 % sur un an et reste embourbée dans le creux de la fourchette cible de la RBA en 2018.

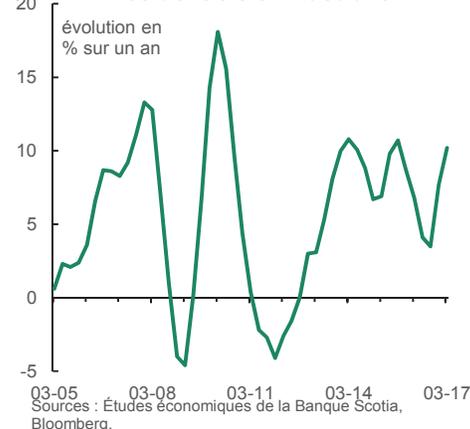
Graphique 3

Marché du travail australien



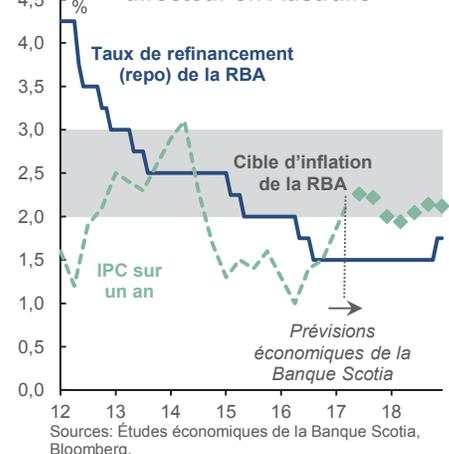
Graphique 4

Prix des logements résidentiels en Australie



Graphique 5

Inflation et taux d'intérêt directeur en Australie



Produits de base

- Le deuxième trimestre de 2017 a été loin d'être exceptionnel pour les produits de base : les cours du brut ont chuté à leur plus creux de l'année en juin et presque tous les métaux industriels ont reculé en glissement trimestriel.
- Certaines baisses illustrent une véritable détérioration des fondamentaux, comme c'est le cas du nickel; or, à notre avis, le repli des cours du pétrole est une surréaction à une fournée d'indicateurs de haute fréquence qui, faut-il le reconnaître, n'a rien d'inspirant.
- Nous restons quand même optimistes, et à notre avis, la plupart des produits de base progresseront en 2017 et 2018 puisque l'économie mondiale ne cesse de prendre du mieux et que le dollar américain perd peu à peu de sa vigueur.

PÉTROLE ET GAZ

En juin, les cours du pétrole ont atteint leur plus creux de l'année, à moins de 43 \$/baril (WTI), dans un marché rongé par l'incertitude. Et puisque ce marché incertain privilégie l'immédiateté, ce sont les données hebdomadaires sur les stocks publiées par le Département américain de l'énergie et la production intérieure qui portent la formation des cours au comptant. Ces données hebdomadaires, orientées à la baisse à la fin de mai, ont bien fait trébucher les cours, mais il aura fallu attendre 15 semaines de déstockage contresaisonnier pour que les écarts matériels entre l'offre et la demande s'amenuisent (graphique 1). **Nous restons fidèles à notre prévision selon laquelle les fondamentaux du marché pétrolier se rapprocheront en 2018, même si nous avons légèrement réduit, pour tenir compte de la léthargie du deuxième trimestre, notre prévision des cours du WTI, qui s'établit désormais à 51 \$/baril en 2017 et 53 \$/baril en 2018.**

Il faut d'emblée préciser le contexte de l'accumulation des stocks de pétrole américains à l'origine de la récente dégringolade des cours du brut, qui s'explique à notre avis par une abondance transitoire du brut léger dans le bassin de l'Atlantique. À la forte croissance de la production dans le secteur des hydrocarbures de schiste aux États-Unis se sont ajoutés les brusques gains de la production de la Libye et du Nigeria, qui sont tous deux exemptés du contingentement de l'OPEP¹ et qui exportent du brut léger dans le bassin de l'Atlantique. La croissance de la demande a aussi été ralentie par les vents contraires récalcitrants de la démonétisation en Inde, ainsi que par la maintenance saisonnière et les faibles taux d'utilisation de la capacité dans le secteur indépendant du raffinage en Chine. Le regain de production dans l'Atlantique n'aura donc servi à rien et n'aura fait que renchérir les stocks bon marché offerts dans les parcs de réservoirs américains.

Surtout, nous croyons que cette mini-pléthore sera de courte durée et que les stocks recommenceront à baisser dans le deuxième semestre de 2017 (graphique 2). La croissance de la demande mondiale reste ferme et s'accélère grâce à la reprise en Inde et en Chine. On s'attend à ce que l'OPEP+ s'en tienne à son contingentement, en laissant aux autres pays le fardeau de la production. Hormis l'OPEP+, le secteur des hydrocarbures de schiste américain prendra la part du lion dans la croissance de l'offre alors que les autres pays devront se débrouiller et accuser le coup de la réduction d'environ mille milliards de dollars, après l'effondrement des cours, de l'investissement planifié de l'industrie mondiale entre 2015 et 2020.

¹L'OPEP+ désigne le groupe informel élargi de pays producteurs membres et non membres de l'OPEP qui se sont entendus pour réduire collectivement leur production pétrolière de 1,8 Mbpj dans un pacte conclu en novembre 2016. Les baisses de production ont été établies d'après les niveaux d'octobre 2016 : les pays de l'OPEP se sont engagés à baisser leur production de 1,2 Mbpj et les pays non membres, dont la Russie, le Kazakhstan et Oman, à la réduire de 0,6 Mbpj.

RENSEIGNEMENTS

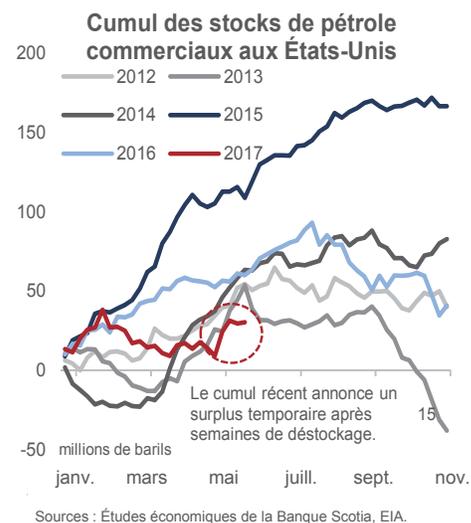
Rory Johnston

416.862.3908

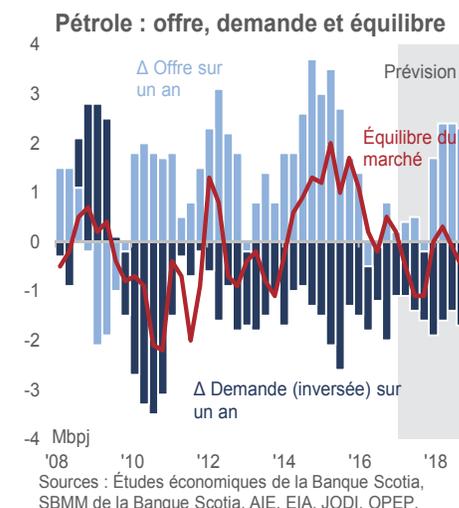
Études économiques de la Banque Scotia

rory.johnston@scotiabank.com

Graphique 1



Graphique 2



Ainsi, pour nous dépêtrer de la pléthore actuelle, il faudra essentiellement s'en remettre au rendement du secteur des hydrocarbures de schiste américain, au rythme auquel l'OPEP+ reviendra sur le marché en 2018, à la volatilité de la production de la Libye et du Nigeria, de même qu'à l'évolution de la production des pays non membres de l'OPEP hors des États-Unis.

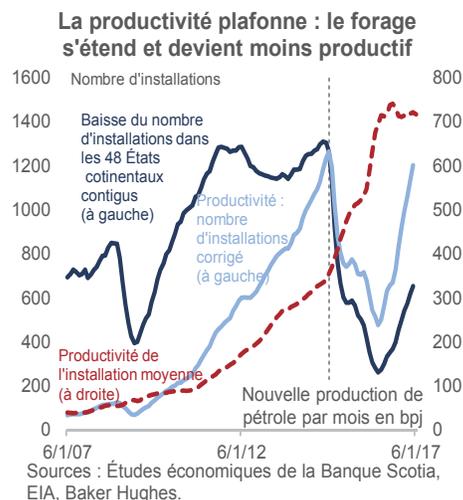
Le trimestre dernier, nous avons adopté une prévision « ultra-ambitieuse » pour le secteur des hydrocarbures de schiste américain. Selon cette prévision, la croissance de la production devait dépasser 1 Mbpj sur un an d'ici la fin de 2017 et maintenir ce rythme en 2018 et dans les années suivantes. Il s'agit d'une énorme quantité de brut et d'un rythme de croissance qui se fait rare et qui n'a d'égal, dans les annales de l'industrie, que la remontée des hydrocarbures de schiste avant l'effondrement des cours. Cette prévision, ambitieuse lorsque nous l'avons publiée pour la première fois, a fini par devenir consensuelle, en établissant aux alentours de 55 \$/baril le plafond effectif des cours du WTI à court terme. Or, nous commençons à remettre en question la longévité de la hausse de production sur un an de 1 Mbpj ou plus dans le secteur des hydrocarbures de schiste américain. La productivité des installations de forage plafonne puisque le forage s'étend sur une superficie moins productive (graphique 3), ce qui oblige à accroître sans cesse le nombre d'installations, qui subira probablement la pression de la récente baisse des cours (graphique 4). Les producteurs américains d'hydrocarbures de schiste ont prouvé qu'ils sont en mesure de s'adapter aux difficultés de la conjoncture, et à notre avis, la croissance de l'industrie américaine terminera l'année 2017 sur une bonne note; toutefois, les cours inférieurs à 55 \$/baril freineront probablement les gains de 2018.

L'OPEP+ reste toujours aussi fidèle à l'accord de contingentement de la production qu'elle a adopté, et nous nous attendons à ce qu'elle continue de faire preuve d'autant de rigueur pendant toute la durée de la prorogation de cet accord jusqu'en mai 2018. Désormais appelée à devenir plus largement tributaire des statistiques, l'OPEP devra surveiller attentivement les stocks et les autres données fondamentales pour établir le rythme auquel le marché peut s'adapter à un rétablissement graduel de la production restreinte. Dans l'immédiat, il faut plus se préoccuper de la Libye et du Nigeria, qui sont tous deux exemptés de l'accord en raison de conflits armés internes et dont la production a considérablement rebondi le mois dernier. À son plus haut depuis 2013, la production libyenne atteint essentiellement 900 kbpj, contre moins de 600 kbpj en avril et moins de 300 l'été dernier, puisque la Libye remet en service une cohorte de grands gisements et règle ses différends avec les entrepreneurs. De même, le Nigeria a rouvert son pipeline Forcados, hors service pendant près de 500 jours en raison des attentats des militants, ce qui a relevé les livraisons de presque 300 kbpj. La production de ces deux pays a toutefois été extrêmement volatile, et ces barils pourraient s'envoler aussi brusquement qu'ils ont été produits.

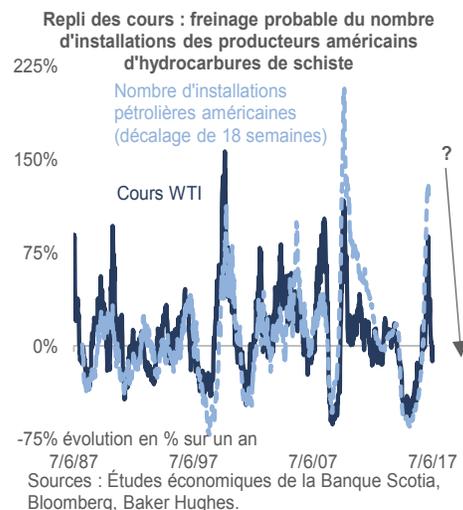
Pour les producteurs non membres de l'OPEP hors des États-Unis, les perspectives se sont en quelque sorte améliorées, si l'on s'en remet à la progression de la production des gisements extracôtiers profonds du Brésil, du nouveau relèvement de l'activité du vaste gisement minier de Kashagan au Kazakhstan et du déploiement soutenu de la capacité de production des sables bitumineux au Canada. Or, ces centres de croissance actuels se ralentiront sous peu, et la production continuera de se contracter dans les grands pays producteurs comme la Chine et le Mexique. À notre avis, la production dans ce secteur pâtira de la baisse de l'investissement depuis l'effondrement des cours en 2014, et la production devrait stagner sur l'horizon prévisionnel, ce qui aura pour effet d'accroître encore l'importance de l'ingéniosité des producteurs d'hydrocarbures de schiste américains et de la politique de l'OPEP.

Pour le gaz naturel, nos prévisions ont été légèrement révisées à la baisse puisque les gains de production risquent de l'emporter pour un temps sur la demande au deuxième semestre de 2017 et que les cours au carrefour Henry devraient désormais atteindre une moyenne de 3,10 \$/MBtu en 2017 et 2,95 \$ en 2018 (graphique 5). On s'attend à ce que l'offre soit forte en raison du relèvement des cours du gaz, de la production gazière dans la foulée de la reprise des activités de forage pétrolier et de la nouvelle capacité pipelinière dans le nord-est des États-Unis, qui permettra d'écouler le gaz auparavant captif des bassins Marcellus et Utica. Il faut mettre en équilibre cette inquiétude de courte durée vis-à-vis de l'offre avec la perspective à court terme d'une hausse considérable de la demande de gaz dans les secteurs de l'énergie, de l'industrie et de la pétrochimie et de l'exportation du gaz naturel liquéfié. Toutefois, l'écart entre l'offre et la demande pourrait s'amenuiser plus tôt que tard si la météo hivernale redevient normale après avoir connu les deux saisons (2015-2016 et 2016-2017) les plus chaudes depuis qu'on tient les annales modernes.

Graphique 3



Graphique 4



Graphique 5



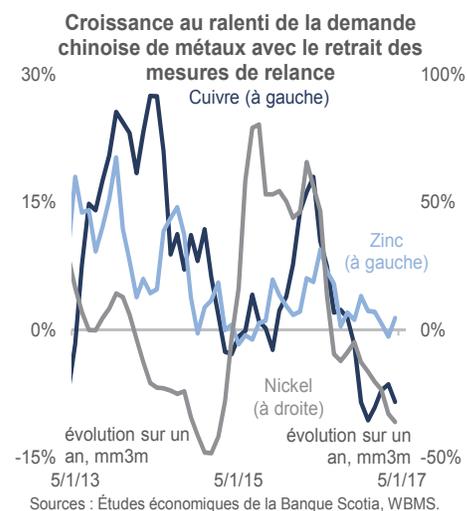
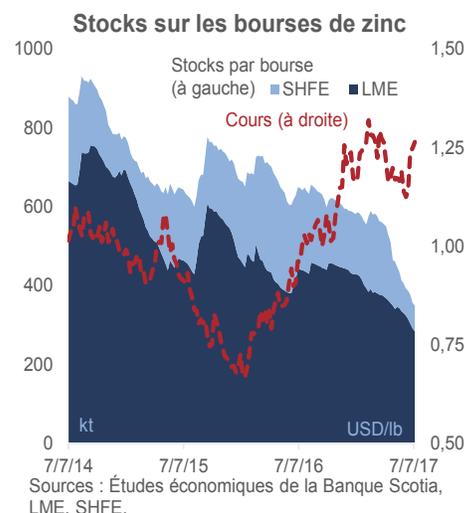
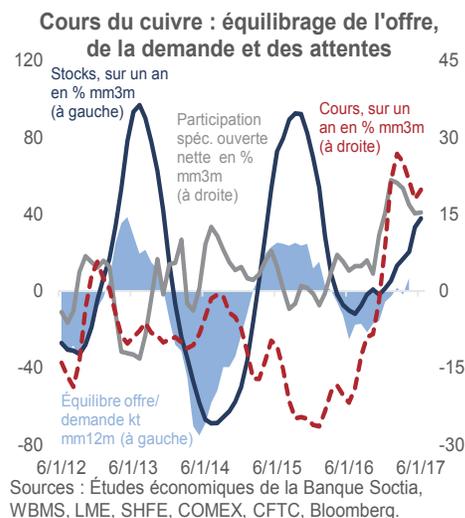
MÉTAUX ET MINÉRAUX

Si l'évolution des métaux reste fondamentalement inchangée, la décline des mesures de relance du crédit de Beijing a ralenti l'activité industrielle dans les secteurs avides de métaux comme la construction et l'industrie manufacturière (graphique 6), en freinant les cours. L'activité économique du plus grand pays consommateur de matières premières dans le monde reste saine, mais la demande de métaux en particulier connaîtra en 2017 une croissance décevante par rapport aux mesures de relance du crédit de l'an dernier.

Selon nos prévisions, le zinc reste le métal commun le plus prometteur : les cours se sont mis à remonter à la mi-juin, pour atteindre essentiellement 1,25 \$/livre par rapport au creux, depuis le début de l'année, de 1,10 \$ atteint au début du mois. La remontée des cours du zinc a été en quelque sorte interrompue après avoir culminé à 1,35 \$/livre en février; les spéculateurs ont alors pris leurs bénéfices. Toutefois, puisque les vents contraires de la normalisation des positions spéculatives ont maintenant fait leur œuvre, les fondamentaux du zinc reviennent en force : les frais de traitement et de raffinage continuent de révéler une tension extrême des concentrés, et la baisse des stocks de zinc inscrits sur les bourses de marchandises s'est accélérée (graphique 7). Nous réduisons légèrement nos prévisions de 2017 à 1,25 \$/livre en raison de la léthargie du deuxième trimestre; or, nous nous attendons à ce que les cours continuent de monter sur l'horizon prévisionnel et atteignent une moyenne de 1,40 \$/livre en 2018. **Les marchés du cuivre ont basculé pour se rétablir à un équilibre relatif** (graphique 8), et les cours se sont tassés dans une fourchette stable de 2,50 \$-2,60 \$/livre après avoir culminé aux alentours de 2,80 \$/livre en mars. Les légers déficits de l'offre ont été masqués lorsque la demande de cuivre en Chine s'est contractée après avoir remonté considérablement l'an dernier. Les stocks ont augmenté à cause des cours élevés, ce qui encourage à vendre les métaux sur les places boursières cotées. Les cours du cuivre devraient atteindre une moyenne de 2,55 \$/livre en 2017 et monter à 2,75 \$/livre en 2018, puisque le réseau de gisements cuprifères se tarit et que la croissance de la demande mondiale prend de la vitesse après avoir triomphé de certains effets de base négatifs en Chine.

L'étoile du nickel a pâli depuis le dernier trimestre, et les cours devraient désormais s'établir à une moyenne de 4,40 \$/livre en 2017 et de 5,00 \$/livre en 2018. Le discours auparavant haussier s'inspirait des bouleversements politiques qui secouaient l'offre minière en Indonésie, qui avait interdit l'exportation du minerai brut en 2014 dans une campagne visant à mettre en valeur la capacité de transformation nationale, et dans les Philippines, où les audits environnementaux menaçaient de fermer la moitié des chantiers de production nickélifère du pays. L'interdiction d'exporter le minerai de l'Indonésie a depuis été assouplie, et le législateur philippin a destitué Regina Lopez, activiste et farouche adversaire de l'industrie minière, devenue ministre de l'Environnement, qui a mené la charge avec les audits miniers, ce qui a amoindri le risque pour les exportations de nickel. Dans l'ensemble, ces facteurs laissent entrevoir un accroissement de la production alors que le marché souhaite ardemment que les déficits de l'offre effacent les surplus de stocks, ce qui aura probablement pour effet de rééquilibrer le marché du nickel dans les dix prochaines années. **Les cours de l'aluminium affichent la tenue attendue** depuis le début de l'année, après avoir été relancés par l'inquiétante éventualité que la Chine réduise sa production durant l'hiver pour faire échec au smog urbain. Or, le marché attend toujours de savoir si Beijing mettra ces plans à exécution; la remontée des prix a donc aiguillonné la production d'aluminium en Chine, ce qui dynamisera probablement les exportations et réduira les autres gains de prix. Les cours de l'aluminium devraient s'établir à une moyenne de 0,85 \$/livre, en 2017 comme en 2018.

Les cours du minerai de fer ont brusquement chuté aux alentours de 55 \$/t (fines, 62 % Fe, Nord de la Chine) par rapport au pic de 95 \$/t atteint à la mi-février. Il fallait s'y attendre, après la remontée exceptionnelle du minerai de fer au quatrième trimestre de 2016 et au premier trimestre de 2017, en raison d'une forte accélération des importations chinoises à contrecourant d'un revirement saisonnier des livraisons maritimes, remontée qui a été tempérée par la reprise de l'offre maritime et l'accumulation de stocks excédentaires de minerai dans les ports chinois. Il se pourrait que les cours doivent pour un temps baisser à nouveau pour éliminer une partie de

Graphique 6

Graphique 7

Graphique 8


l'offre inoptimale de minerai chinois, qui est ramené sur le marché par la hausse des cours (graphique 9) et qui devrait atteindre une moyenne de 65 \$/t en 2017 et 60 \$/t en 2018. **Les cours du charbon dur cokéfiab** ont baissé après avoir culminé à 300 \$/t au début d'avril lorsque la production a été perturbée par le cyclone Debbie, qui a endommagé l'infrastructure de production et de transport dans le Queensland riche en charbon. À moins d'une autre interruption extrême de la production, nous nous attendons à ce que les cours atteignent une moyenne de 185 \$/t en 2017, compte tenu des interruptions du premier semestre, pour ensuite baisser à 125 \$/t en 2018.

Les cours de l'or se sont raffermis au dernier trimestre grâce à la baisse des rendements sur les placements et à la léthargie du dollar, ainsi qu'aux risques globaux, véritable corne d'abondance qui a accéléré la demande de valeurs refuges. Nous avons légèrement relevé nos prévisions pour tenir compte de cette vigueur récente du métal jaune, à 1 225 \$/once en 2017 et 1 250 \$/once en 2018. À terme, un parti pris croissant pour un durcissement de la politique monétaire sortira les rendements de leur récente léthargie et pourrait ternir l'attrait de l'or, bien que nous continuions d'entrevoir un fléchissement du dollar américain en 2018 et qu'il soit peu probable que le risque politique baisse considérablement.

Graphique 9
Les cours du fer doivent baisser pour éliminer la suroffre chinoise

Tableau 1 — Produits de base

	2000–2015			moyenne annuelle		
	Minimum	Moyenne	Maximum	2016	2017p	2018p
Pétrole WTI (\$ US/baril)	17	64	145	43	51	53
Pétrole Brent (\$ US/baril)	18	67	146	45	53	56
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	1,75	5,09	15,38	2,55	3,10	2,95
Cuivre (\$ US/lb)	0,60	2,36	4,60	2,21	2,55	2,75
Zinc (\$ US/lb)	0,33	0,81	2,10	0,95	1,25	1,40
Nickel (\$ US/lb)	2,00	7,45	24,58	4,36	4,40	5,00
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	60
Charbon métallurgique (\$US/tonne)	39	127	330	115	185	125
Or, à Londres en après-midi (\$ US/once)	256	845	1 895	1 251	1 225	1 250

Marché des changes

LA TENDANCE HAUSSIÈRE DU DOLLAR AMÉRICAIN APPELÉE À SE MODÉRER

Nous avons remanié nos principales prévisions des taux de change puisqu'à notre avis, la tendance haussière séculaire du **dollar US (USD)** est essentiellement en fin de parcours. Nous nous attendions depuis longtemps à ce que le dollar US baisse au deuxième semestre de 2017; or, il semble que sa remontée ait culminé un peu plus tôt et ait été légèrement moins forte, dans l'ensemble, que ce que nous avions prévu.

Si nous nous attendions à ce que la remontée du dollar américain commence à s'infléchir dans les mois à venir, c'est en raison de l'idée que la croissance de l'économie américaine et l'avantage des taux d'intérêt commencent à s'amoindrir vers la fin de l'année et en 2018. Cette idée commence à paraître prémonitoire. En somme, le marché tient déjà largement compte de nombreuses bonnes nouvelles pour le dollar américain. Les investisseurs sont loin d'être certains que l'administration Trump pourra faire avancer considérablement, pour l'heure, son programme procroissance, étant donné le « spectre » de l'enquête sur la Russie qui plane sur Washington. Cet enjeu pourrait ajouter une prime de risque au dollar américain lui-même. Dans le même temps, les perspectives de croissance ne cessent de s'améliorer ailleurs, et les autres banques centrales commencent à montrer quelques signes de « nervosité » à propos des différentes perspectives de leur politique monétaire. Le discours divergent sur la croissance et la politique monétaire qui a étayé la remontée du dollar US dans les dernières années paraît aujourd'hui moins convaincant.

Nous avons relevé assez nettement notre prévision pour le **dollar canadien (CAD)**; nous nous attendions à ce que le dollar américain culmine à 1,40 \$ CA au milieu de l'année; or, le pic de 1,38 \$ constaté au début de mai représente probablement un sommet qui revêt une certaine importance pour le dollar américain actuellement. Une évolution majeure de nos prévisions générales étaye un point de vue plus constructif sur le dollar canadien, puisque nous nous attendons désormais à ce que la Banque du Canada (BdC) commence à relever les taux d'intérêt au deuxième semestre cette année (soit deux hausses en 2017 et une autre hausse en 2018). Si le relèvement prévu des taux directeurs de la BdC intervient beaucoup plus tôt et prend une tournure un peu plus ambitieuse, nous croyons qu'il sera porteur pour le dollar canadien dans les prochains mois (et qu'il compensera la léthargie des cours du brut). Un rapprochement des écarts à court terme sur les taux États-Unis-Canada étaye déjà un rebond du dollar canadien par rapport au dollar américain, et ces écarts pourraient même se rapprocher davantage. Nous nous attendons aujourd'hui à ce que le couple USD/CAD clôture 2017 à 1,28 \$ (et nous avons rajusté à 1,25 \$ la prévision pour la fin de 2018).

Les perspectives de l'euro (**EUR**) s'améliorent elles aussi, et nous avons légèrement relevé nos prévisions pour cette monnaie. Nous nous attendions auparavant à ce que la paire EUR/USD atteigne 1,02 au milieu de l'année; or, le creux à peine supérieur à 1,03 en janvier correspond probablement au point d'étiage du cycle. L'euro s'est constamment amélioré au premier semestre puisque les représentants populistes n'ont pas réussi à s'affirmer dans les grandes élections nationales de la zone euro, ce qui a calmé les inquiétudes des investisseurs à propos des perspectives du projet de la zone euro. Les solides gains des marchés boursiers européens depuis le premier tour de la présidentielle française sont venus étayer l'euro. Il semble que les investisseurs considèrent désormais que l'économie de la zone euro offre de meilleurs rendements et comporte moins de risques que les États-Unis.

Nous croyons que si la Banque centrale européenne (BCE) s'abstient toujours de relever les taux d'intérêt, c'est parce que les pressions inflationnistes restent discrètes. Or, il est évident que la fin du cycle de l'assouplissement monétaire de la BCE se rapproche, d'autant plus que dans les puissances économiques de la zone euro, la croissance est relativement forte. Les taux directeurs nominaux de la zone euro sont toujours négatifs, mais la tendance baissière des rendements s'est stabilisée et les écarts entre la zone euro et les États-Unis ont cessé de se creuser en faveur du dollar américain. Nous nous attendons aujourd'hui à ce que le couple EUR/USD clôture l'année à 1,13 et atteigne 1,20 à la fin de 2018.

RENSEIGNEMENTS

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

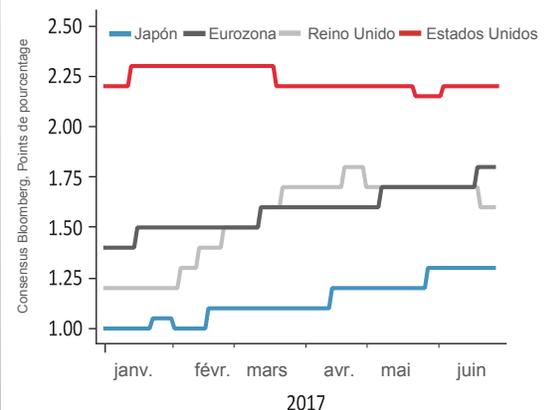
Eduardo Suárez, VP, Études économiques, Amérique latine
52.55.9179.5174 (Mexique)
Études économiques de la Banque Scotia
eduardo.suarez@scotiabank.com

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

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

Graphique 1

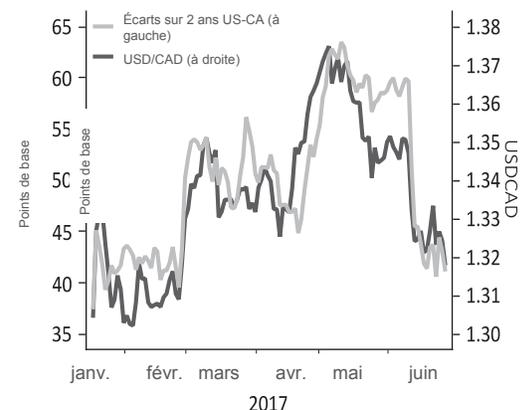
Convergence des prévisions du PIB pour 2017



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

Graphique 2

Le rapprochement des écarts fait baisser le couple USD/CAD



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

La **livre sterling (GBP)** s'est en quelque sorte améliorée, et nous avons légèrement relevé nos prévisions pour tenir compte de la probabilité que le couple GBP/USD s'établisse aux environs de 1,20 au début de 2018. Or, les risques et les incertitudes perdurent. D'une part, la première ministre Theresa May a mal manœuvré en convoquant une élection spontanée. Le résultat a privé le gouvernement conservateur de sa majorité au Parlement, soit 17 sièges, et l'a laissé tributaire du soutien d'un petit parti de l'Irlande du Nord pour faire adopter des lois. L'élection a affaibli la position de négociation du gouvernement du Royaume-Uni au moment même où allaient s'amorcer les discussions sur le Brexit avec l'Union européenne.

D'autre part, le taux d'inflation monte au Royaume-Uni, ce qui illustre dans une certaine mesure l'atonie du taux de change. La hausse des prix pourrait fragiliser les dépenses de consommation au moment où la croissance réelle des salaires reste modeste et qu'une éminente minorité de décideurs de la Banque d'Angleterre (BoE) réclame un durcissement des taux directeurs en réaction à l'inflation. Bien que nous ne nous attendions pas à un relèvement des taux en 2017, la spéculation accrue sur les taux (les cours du marché tiennent compte d'une probabilité de 45 % d'un relèvement des taux de 25 points de base en décembre, contre 36 % à la fin de mars) est venue étayer la livre sterling et éloigner une partie de la pression politique sur cette monnaie. Selon nos prévisions, la livre sterling restera plus ou moins cantonnée dans la fourchette des niveaux actuels dans les prochains mois; or, nous croyons que la livre est vulnérable aux risques de croissance et aux inquiétudes suscitées par le Brexit et nous nous attendons à ce qu'elle affiche une piètre tenue par rapport à l'euro dans les mois à venir.

Le **yen (JPY)** restera vulnérable au raffermissement des rendements nominaux américains; nous nous attendons en effet à ce que la Banque du Japon maintienne une politique conciliante dans un avenir prévisible. Les décideurs de la banque centrale admettent que la cible inflationniste de l'institution est toujours hors de portée. Toutefois, les risques de léthargie du yen sont interrompus par des accès sporadiques d'intolérance au risque. Nous nous attendons à ce que le couple USD/JPY clôture l'année à 110 et termine 2018 à 115.

En **Asie, les devises des marchés émergents** resteront vulnérables aux fondamentaux américains et au durcissement de la politique de la Fed. Les actions des technologiques américaines pourraient aussi faire basculer l'humeur des investisseurs. La Fed marquera probablement une pause dans le relèvement des taux à la réunion du FOMC en septembre, mais pourrait amorcer le processus d'allègement de son colossal bilan de 4 500 milliards de dollars US à l'occasion de cette réunion. À partir du milieu jusqu'à la fin du troisième trimestre, les inquiétudes des marchés à propos du plan d'allègement du bilan de la Fed pourraient propulser les rendements à long terme des bons du Trésor américain, faire remonter les courbes des rendements des bons du Trésor et dynamiser le dollar américain par rapport aux devises asiatiques des marchés émergents.

Le won coréen (KRW) et le dollar taiwanais (TWD) réagiront aux courants transfrontaliers de manière asymétrique, en raison de leur survalorisation cette année. (À notre avis, ces deux devises sont plus vulnérables aux sorties qu'aux rentrées de capitaux.) Les sociétés cotées à Taiwan verseront, de la fin de juin au début d'août, des dividendes de 490 milliards de dollars TWD aux investisseurs étrangers, ce qui pourrait aiguillonner la demande de dollars.

Le marché continue de douter de la vigueur du yuan chinois, puisque le taux au comptant intraterritorial de la paire USD/CNY a tendance à clôturer à un niveau nettement supérieur aux cours intrajournaliers. À notre avis, un écart considérable entre le taux au comptant et les cours fixés pour la paire USD/CNY pourrait déclencher une liquidation du dollar. Nous nous attendons à ce que l'indice du renminbi du CFETS s'inscrive aux alentours du seuil de 93 pour l'instant. À notre avis, la vigueur excessive de la roupie indienne (INR) est défavorable, puisqu'elle pourrait peser sur la compétitivité des exportations de l'Inde, même si ce pays n'est pas une économie exportatrice. Nous ne sommes pas du tout étonnés de constater que la hausse des réserves de devises illustre un ralentissement du rythme d'appréciation de la roupie indienne. Les perspectives de faible inflation de l'Inde devraient donner lieu, d'ici octobre, à une baisse du taux de la roupie. Le baht thaïlandais (THB), qui s'échangera de concert avec les grandes monnaies régionales, pourrait les surclasser nettement en raison du fort excédent du compte courant de la Thaïlande.

En **Amérique latine, le marché des changes** a été soumis à des pressions récemment, puisque les investisseurs réévaluent les perspectives pour ce qui est des taux mondiaux. Or, on relève toujours une performance contrastée en raison des différents scénarios (par exemple, la contreperformance du réal brésilien, ou BRL, en raison de l'incertitude politique) et les évaluations (le peso mexicain — MXN — remonte après avoir dérapé dans la foulée de l'élection américaine). Selon l'une de nos grandes préoccupations pour le marché des changes de cette région, si nous devons assister à une montée de l'intolérance au risque mondialement, compte tenu du cumul des positions longues sur les monnaies latino-américaines constaté dans les 18 derniers mois (ou, à une époque plus récente, sur le peso mexicain), il pourrait y avoir une liquidation relativement brutale. En outre, même si les rendements de cette région restent attrayants, il pourrait y avoir une certaine volatilité politique, compte tenu de l'incertitude générée par un courant massif d'élections présidentielles (puisque le Chili, la Colombie, le Mexique et le Brésil éliront tous de nouveaux présidents d'ici la fin de 2018). Par conséquent, les devises des deux pays dans lesquels l'incertitude politique paraît la plus vive (soit le Brésil et le Mexique) sont les deux monnaies pour lesquelles nos prévisions sont moins constructives.

Pour le **peso mexicain**, même si nous n'entrevoions pas de brusque liquidation, nous nous attendons à une certaine pression à la hausse pour le dollar, alimentée par l'incertitude politique liée aux élections de 2018. En outre, le début des négociations officielles de l'ALÉNA en août 2017 pourrait donner lieu à une certaine incertitude (même si, du strict point de vue de l'évaluation, le peso mexicain reste bon marché). Au Brésil, nous nous attendons à un climat soutenu d'incertitude sur la scène politique et à ce que l'approbation des réformes pèse plus lourdement sur le réal brésilien. Pour les devises des pays andins, nous nous attendons à des cotations latérales, compte tenu d'une conjoncture macroéconomique stable, assortie d'une croissance médiocre. Le plaidoyer pour la stabilité relative des monnaies des pays andins est porté par nos attentes à l'égard de cours relativement stables pour les produits de base.

ANNEXE 1

International	2000-15	2016	2017p	2018p	2000-15	2016	2017p	2018p
	PIB réel (variation annuelle, en %)				Prix à la consommation (variation sur 12 mois, fin de l'année, en %)			
Monde (en parité de pouvoir d'achat)	3,9	3,1	3,5	3,5				
Canada	2,2	1,5	2,7	1,9	1,9	1,4	1,7	2,1
États-Unis	1,9	1,6	2,2	2,2	2,2	1,8	2,0	2,3
Mexique	2,4	2,3	2,0	2,5	4,5	3,4	6,1	4,3
Royaume-Uni	1,8	1,8	1,6	1,2	2,2	0,7	3,0	2,3
Zone euro	1,2	1,6	2,2	2,0	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	6,6	6,1	2,4	2,1	2,0	2,5
Inde	7,0	7,6	7,1	7,6	7,2	3,4	4,2	5,2
Japon	0,9	1,0	1,2	0,8	0,0	0,3	0,8	1,1
Corée du sud	4,4	2,8	2,8	2,7	2,8	1,3	2,1	2,3
Indonésie	5,6	5,0	5,3	5,5	6,2	3,0	5,0	4,7
Australie	3,0	2,5	2,4	2,7	2,9	1,5	2,0	2,1
Thaïlande	4,2	3,2	3,2	3,2	2,7	1,1	0,6	1,5
Brésil	3,4	-3,6	0,3	2,5	6,5	6,3	4,0	4,5
Colombie	4,3	2,0	1,9	2,2	5,0	5,7	4,2	3,5
Pérou	5,3	3,9	2,5	3,7	2,7	3,2	2,8	2,8
Chili	4,3	1,6	1,6	2,6	3,3	2,7	2,8	3,1
Produits de base	(moyenne annuelle)							
Pétrole WTI (\$ US/baril)	64	43	51	53				
Pétrole Brent (\$ US/baril)	67	45	53	56				
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	5,09	2,55	3,10	2,95				
Cuivre (\$ US/lb)	2,36	2,21	2,55	2,75				
Zinc (\$ US/lb)	0,81	0,95	1,25	1,40				
Nickel (\$ US/lb)	7,45	4,36	4,40	5,00				
Aluminium (\$US/livre)	0,87	0,73	0,85	0,85				
Minerai de fer (\$US/tonne)	68	58	65	60				
Charbon métallurgique (\$US/tonne)	127	115	185	125				
Or, à Londres en après-midi (\$ US/once)	845	1 251	1 225	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	1,5	2,7	1,9	1,9	1,6	2,2	2,2
Dépenses de consommation	2,9	2,3	3,0	1,8	2,3	2,7	2,6	2,6
Investissement dans le secteur résidentiel	3,8	3,0	3,6	-1,4	-0,7	4,9	4,5	2,6
Investissements des entreprises	2,7	-7,8	-0,3	3,2	2,4	-0,5	3,8	2,9
Gouvernement	2,2	1,8	2,0	2,0	1,0	0,8	0,2	0,6
Exportations	1,3	1,0	1,8	3,7	3,8	0,4	2,9	2,5
Importations	3,1	-0,9	2,1	2,7	3,5	1,1	4,3	3,5
PIB nominal	4,4	2,1	5,2	3,9	4,0	3,0	4,2	4,2
Indice implicite du PIB	2,2	0,6	2,4	2,0	2,0	1,3	1,9	2,0
Indice des prix à la consommation	2,0	1,4	1,7	1,9	2,2	1,3	2,2	2,2
IPC hors aliments et énergie	1,6	1,9	1,7	1,8	2,0	2,2	2,0	2,2
Bénéfices des sociétés avant impôts	3,9	-4,5	25,0	5,0	5,9	-0,1	4,1	3,5
Emploi	1,4	0,7	1,5	0,9	0,6	1,8	1,4	1,2
Taux de chômage (en %)	7,1	7,0	6,6	6,5	6,3	4,9	4,4	4,3
Solde des paiements courants (en G\$ CA, US)	-13,9	-67,0	-47,8	-37,4	-511	-452	-488	-534
Balance commerciale (en G\$ CA, US)	28,2	-26,0	0,0	7,5	-668	-753	-827	-890
Solde budgétaire fédéral (EF, en G\$ CA, US)	-2,9	-1,0	-22,0	-24,5	-529	-585	-625	-655
pourcentage du PIB	-0,2	0,0	-1,1	-1,1	-3,8	-3,2	-3,2	-3,2
Mises en chantier (en milliers)	199	198	202	190	1,27	1,18	1,23	1,33
Ventes de véhicules motorisés (en milliers)	1 639	1 949	2 000	1 980	15,4	17,5	17,4	17,6
Production industrielle	0,5	-0,3	3,8	1,5	0,8	-1,2	1,5	2,0
	Mexique (variation annuelle, en %)							
PIB réel	2,4	2,3	2,0	2,5				
Indice des prix à la consommation (fin d'année)	4,5	3,4	6,1	4,3				
Solde des paiements courants (en G\$ US)	-13,9	-27,9	-20,7	-28,1				
Balance commerciale (en G\$ US)	-6,8	-13,1	-3,7	-6,5				

Prévisions trimestrielles	2016				2017				2018			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2e	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Canada												
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	2,8	-1,4	4,2	2,7	3,7	2,5	2,2	2,0	1,9	1,8	1,7	1,6
PIB réel (variation annuelle en %)	1,3	1,1	1,5	2,0	2,3	3,3	2,8	2,6	2,2	2,0	1,8	1,8
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	1,5	1,6	1,2	1,4	1,9	1,5	1,7	1,7	1,7	1,9	2,1	2,1
IPC hors aliments et énergie (évolution sur un an, en %)	1,7	2,0	2,0	1,8	2,0	1,5	1,5	1,6	1,7	1,7	1,9	1,9
Moyenne des nouveaux indices de référence (évolution sur un an, en %)	1,8	2,0	1,8	1,7	1,6	1,3	1,2	1,3	1,4	1,5	1,7	1,8
États-Unis												
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	0,8	1,4	3,5	2,1	1,4	2,7	2,4	2,2	2,1	2,1	2,0	2,0
PIB réel (variation annuelle en %)	1,6	1,3	1,7	2,0	2,1	2,4	2,2	2,2	2,4	2,2	2,1	2,1
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	1,1	1,1	1,1	1,8	2,6	2,0	2,1	2,0	2,0	2,4	2,3	2,3
IPC hors aliments et énergie (évolution sur un an, en %)	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	1,8	1,9	1,9	2,0	2,3	2,3	2,3

ANNEXE 3

Taux des banques centrales	2016		2017				2018			
	T3	T4	T1	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Amérique	(en %, à la fin de la période)									
Banque du Canada	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	1,00	1,25	1,25	1,25	1,25
Réserve fédérale américaine (limite supérieure)	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	7,00	7,00	7,25	7,50	7,50	7,50	7,50
Banque centrale du Brésil	14,25	13,75	12,25	10,25	9,75	9,25	9,00	9,00	9,00	9,00
Banque de la République de Colombie	7,75	7,50	7,00	5,75	5,50	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
Banque centrale de réserve du Pérou	4,25	4,25	4,25	4,00	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
Banque centrale du Chili	3,50	3,50	3,00	2,50	2,50	2,50	2,50	2,75	3,00	3,25
Europe										
Banque centrale européenne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Banque d'Angleterre	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Banque nationale suisse	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
Asie/Océanie										
Banque centrale d'Australie	1,50	1,50	1,50	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	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
Banque de Corée	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,50	1,50	1,75
Banque centrale de l'Indonésie	5,00	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	5,00	5,00	5,25
Banque de Thaïlande	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75	1,75	2,00
Devises et taux d'intérêt										
Amérique	(à la fin de la période)									
Dollar canadien (USD/CAD)	1,31	1,34	1,33	1,30	1,30	1,28	1,28	1,27	1,25	1,25
Dollar canadien (CAD/USD)	0,76	0,74	0,75	0,77	0,77	0,78	0,78	0,79	0,80	0,80
Peso mexicain (USD/MXN)	19,39	20,73	18,72	18,12	18,77	19,63	19,84	19,68	19,75	20,01
Real brésilien (USD/BRL)	3,26	3,26	3,12	3,31	3,35	3,45	3,55	3,60	3,60	3,40
Peso colombien (USD/COP)	2 882	3 002	2 874	3 046	3 015	3 005	3 100	3 100	3 050	3 000
Nouveau sol - Pérou (USD/PEN)	3,38	3,36	3,25	3,25	3,27	3,25	3,23	3,22	3,20	3,20
Peso chilien (USD/CLP)	657	670	660	664	649	655	654	652	650	648
Europe										
Euro (EUR/USD)	1,12	1,05	1,07	1,14	1,12	1,13	1,15	1,18	1,20	1,20
Livre sterling (GBP/USD)	1,30	1,23	1,26	1,30	1,28	1,28	1,28	1,28	1,31	1,31
Franc suisse (USD/CHF)	0,97	1,02	1,00	0,96	0,98	0,97	0,97	0,95	0,93	0,93
Couronne suédoise (USD/SEK)	8,58	9,10	8,97	8,43	8,80	8,70	8,60	8,50	8,40	8,30
Couronne norvégienne (USD/NOK)	7,98	8,64	8,60	8,35	8,00	8,00	7,80	7,60	7,40	7,20
Rouble russe (USD/RUB)	62,9	61,5	56,2	58,9	58,0	58,3	58,7	59,0	59,2	59,3
Asie/Océanie										
Yen - Japon (USD/JPY)	101	117	111	112	110	110	112	112	115	115
Dollar australien (AUD/USD)	0,77	0,72	0,76	0,77	0,75	0,75	0,77	0,77	0,78	0,78
Yuan - Chine (USD/CNY)	6,67	6,95	6,89	6,78	6,90	6,95	6,90	6,90	6,85	6,85
Roupie - Inde (USD/INR)	66,6	67,9	64,9	64,6	65,5	66,5	66,0	66,0	65,5	65,5
Won - Corée du sud (USD/KRW)	1 101	1 208	1 118	1 144	1 150	1 160	1 150	1 150	1 140	1 140
Rupiah - Indonésie (USD/IDR)	13 042	13 473	13 326	13 328	13 450	13 500	13 450	13 450	13 400	13 400
Baht - Thaïlande (USD/THB)	34,6	35,8	34,4	34,0	34,3	34,7	34,3	34,3	34,0	34,0
Canada (rendements, %)										
Bon du Trésor à 3 mois	0,53	0,46	0,55	0,71	0,90	1,10	1,30	1,30	1,25	1,25
Obligation du Canada à 2 ans	0,52	0,75	0,75	1,10	1,20	1,30	1,35	1,40	1,45	1,50
Obligation du Canada à 5 ans	0,62	1,11	1,12	1,39	1,50	1,65	1,75	1,85	1,90	2,00
Obligation du Canada à 10 ans	1,00	1,72	1,63	1,76	1,85	2,00	2,10	2,25	2,40	2,50
Obligation du Canada à 30 ans	1,66	2,31	2,30	2,15	2,20	2,40	2,50	2,60	2,70	2,80
États-Unis (rendements, %)										
Bon du Trésor à 3 mois	0,27	0,50	0,75	1,01	1,05	1,30	1,30	1,55	1,70	1,90
Obligation du Trésor à 2 ans	0,76	1,19	1,25	1,38	1,50	1,65	1,75	1,85	1,95	2,10
Obligation du Trésor à 5 ans	1,15	1,93	1,92	1,89	1,95	2,10	2,25	2,40	2,55	2,60
Obligation du Trésor à 10 ans	1,59	2,44	2,39	2,30	2,35	2,50	2,70	2,90	2,95	3,00
Obligation du Trésor à 30 ans	2,31	3,07	3,01	2,83	2,90	3,15	3,35	3,40	3,45	3,50

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

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

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

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

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

^{MD} Marque déposée de La Banque de Nouvelle-Écosse.

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

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

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

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

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

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

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

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

^{MD} Marque déposée de La Banque de Nouvelle-Écosse.

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

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

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

Stratégie des marchés des changes

La présente publication a été préparée par La Banque de Nouvelle-Écosse (la Banque Scotia) à titre d'information et de promotion. Les opinions, estimations et prévisions qui y sont reproduites sont les nôtres en date des présentes et peuvent être modifiées sans préavis. Les renseignements et opinions que renferme cette publication sont compilés ou établis à partir de sources jugées fiables; toutefois, nous ne déclarons ni ne garantissons pas, explicitement ou implicitement, qu'ils sont exacts ou complets, et ni ces renseignements, ni ces prévisions ne doivent être considérés comme une déclaration engageant la responsabilité de la Banque Scotia, de ses sociétés affiliées ou de l'un quelconque de ses employés. Ni la Banque Scotia, ni ses sociétés affiliées n'assument de responsabilité, quelle qu'elle soit, au titre des pertes découlant de la consultation de ces renseignements. Cette publication ne constitue pas et ne se veut pas non plus une offre visant à vendre ni une invitation à offrir d'acheter l'une quelconque des monnaies visées dans la présente et ne doit pas constituer non plus une opinion quant à savoir si vous devriez effectuer un swap ou participer à une stratégie de négociation comportant un swap ou toute autre transaction. L'information générale reproduite dans cette publication sur les questions transactionnelles, financières, éducatives et boursières ne se veut pas et ne constitue pas non plus une recommandation de swap ou de stratégie de négociation comportant un swap au sens du Règlement 23.434 de la Commodity Futures Trading Commission des États-Unis et de l'Appendice A de ce règlement. Ce document n'est pas destiné à être adapté à vos besoins individuels ou à votre profil personnel et ne doit pas être considéré comme un « appel à agir » ou une suggestion vous incitant à conclure un swap ou une stratégie de négociation comportant un swap ou toute autre transaction. Vous devez noter que la manière dont vous appliquez l'une quelconque des stratégies évoquées dans cette publication peut vous exposer à un risque significatif et que vous devez réfléchir attentivement à votre capacité de supporter ce risque en vous adressant à vos conseillers professionnels financiers, juridiques, comptables, fiscaux et autres conseillers indépendants. La Banque Scotia, ses sociétés affiliées et/ou leurs dirigeants, administrateurs ou employés peuvent éventuellement prendre des positions dans les monnaies mentionnées dans les présentes à titre de mandants ou de placeurs et peuvent toucher une rémunération à titre de conseillers financiers et/ou de preneurs fermes pour certaines des sociétés mentionnées dans cette publication. Les administrateurs, dirigeants ou employés de la Banque Scotia et de ses sociétés affiliées peuvent siéger au conseil d'administration des sociétés visées dans la présente. Tous les produits et services de la Banque Scotia sont soumis aux modalités des conventions applicables et de la réglementation locale. Cette publication et l'ensemble des renseignements, des opinions et des conclusions qu'elle renferme sont protégés par des droits d'auteur. Il est interdit de les reproduire, en totalité ou en partie, de les citer de quelque manière que ce soit, ou de citer les renseignements, opinions et conclusions qui y sont reproduits sans que la Banque Scotia donne d'abord expressément son accord par écrit.

^{Mc} Marque de commerce de La Banque de Nouvelle-Écosse. Marque utilisée sous licence, le cas échéant. La Banque Scotia, de pair avec l'appellation « Services bancaires et marchés mondiaux », est une dénomination commerciale désignant les activités mondiales exercées dans le secteur des services bancaires aux sociétés, des services bancaires de placement et des opérations sur les marchés financiers par La Banque de Nouvelle-Écosse et certaines de ses sociétés affiliées dans les pays où elles sont présentes, lesquelles sont toutes des membres du groupe de la Banque Scotia et des usagers autorisés de la marque Banque Scotia. Constituée au Canada sous le régime de la responsabilité limitée, les activités de La Banque de Nouvelle-Écosse sont autorisées et réglementées par le Bureau du surintendant des institutions financières du Canada. Au Royaume-Uni, les activités de La Banque de Nouvelle-Écosse et de Scotiabank Europe plc sont autorisées par la Prudential Regulation Authority. Au Royaume-Uni, les activités de La Banque de Nouvelle-Écosse sont soumises à la réglementation de la Financial Conduct Authority et à la réglementation limitée de la Prudential Regulation Authority. Au Royaume-Uni, les activités de Scotiabank Europe plc sont autorisées par la Prudential Regulation Authority et réglementées par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails du périmètre de l'application, à La Banque de Nouvelle-Écosse, de la réglementation de la Prudential Regulation Authority du Royaume-Uni. Toutes les activités de Scotiabank Inverlat, S.A., de Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V. et de Scotia Inverlat Derivados, S.A. de C.V. sont autorisées et réglementées par les autorités financières mexicaines. Les produits et les services ne sont pas tous offerts dans toutes les administrations. Les services décrits sont offerts dans les administrations dont les lois le permettent.