

Retour à l'équilibre

L'activité économique mondiale tourne toujours au ralenti. La croissance mondiale, de l'ordre de 3 % en 2016, n'a jamais été aussi lente depuis la grande crise financière (graphique 1). Les raisons de cette piètre tenue, aujourd'hui bien connues, sont différentes dans chaque pays. Il s'agit généralement des rajustements structurels de l'économie de nombreux pays, des efforts que la plupart consacrent à la réduction de leur surcapacité, des catastrophes naturelles incessantes, des événements géopolitiques récurrents comme le Brexit, ainsi que des prochaines élections nationales et des nouvelles politiques que pourraient adopter certaines grandes puissances comme les États-Unis. Hormis leurs chocs actuels sur la croissance, nombre de ces facteurs représentent des risques baissiers importants et chroniques pour les perspectives, en renchérissant les risques propres à des pays comme la Chine, entre autres. Sur cette toile de fond, les banques centrales ont respecté une politique monétaire exceptionnellement généreuse afin de soutenir les dépenses des ménages et l'investissement des entreprises.

Mondialement, tout porte à croire que les ménages ont réagi à ces mesures de relance. Ainsi, les ventes mondiales d'automobiles, en forte progression cette année, atteignent des sommets sans précédent (graphique 2). Il en va de même des ventes d'automobiles au Canada et aux États-Unis. Or, les dépenses en immobilisations des entreprises déçoivent jusqu'à maintenant. C'est ainsi qu'au Canada, par exemple, si les exportations canadiennes manquent de tonus, c'est peut-être directement, entre autres, parce que l'investissement des entreprises américaines peine à se relever. Heureusement, l'investissement semble prendre du mieux aux États-Unis, puisque depuis maintenant trois mois, les commandes de biens d'équipement augmentent pour la première fois depuis le milieu de 2009. Bien que nous ne nous attendions pas, pour l'heure, à une forte remontée de l'investissement fixe des entreprises américaines, les données mensuelles laissent poindre un risque de hausse de nos prévisions américaines. Elles laissent aussi entendre que la reprise tant attendue de l'investissement pourrait enfin être à nos portes.

De pair avec des cours pétroliers qui augmentent plus que prévu, et qui devraient, à notre avis, atteindre une moyenne de 50 \$ le baril au quatrième trimestre de 2016, la reprise possible de l'investissement américain est de bon augure pour les exportations canadiennes. Il existe un lien étroit entre les exportations canadiennes et la demande intérieure américaine, et une reprise de l'investissement des entreprises américaines pourrait avoir un profond retentissement sur les perspectives des exportations canadiennes. D'un point de vue canadien, l'humeur des entreprises, qui s'améliore selon la plus récente Enquête sur les perspectives des entreprises de la Banque du Canada, est une autre bonne nouvelle.

Dans l'ensemble, ces risques de hausse et de baisse permettent de croire que nos prévisions pour l'Amérique du Nord sont équilibrées, même si nous nous attendons, pour le Canada et les États-Unis, à un taux de croissance de l'ordre de 2 % et de 2,2 % pour 2017 et 2018 respectivement. Puisque ces taux de croissance sont nettement supérieurs à la croissance potentielle de ces deux pays, il y a un excédent de capacité à absorber, ce qui devrait aviver l'inflation et obliger les deux pays à durcir leurs politiques monétaires. Nous prévoyons que la Réserve fédérale relèvera les taux de 25 points de base en décembre 2016, pour ensuite les hausser à trois reprises dans le courant de 2017. Parce que le Canada a un plus fort excédent de capacité et que la croissance est au ralenti, nous prévoyons que la Banque du Canada relèvera les taux d'à peine 25 points de base à la fin de 2017.

En Europe, la conjoncture est toujours aussi pénible. Au Royaume-Uni, même si, d'après les données publiées dans la foulée du Brexit, l'économie est beaucoup plus vigoureuse que ce que nous avons prévu, nous sommes toujours d'avis que le Brexit aura un lourd tribut, à long terme, pour l'économie de ce pays. Dans la zone euro, la croissance,

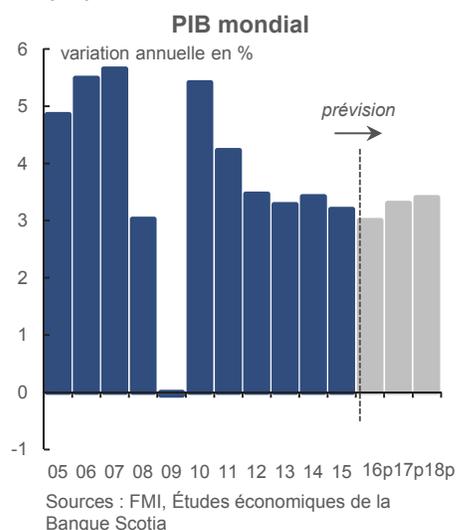
RENSEIGNEMENTS

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	1-2
Canada	3-5
Provinces	6-7
États-Unis	8-10
Mexique	11-12
Royaume-Uni	13-14
Zone euro	15-17
Amérique latine	18-27
Asie	28-33
Produits de base	34-36
Marchés financiers	37-38
Monnaies	39-40
Tableaux des prévisions sommaires	A1-A3

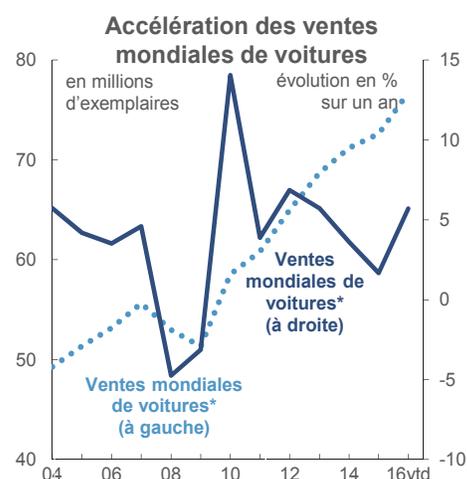
Graphique 1



supérieure au potentiel, sera de l'ordre de 1,3 % en 2017 et de 1,5 % en 2018. Les risques politiques sont importants, et la mauvaise posture du système bancaire de certains pays reste préoccupante. Puisque l'inflation est toujours nettement inférieure aux objectifs dans la zone euro, nous nous attendons à ce que la BCE reste fidèle à ses politiques monétaires conciliantes jusqu'à la fin de 2018.

Sur les marchés émergents, les perspectives s'améliorent : la crise se résorbe au Brésil, les relations économiques et financières se normalisent avec l'Argentine, et l'Inde offre un rendement toujours aussi solide. Dans les pays de l'Alliance du Pacifique, on s'attend à ce que l'activité économique prenne un peu de vitesse, grâce à la hausse des prix de certains produits de base et à une meilleure croissance mondiale. Or, des risques subsistent pour les marchés émergents : certains pays sont en proie à des difficultés budgétaires, d'autres ont d'importants besoins en financement externe, et il est toujours probable qu'en définitive, une intervention de la Réserve fédérale attise pour un temps la volatilité des marchés.

Une importante réserve accompagne notre opinion sur la présidentielle américaine. Nos prévisions ne prennent pas en compte les politiques avancées par les deux candidats. Nous en tiendrons compte lorsque les résultats de la présidentielle seront connus et que le vainqueur commencera à appliquer son programme.

Graphique 2


Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg
 *Pays suivis par la Banque Scotia

Tableau 1 — PIB mondial

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

Canada

DU PAREIL AU MÊME, POUR L'INSTANT

L'économie canadienne devrait se ressaisir fortement au deuxième semestre : l'activité se rétablit des incendies forestiers de l'Alberta, les réalignements des stocks tirent à leur fin et les mesures de relance budgétaires s'accroissent. Malgré tout, la croissance du PIB ne fera guère mieux que 1,2 % en 2016, ce qui est à peine plus que la progression de 1,1 % de l'an dernier. Nous nous attendons à ce que la croissance s'accélère à une moyenne proche de 2,0 % en 2017-2018, grâce aux dépenses d'infrastructures, à la hausse des exportations et à une remontée graduelle de l'investissement pétrogazier.

Les dépenses de consommation sont toujours aussi résilientes : les dépenses réelles gravitent autour d'un taux annuel de 2 %. Même si les salaires augmentent peu, le pouvoir d'achat des ménages et les dépenses discrétionnaires peuvent compter sur l'aide fédérale ciblée, les taux d'intérêt faibles et l'inflation quasi nulle. Grâce à la baisse des prix de l'essence, les automobilistes ont pu épargner 1,4 milliard de dollars dans l'année écoulée, même si la consommation de l'essence a augmenté. Dans le même temps, le dollar canadien plus stable et les stocks de bovins croissants ont réduit les pressions sur les prix des aliments.

Si quelques provinces offrent cette année des allègements fiscaux, plusieurs autres augmentent considérablement leurs impôts et redevances pour élarger leurs déficits. Ainsi, les nombreuses initiatives d'Ottawa, notamment les transferts accrus, surtout la nouvelle allocation canadienne pour enfants à l'intention des familles à revenu faible et moyen, et la baisse dans les deux chiffres des primes d'assurance emploi pour les employés comme pour les employeurs en 2017, apportent à de nombreuses familles une aide considérable.

Mais pour la suite, dans l'ensemble, le lourd endettement des ménages, la demande au ralenti et les timides tendances de l'évolution de l'emploi et des revenus pourraient peser sur les projets d'achat des consommateurs. La prudence des entreprises limite l'embauche à des niveaux inférieurs à ceux des cycles expansionnistes types, même si la conjoncture devrait s'améliorer légèrement l'an prochain avec la réduction des licenciements dans le secteur des ressources (graphique 1).

Les récents indices de confiance révèlent que dans la plupart des régions du pays, les ménages hésitent plus à engager des achats importants, comme en témoigne le ralentissement des ventes de véhicules automobiles durant l'été. Dans le même temps, le marché du logement, moins vigoureux, devrait ralentir les ventes de biens durables des ménages, ainsi que le niveau d'activité dans la rénovation. Dans l'ensemble, la croissance réelle des dépenses de consommation devrait se modérer en fonction des tendances de l'évolution des revenus réels des ménages, soit de l'ordre de 1,5 %.

Le marché du logement devrait également se ralentir sur l'horizon prévisionnel. Les ventes de maisons se sont déjà fortement repliées en Colombie-Britannique en raison de la détérioration rapide de l'abordabilité et des nouvelles règles hypothécaires et taxes visant les maisons à prix élevé et les acheteurs étrangers. En outre, la détérioration de l'abordabilité dans la région du Grand Toronto et les environs, de pair avec le plus récent train de mesures de durcissement hypothécaire annoncé par Ottawa au début d'octobre, viendra probablement tempérer la demande sur ce marché toujours en plein essor. Un relèvement des frais de crédit accélérerait le rajustement.

Bien que les ménages soient limités dans leur capacité à augmenter considérablement leurs dépenses, il faut essentiellement, pour secouer l'économie de sa torpeur actuelle, s'en remettre à un meilleur rendement des exportations. Alors que les exportations non énergétiques ont replongé dans leur léthargie du début de l'année, dans l'ensemble, les

RENSEIGNEMENTS

Derek Holt

416.863.7707

Études économiques de la Banque Scotia

derek.holt@scotiabank.com

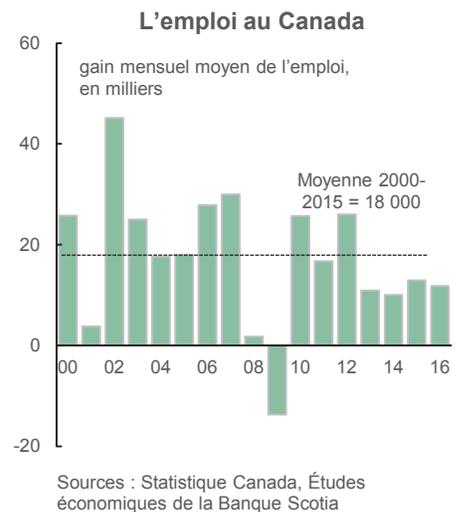
Adrienne Warren

416.866.4315

Études économiques de la Banque Scotia

adrienne.warren@scotiabank.com

Graphique 1



Graphique 2



volumes exportés accusent toujours 5 % de recul par rapport au niveau du début de l'année. Il faut en partie attribuer ce recul à un repli prolongé des stocks américains; or, le ralentissement est généralisé.

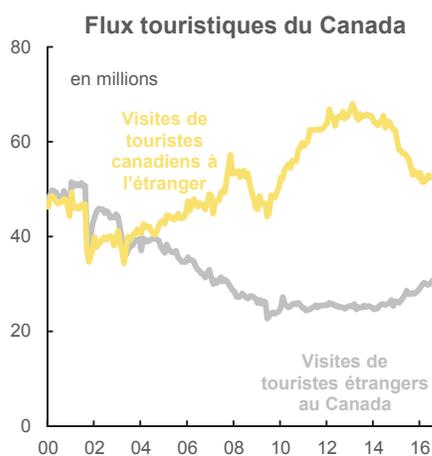
Plusieurs facteurs expliquent cette tendance léthargique et inégale des exportations canadiennes. En particulier, l'anémie chronique de l'investissement mondial restreint la demande de matériaux et de biens d'équipement industriels — les secteurs piliers des exportations canadiennes, qui représentent environ le tiers des livraisons non énergétiques. Le lien traditionnel entre les exportations canadiennes et la demande intérieure américaine est toujours aussi solide : le taux annuel de croissance moyen de 2,7 % des volumes d'exportations non énergétiques canadiennes dans les quatre derniers trimestres concorde avec la hausse annuelle moyenne de 2,2 % de la demande intérieure américaine (graphique 2).

Les problèmes de compétitivité intérieure, aggravés par la croissance au ralenti de la productivité et les coûts unitaires de main-d'œuvre élevés, continuent de freiner la reprise des exportations. L'amélioration de la compétitivité des coûts canadiens, grâce à une baisse de l'ordre de 15 % de la valeur du dollar canadien par rapport au dollar américain ces deux dernières années, s'est déroulée alors que le billet vert s'est généralement renforcé. Le taux de change réel du dollar canadien par rapport aux devises de nos principaux partenaires commerciaux sauf les États-Unis n'a guère évolué au cours de ce trimestre.

L'activité exportatrice est probablement aussi freinée par des contraintes de capacité. Certaines industries manufacturières canadiennes, dont les produits alimentaires, le bois et le papier, les plastiques et le caoutchouc, le mobilier et le matériel de transport, tournent à un rythme égal ou supérieur à des taux historiques d'utilisation de la capacité. L'incertitude économique mondiale, la léthargie de la croissance des bénéfices des entreprises canadiennes et la hausse du coût des machines importées laissent entendre que les entreprises hésitent toujours à engager de nouveaux investissements productifs de capacité, ce qui amoindrit le potentiel des exportations.

L'exportation des services canadiens, menée par les services commerciaux et touristiques, affiche une tenue exceptionnelle. La faiblesse du huard et l'augmentation de la capacité aérienne ont permis d'accroître considérablement l'apport du tourisme international, porté à son sommet depuis dix ans (graphique 3). Alors que le déficit du Canada dans le commerce des biens s'est creusé à un niveau record au deuxième trimestre, son déficit dans le commerce des services s'est réduit à un niveau qui n'a jamais été aussi faible depuis 2011.

La politique budgétaire continue d'appuyer la croissance, malgré une gestion toujours aussi rigoureuse des dépenses parmi certaines provinces. Dans l'ensemble, les réductions ciblées de l'impôt fédéral sur les revenus des particuliers, l'accroissement des transferts fédéraux à l'intention des ménages et les dépenses d'infrastructures à tous les paliers de gouvernement devraient ajouter près d'un demi-point de pourcentage à la croissance annuelle du PIB réel jusqu'à la fin de 2018.

Graphique 3


Sources : Statistique Canada, Études économiques de la Banque Scotia

Tableau 1 — Prévisions canadiennes trimestrielles

	2016				2017				2018			
	T1	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Économique												
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	2,5	-1,6	3,5	1,8	2,0	2,1	2,0	2,0	1,9	1,9	1,8	1,8
PIB réel (variation annuelle en %)	1,2	0,9	1,2	1,5	1,4	2,4	2,0	2,0	2,0	2,0	1,9	1,9
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	1,5	1,6	1,3	1,6	1,9	1,9	2,3	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1
Indice de référence (variation annuelle en %)	2,0	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Financier												
Dollar canadien (USD/CAD)	1,30	1,29	1,31	1,33	1,30	1,30	1,25	1,25	1,25	1,25	1,22	1,22
Dollar canadien (CAD/USD)	0,77	0,77	0,76	0,75	0,77	0,77	0,80	0,80	0,80	0,80	0,82	0,82
Taux à un jour de la Banque du Canada (%)	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	0,75	1,00	1,00	1,25
Bon du Trésor à 3 mois	0,45	0,49	0,53	0,50	0,50	0,50	0,55	0,80	0,85	1,05	1,10	1,30
Obligation du Canada à 2 ans	0,54	0,52	0,52	0,60	0,65	0,75	0,85	1,05	1,25	1,45	1,60	1,70
Obligation du Canada à 5 ans	0,68	0,57	0,62	0,75	0,90	1,05	1,20	1,35	1,50	1,65	1,80	1,85
Obligation du Canada à 10 ans	1,23	1,06	1,00	1,15	1,25	1,30	1,45	1,55	1,75	1,90	2,00	2,05
Obligation du Canada à 30 ans	2,00	1,72	1,66	1,80	1,85	1,95	2,05	2,20	2,30	2,35	2,40	2,45

Les projets de transports en commun, de traitement des eaux et d'infrastructures sociales issus de la phase 1 du programme d'infrastructures mené par le gouvernement fédéral sur dix ans au coût de 60 milliards de dollars devraient être de plus en plus visibles partout au Canada dans les deux prochaines années, puisqu'ils donnent lieu à des augmentations dans les deux chiffres des dépenses en immobilisations des provinces et des municipalités. Ces projets permettront de rattraper des retards de maintenance, de profiter des perspectives à court terme et d'ouvrir la voie aux projets plus transformatifs de la Phase 2. Certaines de ces dépenses d'infrastructures devraient offrir au secteur privé des occasions d'investissement, par exemple dans les ensembles commerciaux haut de gamme à proximité des réseaux de transports en commun modernisés. La *Stratégie fédérale de développement durable* laisse également entrevoir une évolution à moyen terme, en évoquant par exemple l'adoption d'un prix national du carbone (ou de programmes provinciaux équivalents) dès 2018.

L'endettement élevé des ménages et la survalorisation des marchés du logement de Vancouver et de Toronto sont toujours autant de risques lourds pour les perspectives canadiennes. La récente décision du gouvernement fédéral de durcir davantage ses règles macroprudentielles, en adoptant des critères plus rigoureux dans l'approbation du crédit hypothécaire assuré, devrait contenir la demande de crédit, en atténuant le risque d'un rajustement chaotique du marché du logement. La possibilité que l'incertitude économique accrue continue de déprimer le commerce et l'investissement dans le monde entier, en retardant la rotation tant attendue de la croissance canadienne entre les dépenses de consommation et l'activité du secteur des ressources d'une part et, d'autre part, les exportations distinctes des produits de base et l'investissement, est au nombre des plus grands risques externes. En revanche, le relèvement de la demande intérieure américaine devrait accélérer encore la reprise des exportations.

POLITIQUE MONÉTAIRE

La Banque du Canada devrait garder le cap sur un taux de financement à un jour de 0,5 % jusqu'à pareille date l'an prochain. À partir de la fin de 2017 et en 2018, nous prévoyons un total de trois relèvements des taux. Par rapport à nos prévisions pour la Réserve fédérale, l'écart sur les taux de financement à un jour devrait se creuser à -75 points de base avant de se stabiliser lorsque la Banque du Canada (BdC) commencera à s'inspirer des mesures de durcissement de la Fed, avec un certain décalage, notamment en raison du cycle plus évolué des dépenses des ménages malgré les incertitudes qui règnent sur la conjoncture exportatrice. Indépendamment des autres facteurs qui portent le dollar, la politique de la BdC sera plus constructive que celle de la Fed pour la conjoncture des exportations, à cause de ses incidences sur notre monnaie. Or, il y a toujours une limite dans le décalage de cette politique, compte tenu des incidences des prix des importations et, par conséquent, du risque d'inflation sur la monnaie.

En définitive, à court terme, l'inflation de base est soumise à une pression baissière qui s'intensifie, après avoir culminé à 2,4 % sur un an au milieu de 2015, et qui s'établit actuellement à 1,8 %, ce qui est légèrement inférieur au point médian de la fourchette cible de l'inflation de 1 % à 3 %. La BdC s'inspire de l'inflation de base pour se guider dans l'opérationnalisation de sa cible de 2 % pour l'IPC global. Un nouveau risque baissier pour l'indicateur traditionnel de l'inflation de base — sans oublier tout ce qui pourrait venir l'élaguer — augmente la possibilité d'un nouvel assouplissement de la politique de la BdC. Nous ne prévoyons pas que la marge déflationniste nette de l'économie canadienne — mesurée d'après le double déficit de production de la BdC — sera éliminée avant au moins 2018, ce qui milite en faveur de ce pronostic.

Plusieurs autres considérations militent contre un allègement du risque et constituent un obstacle de taille contre ces attentes. La stabilité financière est la première de ces considérations. Récemment, le gouvernement fédéral a emboîté le pas à la Colombie-Britannique en durcissant les règles du financement hypothécaire afin de doucher les marchés du logement. Si la BdC devait réduire les taux, la politique monétaire contredirait la politique réglementaire alors qu'Ottawa veut tempérer les marchés du logement et réduire les déséquilibres financiers. Deuxièmement, la BdC pourrait considérer que les relèvements de taux de la Réserve fédérale sont adéquats dans la mesure où ils ont pour effet d'affaiblir le dollar canadien. Troisièmement, le Canada est au beau milieu d'un rebond dont la durée est incertaine; tant que cette durée n'aura pas été établie faute de facteurs transitoires, il se pourrait qu'on doive faire preuve d'attentisme au moins jusqu'au premier semestre de 2017. En outre, on pourrait s'en remettre davantage à la perspective de nouvelles mesures de relance budgétaires du gouvernement fédéral, ce qui pourrait toujours constituer l'option stratégique la plus attrayante, au lieu de risquer un pas sur la voie de l'efficacité infondée des taux d'intérêt négatifs, surtout si on les applique au système bancaire canadien.

Tableau 2 — Canada

	2000-15	2016f	2017p	2018p
	(variation annuelle, en %)			
PIB réel	2,1	1,2	2,0	1,9
Dépenses de consommation	2,9	2,1	1,8	1,6
Investissement dans le secteur résidentiel	3,8	3,4	-0,9	-1,1
Investissements des entreprises	2,5	-6,4	1,9	3,6
Gouvernement	2,3	1,7	2,0	1,7
Exportations	1,3	0,6	2,8	4,0
Importations	3,0	-0,9	2,6	3,3
PIB nominal	4,3	1,9	4,3	4,0
Indice implicite du PIB	2,2	0,7	2,3	2,0
Indice des prix à la consommation	2,0	1,5	2,1	2,1
Indice de référence	1,8	2,0	2,0	2,0
Bénéfices des sociétés avant impôts	3,9	-9,0	7,0	5,0
Emploi	1,4	0,6	0,8	0,8
Taux de chômage (en %)	7,1	7,0	6,9	6,8
Solde des paiements courants (en G\$ CA)	-13,2	-69,3	-58,5	-49,1
Balance commerciale (en G\$ CA)	28,4	-34,0	-27,2	-20,7
Solde budgétaire fédéral (en G\$ CA)	-2,9	-1,0	-30,0	-32,0
pourcentage du PIB	-0,2	0,0	-1,5	-1,5
Mises en chantier (en milliers)	199	195	185	182
Ventes de véhicules motorisés (en milliers)	1 639	1 955	1 945	1 930
Production industrielle	0,5	-0,6	1,8	1,6

Les provinces

LE REPOSITIONNEMENT BAT SON PLEIN

- Le boulet de la contraction de l'Alberta et de la Saskatchewan depuis deux ans commence à se faire moins lourd, et la croissance nationale de la production devrait se renforcer pour passer à environ 2,0 % en 2017 et 2018, grâce à des gains annuels de l'emploi de 0,8 %, malgré un certain fléchissement dans le vigoureux essor actuel de la Colombie-Britannique et de l'Ontario.
- Les sept provinces consommatrices de pétrole font état d'un déficit global d'à peine 3,5 milliards de dollars (0,2 % du PIB) pour l'exercice financier 2015-2016 (EF 16) et l'EF 17.

La reprise régionale au Canada revient à l'équilibre, comme en font foi plusieurs indicateurs, dont les gains de population sur un an, qui ont repris dans toutes les provinces au premier semestre de 2016, l'essor de plusieurs industries, dont le tourisme, dans tout le Canada, et l'intensification des projets d'infrastructures d'un océan à l'autre. Pour produire la croissance projetée en 2018, les sept provinces consommatrices de pétrole doivent augmenter leurs exportations nettes et l'investissement de leurs entreprises, alors que les trois grandes provinces productrices de pétrole — l'Alberta, la Saskatchewan et Terre-Neuve-et-Labrador — doivent s'adapter à la lente remontée des cours mondiaux du pétrole et se diversifier petit à petit. Si la croissance provinciale comporte des risques de baisse, les projets proposés, par exemple l'agrandissement du pipeline de Trans Mountain au coût de 6,8 milliards de dollars, laissent entrevoir un potentiel de hausse.

L'accroissement annuel projeté de la production pétrolière, dont la moyenne sera d'au moins 7 % dans les deux prochaines années en raison de la nouvelle capacité en sables pétrolifères, aidera l'Alberta à reprendre du mieux. La reprise graduelle prévue pour l'investissement pétrogazier en Alberta, à partir de niveaux qui atteignent cette année à peu près la moitié du sommet de 2014, suppose qu'il faut davantage compter sur un accès plus vaste au pétrole en mer grâce aux oléoducs et sur la capacité de l'industrie pétrolière de reconquérir sa compétitivité malgré des responsabilités environnementales plus lourdes. Or, un autre déclin, bien que modéré, est prévu pour le total de l'investissement des entreprises en Alberta l'an prochain, malgré la reconstruction de Fort McMurray, puisque d'autres industries réagissent au recul du secteur de l'énergie. Pour la Saskatchewan, la reprise sera, jusqu'à la fin de 2018, limitée par les faibles cours de la potasse et de l'uranium, alors que pour Terre-Neuve-et-Labrador, elle sera alourdie par la réalisation de projets comme son quatrième gisement pétrolifère en mer.

Hormis le secteur minier, la reprise en deçà et au-delà de nos frontières devrait se poursuivre dans un ensemble de services du secteur privé, et dans l'agroalimentaire, l'élimination des obstacles contre les exportations de canola et d'autres produits ouvre des perspectives favorables. Mais dans l'exportation d'autres marchandises, les progrès resteront probablement inégaux. Pour plusieurs facteurs de croissance récents comme le montage et les pièces de véhicules automobiles en Ontario, l'activité continuera de culminer en 2017 et en 2018, alors que les autres gains seront limités. Les données de l'Ontario confirment également les contraintes imposées aux exportations interprovinciales par le ralentissement du secteur minier. Dans le domaine des produits forestiers, l'intervention commerciale des États-Unis est un risque, à l'orée de la deuxième année de renégociation de l'*Accord sur le bois d'œuvre résineux Canada-États-Unis*. Toutefois, cette nouvelle industrie profite de pressions moins fortes sur les coûts puisque les grands projets de ressources ne font plus monter les dépenses. Les employeurs font état, pour l'ensemble du pays, de hausses de salaires sur un an de moins de 1,0 % depuis le début de l'année jusqu'à la fin de juillet, et depuis le milieu de 2015, la hausse des coûts de construction non résidentielle dans les sept grandes régions métropolitaines de recensement est en moyenne inférieure à 1 %.

Le recul prévu des marchés du logement effervescents cette année limitera la croissance de l'Ontario et de la Colombie-Britannique en 2017-2018, et ce virage ralentira un ensemble de

RENSEIGNEMENTS

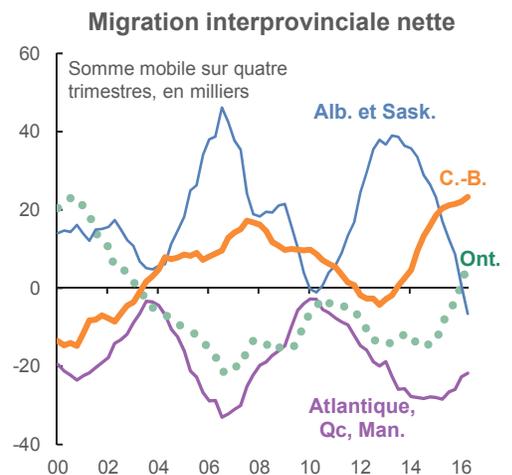
Mary Webb

416.866.4202

Études économiques de la Banque Scotia

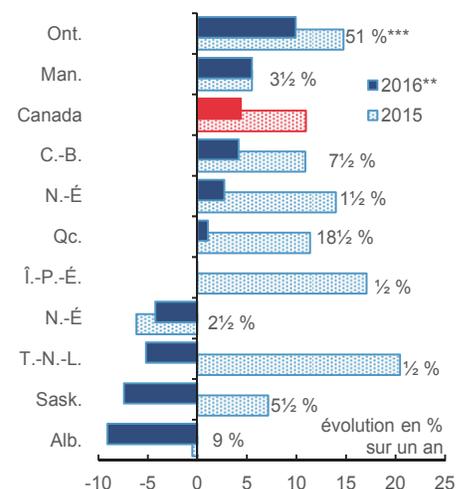
mary.webb@scotiabank.com

Graphique 1



Graphique 2

Gains dans l'exportation internationale des marchandises, hors mines*



* Hors énergie, mines et produits miniers. ** 2016 : de janvier à août. *** 2015 : part en % pour l'ensemble du pays. Source des graphiques 1 et 2 : Statistique Canada.

producteurs de biens et de services liés. Au Manitoba, au Québec et dans les provinces de l'Atlantique, les marchés du logement tâchent d'atterrir en douceur : les ventes unitaires ont augmenté de 6 % jusqu'à la fin de septembre, et les hausses de prix moyennes sont d'à peine 2,5 %. S'il est mené efficacement et économiquement, le nouveau programme fédéral d'infrastructures consacré aux municipalités tracera un parcours plus durable pour nos villes, en plus d'étayer la croissance régionale.

À la Colombie-Britannique, au Québec et à la Nouvelle-Écosse, qui s'attendent à des excédents pour l'EF 17, se joindront l'Ontario, l'Île-du-Prince-Édouard et la Saskatchewan, qui prévoient d'équilibrer leurs finances pour l'EF 18, ce qui accélérera la baisse progressive de la dette nette des provinces par rapport au PIB si les nouvelles dépenses en immobilisations sont gérées sagement. Les estimations budgétaires de nombreuses provinces comportent des provisions et/ou des hypothèses prudentes, et cette pratique devrait aider la Colombie-Britannique et l'Ontario à protéger leurs budgets nets puisque la contribution exceptionnelle qu'apporte à leurs recettes leur marché du logement en plein essor se ralentit. À terme, le vaste programme d'Ottawa, qui regroupe aussi bien la tarification du carbone que la formation professionnelle, la réforme fiscale et le nouvel *Accord sur la santé*, préfigure d'importants rajustements dans les provinces. Les taux d'intérêt, qui n'ont jamais été aussi faibles, porteront la hausse des dépenses en immobilisations des provinces et des municipalités; or, ils devraient également compliquer les engagements vis-à-vis des régimes de retraite des gouvernements, ce qui pèsera sur le rendement des investissements et les taux d'actualisation théoriques.

Tableau 1 — Provinces

évolution annuelle en %, sauf indication contraire

	CA	NL	PE	NS	NB	QC	ON	MB	SK	AB	BC
PIB réel											
2000-15*	2,1	2,5	1,8	1,3	1,2	1,7	2,0	2,4	2,0	3,0	2,6
2016p	1,2	0,2	1,2	1,3	0,4	1,4	2,6	2,0	-0,5	-2,5	2,8
2017p	2,0	-1,2	1,3	1,2	0,5	1,7	2,3	2,1	1,7	2,1	2,5
2018p	1,9	-0,9	1,1	1,0	0,5	1,7	2,2	2,0	1,9	2,2	2,3
PIB nominal											
2000-15*	4,3	5,8	4,3	3,3	3,3	3,6	3,7	4,5	6,0	6,7	4,4
2016p	1,9	-1,8	2,5	2,8	1,4	2,8	4,1	3,2	-2,8	-4,3	4,2
2017p	4,3	2,0	2,8	2,8	2,1	3,5	4,3	3,9	4,3	5,6	4,4
2018p	4,0	2,3	2,7	2,6	2,1	3,4	4,1	3,8	4,1	5,2	4,2
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
2016p	0,6	-1,0	-2,1	-0,5	-0,1	0,6	1,1	-0,2	-0,6	-1,6	3,0
2017p	0,8	-0,7	0,3	0,3	0,1	0,7	1,1	0,5	0,3	0,6	1,2
2018p	0,8	-0,5	0,2	0,3	0,2	0,7	1,0	0,6	0,5	0,8	1,2
Taux de chômage (%)											
2000-15	7,1	14,3	11,2	8,9	9,6	8,1	7,2	5,1	4,9	4,9	6,6
2016p	7,0	13,0	10,8	8,5	9,7	7,2	6,6	6,1	6,2	7,9	6,0
2017p	6,9	13,3	10,7	8,4	9,6	7,2	6,5	6,0	6,2	7,7	6,0
2018p	6,8	13,5	10,6	8,2	9,4	7,0	6,4	6,0	6,1	7,6	5,9
Mises en chantier de logements (en milliers d'unités)											
2000-15	199	2,7	0,8	4,3	3,6	44	71	5,1	5,2	35	28
2016p	195	1,6	0,5	3,3	1,6	37	75	5,3	4,5	23	43
2017p	185	1,5	0,5	3,1	1,6	38	70	5,4	4,4	23	37
2018p	182	1,4	0,5	3,1	1,7	37	68	5,5	4,5	24	36
Ventes de véhicules automobiles (en milliers d'unités)											
2000-15	1 639	28	6	48	37	410	624	47	45	216	178
2016p	1 955	34	8	55	43	470	801	56	53	220	215
2017p	1 945	32	7	55	43	467	795	56	54	222	214
2018p	1 930	32	6	54	42	463	787	55	55	225	211
Soldes budgétaires, exercice terminé le 31 mars (en M\$)											
2000-15	-2 917	60	-39	-31	-146	-953	-5 216	-84	425	1 746	291
2016p**	-987 †	-2 200	-28	-11 †	-261 †	0	-5 029 †	-846 †	-675 †	-6 442 †	730 †
2017p**	-30 000	-1 830	-10	129	-342	0	-4 306	-911	-434	-10 889	1 941
2018p	-32 000	so	so	so	so	so	so	so	so	so	so

* Pour 2015, PIB réel par secteur d'activité au prix de base, et le PIB nominal est une prévision. ** EF 16 et EF 17 : estimations des provinces; Saskatchewan, sauf rajustement au titre des passifs des régimes de retraite; résultats antérieurs : Manitoba, EF04-EF14, et Alberta, EF05-EF14. † Résultats définitifs pour l'EF16.

États-Unis

LA REPRISE ÉCONOMIQUE AMÉRICAINE PREND PROGRESSIVEMENT DE LA VITESSE, POUR L'HEURE

Des signes encourageants préfigurent une légère amélioration de l'économie américaine au deuxième semestre, même si la croissance de la production américaine est en voie de s'établir à une moyenne plutôt modérée de 1,5 % cette année. Certains des facteurs qui ont limité la croissance ces derniers trimestres ont desserré leur emprise; c'est ainsi qu'a pris fin une longue période de déstockage. Puisque la dernière année s'est terminée sur une bonne note et que les dépenses générées sur le territoire américain se sont encore améliorées, tout porte à croire que le PIB réel des États-Unis s'améliorera un peu pour s'établir à une moyenne de 2,2 % en 2017. Les dépenses de consommation seront le principal moteur de la croissance, qui sera également portée par la hausse de l'activité du logement et une amélioration progressive de l'investissement des entreprises. Toutefois, le commerce extérieur continuera probablement de peser sur le rythme de l'activité dans l'ensemble, puisque la hausse des importations effacera une augmentation modeste des exportations destinées à une économie mondiale qui s'améliore graduellement. Pour 2018, la croissance de la production américaine s'établira probablement à 2,2 % en moyenne : les facteurs structurels à plus long terme, moins favorables, restreindront les dépenses intérieures.

REDYNAMISER L'INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES AMÉRICAINES ET UNE REPRISE CYCLIQUE

Le premier facteur qui explique la baisse considérable, depuis plusieurs années, des dépenses en immobilisations aux États-Unis est le brusque repli des dépenses liées à l'énergie. Cumulativement, l'investissement pétrogazier dans ce pays a plongé de 65 % depuis le milieu de 2014, ce qui explique une large part du recul de l'ensemble des dépenses en immobilisations aux États-Unis au cours de la seule année écoulée. Nous estimons que ce plongeon a rogné près de la moitié d'un point de pourcentage sur la croissance économique américaine depuis le début de 2015. Or, cette baisse s'incurve, et l'investissement des entreprises corrigé de l'inflation s'est rétabli au deuxième trimestre, mais à un taux annualisé très modeste de 1 %.

Les récentes données sur l'industrie pétrogazière américaine indiquent que le nombre d'installations de forage au sud de la frontière a augmenté de 25 % depuis mai grâce à l'amélioration des cours du brut et aux efforts soutenus des entreprises pour réduire leurs coûts de production. Les premières estimations laissent entendre que les dépenses en immobilisations du secteur de l'énergie ont inscrit une amélioration dans les deux chiffres au troisième trimestre et que leur progression continuera probablement de prendre de la vitesse et de raviver les perspectives pour l'investissement des entreprises. Avant l'effondrement des cours mondiaux du pétrole, le secteur pétrogazier intervenait pour 8 % dans l'ensemble de l'investissement des entreprises américaines, et ce chiffre a chuté à moins de 3 % de l'investissement global au milieu de 2016.

En outre, les commandes nouvelles de « biens d'équipement essentiels », ce qui exclut les segments plus volatils des avions de ligne et du matériel de défense, ont augmenté pendant trois mois consécutifs jusqu'en août; il s'agit de la plus longue progression sans interruption depuis le milieu de 2009. Bien que les livraisons de ces biens aient tiré de l'arrière, dans l'ensemble, l'activité industrielle américaine semble sur le point de se rétablir après avoir touché le fond du baril selon les enquêtes portant sur l'activité manufacturière et les services. Les commandes de l'étranger ont elles aussi commencé à remonter à la fin de l'été, et leur amélioration est attribuable aux biens de consommation comme les véhicules automobiles et les produits de haute technologie. Partout dans le monde, les ventes de voitures particulières ont bondi de près de 6 % sur un an jusqu'à la fin de septembre; il s'agit de la plus forte augmentation en trois ans.

C'est à la haute technologie que l'on doit la récente amélioration des nouvelles commandes de biens d'équipement aux États-Unis : la production de ce secteur a augmenté de 3 % sur

RENSEIGNEMENTS

Aron Gampel

416.866.6259

Études économiques de la Banque Scotia

aron.gampel@scotiabank.com

Carlos Gomes

416.866.4735

Études économiques de la Banque Scotia

carlos.gomes@scotiabank.com

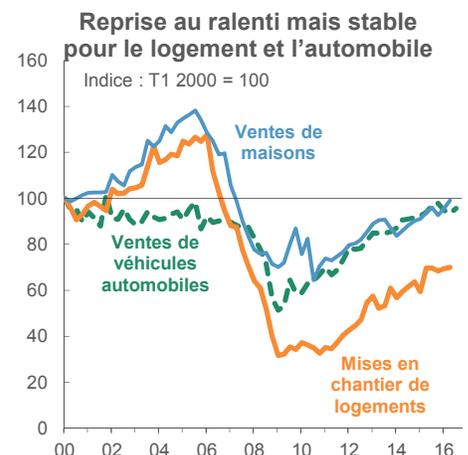
Derek Holt

416.863.7707

Études économiques de la Banque Scotia

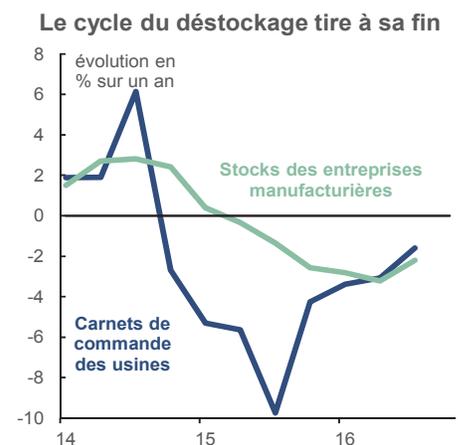
derek.holt@scotiabank.com

Graphique 1



Sources : BEA, NAR, Census Bureau des États-Unis, Études économiques de la Banque Scotia

Graphique 2



Sources : Census Bureau des États-Unis, Études économiques de la Banque Scotia

un an cette année. L'industrie automobile a elle aussi apporté une contribution marquante à la croissance : la production américaine de véhicules devrait s'établir à un record de 12,3 millions d'exemplaires en 2016, au lieu d'une moyenne de 10,7 millions entre 2011 et 2015. Par contre, jusqu'à une époque récente, l'activité de la plupart des autres secteurs a été limitée par des stocks considérables et la léthargie de la demande. Toutefois, de nombreuses industries se portent désormais mieux après avoir récemment subi un déstockage massif. Les industries de biens durables ont mené ce déstockage : récemment, le ratio des stocks sur les ventes pour les industries de haute technologie a atteint le point le plus creux depuis plus de cinq ans. La plupart des secteurs ont également subi d'importantes baisses de stocks ces derniers mois, ce qui ouvre la voie à un nouveau relèvement de la production lorsque la demande aura repris du mieux.

Les perspectives bénéficiaires des entreprises américaines s'annoncent elles aussi plus prometteuses. La rentabilité de l'industrie manufacturière a augmenté de 24 % depuis son creux de la fin de 2015. Cette amélioration a été portée par le revers de fortune du fragile secteur de l'énergie; or, on relève également des progrès parmi des entreprises manufacturières de plus en plus nombreuses. Les industries à vocation exportatrice profitent des signes naissants de l'amélioration du commerce mondial en volumes et de la stabilité récente du dollar américain. Le secteur très concurrentiel de la vente au détail, dont la restructuration va bon train, laisse lui aussi entrevoir un retour à la rentabilité.

On s'attend aussi à ce que le marché du logement prenne de la vitesse, grâce à de solides gains des emplois et des revenus, à l'amélioration du profil démographique, et notamment à l'accélération de la formation des ménages, à des stocks faibles et à l'abordabilité toujours favorable du logement dans de nombreuses régions. À la différence du marché automobile, qui atteint des records, les mises en chantier de logements et les ventes de maisons restent nettement inférieures au sommet déjà atteint. Malgré la hausse dans les deux chiffres projetée pour l'an prochain, l'activité de construction sera toujours à la traîne par rapport à la moyenne des quatre décennies précédentes.

À PLUS LONG TERME, LES FACTEURS STRUCTURELS PERDURENT ET LA CROISSANCE EST TOUJOURS AU RALENTI

Dans le cadre de la reprise actuelle de l'économie américaine, l'activité économique reste historiquement inférieure à la normale, malgré ses poussées de croissance périodiques. Comme tant de pays systématiquement comparables partout dans le monde, les États-Unis sont aujourd'hui très vulnérables aux chocs négatifs, ce qui peut s'expliquer par la forte intégration de l'économie mondiale et des marchés financiers et monétaires, par l'intensification des lacunes structurelles, par l'absence d'une marge « de croissance » importante, et surtout, par des politiques de moins en moins souples.

La désynchronisation des principaux secteurs de l'économie américaine fait constamment échec à des gains de productivité généralisés et plus solides dans ce cycle de sept ans. Les dépenses renouvelées des entreprises ont permis de dynamiser les premières années de la reprise, même si les dépenses de consommation et l'activité du logement ont été entravées par plusieurs années de désendettement et de prudence dans les achats. Avec l'évolution de la reprise économique, les Américains ont réagi à l'accentuation considérable de la demande d'articles « à prix élevé », surtout parce que la confiance des ménages et le pouvoir de dépenses se sont constamment améliorés grâce à des gains toujours aussi forts sur le marché de l'emploi, à la hausse des salaires et des revenus avec la baisse des prix de l'essence à la pompe, et à des bilans assainis par la réduction de l'endettement et par l'enrichissement.

Or, le renforcement et la généralisation de la croissance de l'économie américaine restent incertains, puisque dans l'ensemble, l'investissement des entreprises fait essentiellement du surplace en réaction à la baisse de la demande de biens d'équipement et d'ouvrages structurels. La forte

Tableau 1 — Prévisions trimestrielles pour les États-Unis

	2016				2017				2018			
	T1	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Économique												
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	0,8	1,4	2,8	2,0	2,2	2,3	2,3	2,2	2,2	2,2	2,1	2,1
PIB réel (variation annuelle en %)	1,6	1,3	1,5	1,8	2,1	2,3	2,2	2,3	2,2	2,2	2,1	2,1
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	1,1	1,1	1,2	1,6	2,0	2,1	2,2	2,4	2,3	2,3	2,3	2,3
Indice de référence (variation annuelle en %)	2,3	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Financier												
Euro (EUR/USD)	1,14	1,11	1,12	1,05	1,05	1,05	1,10	1,12	1,12	1,12	1,15	1,15
Livre sterling (GBP/USD)	1,44	1,33	1,30	1,21	1,20	1,20	1,25	1,25	1,30	1,30	1,35	1,35
Yen - Japon (USD/JPY)	113	103	101	105	110	110	115	115	117	117	120	120
Fed Funds Rate (%)	0,50	0,50	0,50	0,75	0,75	1,00	1,25	1,50	1,50	1,75	1,75	2,00
Bon du Trésor à 3 mois	0,20	0,26	0,27	0,55	0,55	0,80	1,05	1,25	1,30	1,55	1,60	1,80
Obligation du Trésor à 2 ans	0,72	0,58	0,76	0,90	1,00	1,15	1,30	1,50	1,65	1,80	1,95	2,05
Obligation du Trésor à 5 ans	1,20	1,00	1,15	1,30	1,35	1,45	1,60	1,80	2,00	2,10	2,20	2,30
Obligation du Trésor à 10 ans	1,77	1,47	1,59	1,80	1,85	1,90	2,00	2,10	2,30	2,40	2,50	2,55
Obligation du Trésor à 30 ans	2,61	2,28	2,31	2,50	2,55	2,60	2,65	2,75	2,80	2,85	2,90	2,95

appréciation du dollar américain par rapport à la période de 2011-2015 mine également les exportations et la rentabilité. Même si l'incidence déprimante de l'effondrement du marché pétrolier est sans doute en train de s'amoinrir, les États-Unis et de nombreuses puissances économiques dans le monde affichent toujours, collectivement, une piètre tenue, comme en témoigne le fléchissement chronique du commerce international.

La confiance des entreprises américaines est elle aussi ébranlée par l'escalade des tensions géopolitiques partout dans le monde. Une forte incertitude plane sur la prochaine élection présidentielle américaine et ses incidences pour le commerce international et les éventuelles politiques fiscales. L'économie mondiale est affligée de nombreux enjeux, dont les répercussions du Brexit sur l'investissement, le commerce et l'immigration pour le Royaume-Uni et l'Union européenne, les élections nationales en France et en Allemagne en 2017, les référendums sur les questions de gouvernance sur le Vieux Continent et au Brésil, le risque de ralentissement de la croissance en Chine, l'impact de l'afflux des réfugiés et des migrants du Moyen-Orient sur l'avenir politique de nombreux pays européens, de même que la grogne sociale et les activités terroristes chroniques dans de nombreux pays.

En outre, les perspectives de l'économie américaine ne sont pas aussi vigoureuses qu'elles l'ont été dans les premières phases de la reprise. La léthargie chronique de la productivité et le net ralentissement des tendances dans l'évolution de la population en âge de travailler ont ralenti, à plus long terme, la croissance de la production américaine. Malgré le caractère « structurel » du problème, la croissance au ralenti s'est prolongée et même renforcée puisque la léthargie chronique de l'investissement des entreprises a continué de nuire à la productivité, alors que l'absence de perfectionnement adéquat des compétences professionnelles et les inquiétudes à propos de l'immigration ont plus lourdement pesé sur la croissance de la population active.

LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Nous continuons de nous attendre à ce que la Réserve fédérale relève le taux cible des fonds fédéraux et le taux sur les réserves excédentaires (IOER) de 25 points de base à sa réunion de décembre 2016, pour ensuite les relever à trois reprises l'an prochain. À la fin de 2018, le taux cible des fonds fédéraux devrait monter pour s'établir à 2 %, à l'occasion de six relèvements cumulatifs répartis sur les 18 prochaines réunions du FOMC, ce qui concorde, à notre avis, avec les indications permettant de croire qu'il faut s'attendre à un durcissement « graduel »; or, les risques extrêmes penchent plus pour un relèvement des taux au ralenti que pour une accélération.

C'est donc à un point se situant aux alentours de 2 % que nous estimons que les marchés considéreront que le taux cible des fonds fédéraux avoisinera un taux terminal pour ce cycle. Le durcissement éventuel implicite sur le reste de la courbe des rendements sera probablement plutôt modeste, ce qui aura pour effet d'aplanir cette courbe. En raison de l'incertitude quant à la durée du cycle de l'activité économique américaine, des perspectives du dollar américain et du risque événementiel que comportent la présidentielle américaine, la négociation potentiellement « âpre » du Brexit et les élections européennes, nous ne voulons pas nous avancer sur un durcissement plus prononcé des taux dans ce cycle.

La rareté relative des titres à revenu fixe négociables dans le cadre des programmes de rachat continus de la Banque centrale européenne, de la Banque du Japon et de la Banque d'Angleterre, de pair avec le réinvestissement soutenu des titres arrivant à échéance de la Réserve fédérale, devrait contraster avec l'augmentation continue de la demande exprimée par les régimes de retraite, les sociétés d'assurance-vie et les autres institutions qui se portent traditionnellement acquéreurs d'obligations. La politique monétaire traditionnelle a toujours eu des incidences plus limitées sur les taux à plus long terme; or, les politiques non traditionnelles qui réduisent l'offre de titres à revenu fixe hors des bilans des banques centrales viennent encore de rompre le lien entre les politiques sur les taux traditionnels à plus court terme et les rendements à plus long terme.

Graphique 3

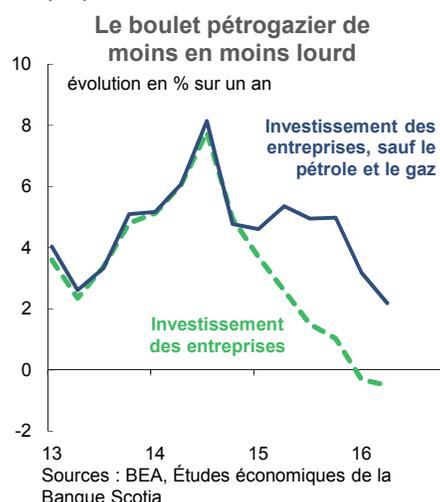


Tableau 2 — États-Unis

	2000-15	2016f	2017p	2018p
	(variation annuelle, en %)			
PIB réel	1,9	1,5	2,2	2,2
Dépenses de consommation	2,3	2,7	2,7	2,3
Investissement dans le secteur résidentiel	-0,7	5,4	2,9	3,0
Investissements des entreprises	2,4	-0,6	2,6	3,6
Gouvernement	1,0	0,9	0,9	1,1
Exportations	3,8	0,0	2,8	3,1
Importations	3,5	1,0	3,8	3,7
PIB nominal	4,0	2,9	4,3	4,2
Indice implicite du PIB	2,0	1,4	2,0	2,0
Indice des prix à la consommation	2,2	1,3	2,2	2,4
Indice de référence	2,0	2,3	2,3	2,3
Bénéfices des sociétés avant impôts	5,9	-2,1	5,0	3,0
Emploi	0,6	1,7	1,4	1,3
Taux de chômage (en %)	6,3	4,9	4,8	4,8
Solde des paiements courants (en G\$ US)	-521	-494	-517	-548
Balance commerciale (en G\$ US)	-668	-753	-804	-856
Solde budgétaire fédéral (en G\$ US)	-529	-538	-565	-615
pourcentage du PIB	-3,8	-2,9	-2,9	-3,0
Mises en chantier (en millions)	1,27	1,17	1,30	1,35
Ventes de véhicules motorisés (en millions)	15,4	17,5	17,8	17,9
Production industrielle	0,8	-0,7	2,5	2,0

Mexique

VENTS CONTRAIRES À L'HORIZON

- Le peso mexicain sous pression décroche des autres devises.
- La situation budgétaire devient une inquiétude pressante.
- La politique monétaire en passe de renforcer les fondamentaux macroéconomiques.
- Les prévisions de croissance du PIB révisées légèrement à la baisse.

Le temps s'assombrit pour l'économie mexicaine. La conjoncture mondiale est déjà très précaire et fortement bouleversée par la présidentielle américaine, par les incidences éventuelles du Brexit, par les difficultés du système financier européen et par tous les enjeux géopolitiques; les inquiétudes internes commencent à transparaître dans l'écosystème des attentes. Le peso mexicain (MXN), qui constitue la variable de rajustement de tous ces chocs et bouleversements, frôle les 20 MXN/USD, ce qui aurait été impensable à la fin de 2015. Avant 2016, le peso mexicain évoluait au rythme de nombreuses autres monnaies émergentes, en réagissant essentiellement aux facteurs mondiaux et au fait que le peso est un bon indicateur pour couvrir les positions de risque dans d'autres devises. Or cette année, de nombreuses autres devises latino-américaines s'apprécient alors que le peso ne cesse de se dévaloriser. La première explication probable de cette évolution est la montée inattendue de Donald Trump dans le processus électoral américain, puisque le Mexique dépend étroitement de l'économie américaine et que M. Trump claironne des politiques dont les incidences seront négatives pour l'économie mexicaine s'il est élu président. Il est possible d'expliquer certaines hausses considérables du peso par des événements qui ont accru la probabilité d'une victoire de M. Trump. Mais même à sa plus grande heure de gloire (s'il n'en a effectivement jamais eu une), Donald Trump n'a jamais eu 50 % de chances de l'emporter, et le scénario le plus probable est une victoire de M^{me} Clinton. D'autres facteurs pourraient donc expliquer la léthargie continue du peso mexicain. Nous devons donc nous pencher sur des facteurs internes.

Il semble que les beaux jours de la politique économique du Mexique soient révolus. Comme on peut le constater dans le premier graphique, la politique budgétaire est devenue plus « énergique » en 2009. Malgré une situation essentiellement équilibrée des finances publiques, un déficit budgétaire s'est creusé pour atteindre plus de 2 % du PIB dans les cinq premières années et plus de 3 % dans les deux dernières années. La dette publique, qui a donc augmenté pour passer de moins de 25 % du PIB à plus de 40 % en 2015, est appelée à augmenter dans les années à venir. Le deuxième graphique trace le parcours des recettes et des dépenses publiques. Les recettes ont augmenté en pourcentage du PIB même si les revenus pétroliers baissent en flèche depuis la fin de 2014 en raison de la chute brutale des cours mondiaux du pétrole, mais aussi du déclin incessant de la production au Mexique. La réforme fiscale de 2014 a été mise en œuvre juste à temps pour compenser la forte contraction des revenus pétroliers, surtout parce qu'elle assure à l'État des revenus plus stables. Aujourd'hui, la colonne des dépenses est vraiment préoccupante, non seulement parce qu'elles ne cessent de monter plus vite que les recettes, mais aussi parce qu'il sera difficile, pour le gouvernement, de les juguler, essentiellement parce qu'une importante période électorale approche et que l'économie ne réagit pas comme prévu aux réformes structurelles. En outre, la principale société d'État productrice de pétrole, la PEMEX, a été frappée de plein fouet par l'effondrement des cours du pétrole, ce qui a obligé le gouvernement fédéral à se porter financièrement à la rescousse. La PEMEX doit toujours annoncer un nouveau plan de redressement; or, il lui faudra vraisemblablement une aide financière supplémentaire de l'État, au moins pour les quelques années à venir.

RENSEIGNEMENTS

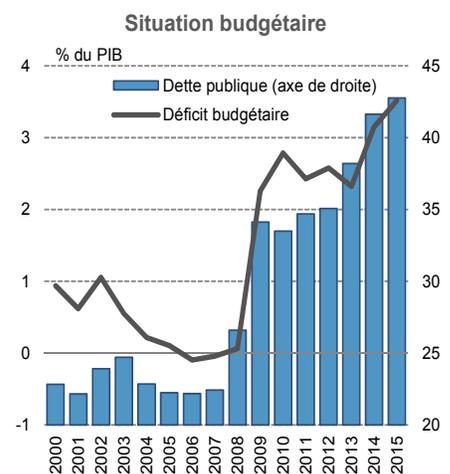
Mario Correa

5255.5123.2683 (Mexique)

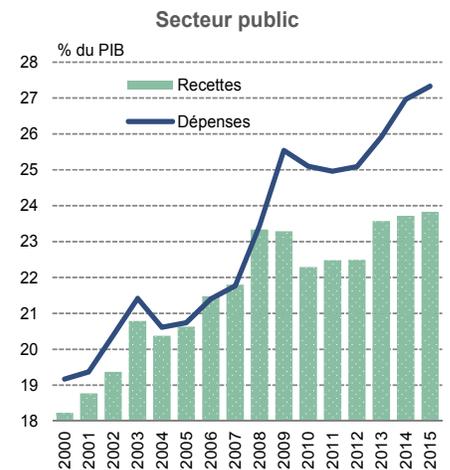
Scotiabank Mexico

mcorrea@scotiabank.com.mx

Graphique 1



Graphique 2



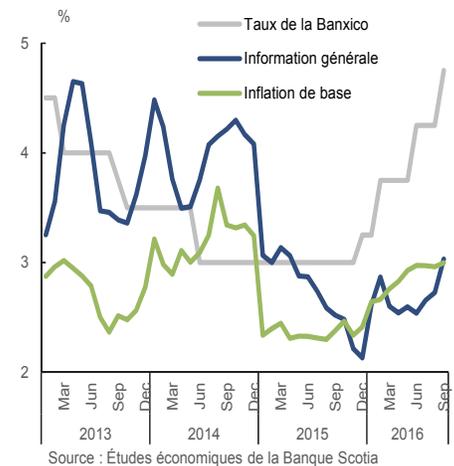
Il faut signaler que deux des plus grandes agences de notation, Moody's et Standard & Pours, ont mis la dette souveraine du Mexique sous surveillance négative, parce qu'elles étaient essentiellement préoccupées par la trajectoire montante de la dette publique. Ce message n'est pas passé inaperçu aux yeux des marchés ni des instances budgétaires du Mexique. Dans la première déclaration du budget pour 2017 (les « Pre-Criterios »), le gouvernement a proposé de réduire les dépenses de 311,8 milliards de pesos, tout en affirmant qu'il stabilisera l'orientation de la dette publique et fera de la stabilité macroéconomique sa priorité absolue. Nous sommes parfaitement d'accord avec cet objectif, bien qu'il soit évident que l'un des postes budgétaires les plus durement touchés sera celui de l'investissement, ce qui nuira au rendement de l'économie. Quelques mois après, et dans la foulée du fiasco de la visite de M. Trump, Luis Videgaray a été remplacé par Jose Antonio Meade comme ministre des Finances, alors que le dossier de la politique économique pour 2017 était déposé au Congrès le lendemain même. La nouvelle proposition prévoit de ramener la compression des dépenses à 239,7 milliards de pesos, en faisant valoir que les recettes seront meilleures que prévu et que des mécanismes automatiques établissent des liens entre les recettes et certains types de dépenses. Après le dépôt de cette nouvelle proposition, et sans négliger d'autres facteurs, le peso a de nouveau été mis à rude épreuve, ce qui pourrait être interprété comme un message clair des marchés, qui n'y voient pas l'effort nécessaire pour vraiment endiguer l'endettement de l'État. Dans ce cas, la stabilité économique du pays pourrait être en péril dans les deux ou trois prochaines années.

Par contre, la Banco de Mexico est intervenue plus décisivement avec sa politique monétaire, en décrochant de la politique de la Fed et en augmentant ses taux d'intérêt de référence de 175 points de base en moins d'un an, même si l'inflation est restée inférieure à l'objectif officiel de 3%. La Banxico a été très claire et persévérante en affirmant qu'il est nécessaire de « redoubler d'ardeur pour préserver la vigueur des fondamentaux macroéconomiques », et même si elle a également déclaré qu'il ne fallait pas penser qu'elle amorçait un cycle haussier de taux d'intérêt, il semble que les taux d'intérêt continueront d'augmenter dans la prochaine année.

Ainsi, les vents contraires qui soufflent sur l'économie mexicaine l'empêcheront vraisemblablement d'atteindre des taux de croissance qui s'harmonisent mieux avec son potentiel dans les prochaines années. Nous avons donc rajusté en conséquence notre scénario de base. La croissance du PIB devrait désormais atteindre 2,4 % en 2016, 2,5 % en 2017 et 2,8 % en 2018. Pour 2016 et l'année suivante, nous nous attendons à ce que les compressions de dépenses de l'État aient des incidences négatives, surtout sur l'investissement public. Pour l'ensemble de l'économie, l'investissement devrait se contracter de 1,3 % cette année et de 1,9 % l'année suivante, puisqu'il pâtira également de la forte incertitude qui règne sur l'économie mondiale. Lorsque le rajustement budgétaire des dépenses aura été essentiellement apporté et que l'économie américaine commencera à mieux se tenir, on s'attend à ce que la croissance du PIB mexicain prenne du mieux en 2018. Il est pertinent de dire que cette prévision se fonde en partie sur l'idée que l'on se fait du potentiel de croissance de l'économie mexicaine, qui est supérieur aux niveaux actuels, d'autant plus que le gouvernement a approuvé et est en train de mettre en œuvre des réformes structurelles. Par exemple, la réforme de l'énergie, généralement liée au secteur de l'extraction pétrolière, est en fait beaucoup plus vaste. La production de l'électricité et le transport du gaz, deux activités favorisées par les réformes, continueront de se développer dans les années à venir.

Le taux de change restera soumis à une forte volatilité, en clôturant 2016 à près de 19,50, avant d'atteindre 19,04 d'ici la fin de 2017 et 19,28 d'ici la fin de 2018. Le taux d'intérêt de référence de la politique monétaire devrait s'établir à 5,00 % d'ici la fin de 2016 et 6,0 % à la fin de 2017 et se maintenir à ce niveau en 2018. Enfin, l'inflation devrait se ranimer dans les mois à venir, pour atteindre 3,70 % en 2016, 3,9 % en 2017 et 3,8 % en 2018, en plus de risquer considérablement de dépasser nettement ces niveaux prévus.

Graphique 3
Politique monétaire et inflation



Graphique 4
Taux de change et inflation des marchandises



Royaume-Uni

COMME SI DE RIEN N'ÉTAIT ...

- La catastrophe a été évitée, pour l'heure, puisque l'économie du Royaume-Uni a jusqu'à maintenant réussi à rester à l'abri des risques baissiers que le scrutin du Brexit fait peser sur sa croissance.
- Toujours est-il que l'inflation s'accélérera probablement pour atteindre environ 2 % en glissement annuel d'ici un an et que la croissance réelle du revenu des ménages pourrait en pâtir, ce qui freinera la croissance du PIB, qui passera de 2 % à 1 % sur un an.
- Nous doutons que la Banque d'Angleterre assouplisse de nouveau sa politique cette année, à moins que les données sur le PIB du troisième trimestre soient étonnamment faibles.

CATASTROPHE ÉVITÉE... POUR L'HEURE

C'est comme si de rien n'était pour l'économie du Royaume-Uni, du moins pour l'heure. D'après les données mensuelles portant sur la période qui a tout de suite précédé le scrutin du Brexit, le Royaume-Uni a fait table rase de tous les signes de convulsion qui l'ont agité avant le scrutin du Brexit. Même si les données de l'enquête ont plongé aussitôt après le scrutin, cette réaction spontanée s'est essentiellement infléchie. Nous sommes aujourd'hui à l'aube de la période au cours de laquelle seront publiées les données statistiques de la période écoulée depuis le référendum. Malgré la volatilité de ces données, nous croyons savoir que la catastrophe qui était imminente a pu être évitée.

PERSPECTIVES À COURT TERME

Nous ne prévoyons plus de récession. Notre modèle IAIA (l'indicateur avancé des indicateurs avancés) laisse entrevoir une conjoncture financière exceptionnellement conciliante, surtout grâce à la faiblesse du taux de change de la livre et à des rendements obligataires qui n'ont jamais été aussi faibles. Cette conjoncture laisse aussi entendre que les enquêtes et les données statistiques devraient continuer de répondre largement aux attentes. L'effondrement tant redouté qui teintait l'humeur des marchés ne semble pas vouloir se matérialiser. Pour être plus précis, la croissance du PIB pour le troisième trimestre sera vraisemblablement légèrement inférieure à celle du deuxième trimestre, qui s'établissait à 0,6 % en glissement trimestriel. Or, la vigueur des données du deuxième trimestre s'expliquait par une hausse ponctuelle survitaminée de la production industrielle en avril, qui avait peu de chances de se répéter.

PERSPECTIVES À MOYEN TERME

À moyen terme toutefois, les fondamentaux laissent effectivement entrevoir une décélération de la croissance de la production. Nous nous attendons à ce que la croissance du PIB se ralentisse pour passer en moyenne de près de 2 % sur un an en 2016 à 1 % sur un an en 2017. Cette décélération s'explique probablement par le ralentissement de la consommation des ménages, puisque le rythme de progression dans la croissance du revenu réel disponible est mis à mal (graphique 1).

Plus précisément, les dépenses de consommation sont, depuis quelques années, la principale locomotive de la croissance du PIB dans l'ensemble. Depuis peu, cette évolution est attribuable à la vigoureuse croissance du revenu réel disponible. La forte progression du marché de l'emploi (2 %) et l'inflation des salaires plutôt solide (2 %) malgré l'inflation quasi nulle de l'IPC, ont permis de faire progresser le revenu réel des ménages de près de 4 % sur un an. Toutefois, d'ici un an, nous nous attendons à ce que l'inflation s'accélère aux

RENSEIGNEMENTS

Alan Clarke

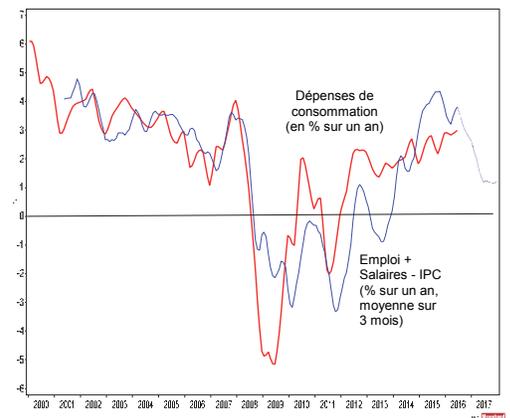
44.207.826.5986 (Londres)

Stratégie des titres à revenu fixe

alan.clarke@scotiabank.com

Graphique 1

Royaume-Uni : dépenses de consommation et indice substitut du revenu réel disponible



alentours de 2 % et à ce que le rythme de croissance de l'emploi se réduise de moitié (pour baisser sur sa moyenne à long terme), ce qui devrait amoindrir la croissance du revenu réel disponible des particuliers, qui passera de près de 4 % sur un an à environ 1 % sur un an, ce qui ralentira la consommation. Il y aurait probablement eu un certain ralentissement même s'il n'y avait pas eu de scrutin sur le Brexit; or, le bond de l'inflation en raison du taux de change moindre de la livre exacerbe la situation.

PERSPECTIVES À LONG TERME

Il est tentant de supposer que la croissance du PIB s'incurvera pour s'établir à un taux tendanciel de 2 % sur un an à partir de 2018. Toutefois, à l'heure actuelle, nous supposons que le Royaume-Uni finira par sortir de l'Union européenne (dans l'hypothèse où l'application de l'article 50 du traité est déclenchée au début de 2017). Le danger de l'heure est que la réalité du Brexit paralyse l'investissement et les décisions d'embauche, en plus d'accroître l'épargne de précaution, ce qui milite pour abaisser les visées de croissance.

En somme, et parce que l'approche du verre à moitié vide pour les données portant sur le scrutin du Brexit s'est démentie, il vaut la peine de se pencher sur les risques haussiers à l'heure actuelle. En particulier, l'inflation en demi-teinte des salaires, en raison de l'inflation quasi nulle de l'IPC, est un thème qui revient constamment depuis quelques années. Si l'inflation de l'IPC ne rebondit pas dans la prochaine année, en entraînant avec elle l'inflation des salaires, le revenu réel disponible pourrait regagner le terrain perdu à l'orée de 2018. De même, si la brusque chute du taux de change de la livre dans la dernière année perdue, elle pourrait favoriser la croissance de la production. En particulier, il se pourrait qu'on recentre la production et la demande sur le marché intérieur, puisque les biens importés coûtent environ 15 % plus cher. Nous nous attendons, en 2018, à un taux annuel de croissance moyen de 1,5 % sur un an, ainsi qu'à des risques haussiers.

INFLATION

L'inflation de l'IPC a regagné le territoire positif pour s'établir à un peu plus de 0,5 % sur un an dans les 12 derniers mois, et sa trajectoire à la hausse est sur le point de s'accroître. Nous nous attendons à ce que l'inflation s'accélère à plus de 1 % à la fin de 2016, avant d'atteindre 2 % en glissement annuel d'ici un an. Par la suite, l'accélération s'expliquera probablement à la fois par les effets de base des cours du pétrole et la répercussion de la hausse sur l'inflation importée qui découle de la baisse du taux de change de la livre. Nous nous attendons à ce que la dépréciation de près de 15 % du taux de change de la livre finisse par faire monter l'inflation de l'IPC vers la fin de 2016, compte tenu des délais qu'il faut généralement compter. Nous estimons que la hausse de l'inflation en raison de l'évolution de la livre devrait être comprise entre 1 % et 1,5 %.

À moins que la livre continue de fléchir, la pression à la hausse de l'inflation importée finira bien par s'atténuer. Nous nous attendons à ce qu'elle le fasse en 2018. Alors, une deuxième année de croissance du PIB inférieure à la tendance et une bonne marge de capacité de production de rechange devraient également permettre de ramener l'inflation globale à moins de 2 % sur un an.

POLITIQUE BUDGÉTAIRE

Le nouveau chancelier déposera son premier mini-budget dans la déclaration de l'automne, prévue pour le 23 novembre 2016. Les comptes rendus laissent entendre que les plans de rigueur du gouvernement seront « remis à zéro », ce qui signifie que la réduction du déficit budgétaire sera probablement ralentie. Nous nous attendons à ce que le rythme du durcissement budgétaire se ralentisse pour passer d'environ 0,75 % du PIB par an à près de zéro pour les deux prochaines années, avant de se relever vers la fin de la décennie. Les mesures discrétionnaires d'intérêt public comprendront probablement une nouvelle baisse de l'impôt sur les sociétés (pour dissuader les multinationales de désertir le Royaume-Uni en raison du Brexit) et des dépenses d'infrastructures, et éventuellement une diminution de la TVA (qui compenserait certains effets négatifs sur la croissance du revenu disponible).

Le plongeon des rendements sur les obligations de l'État, en raison de la baisse des taux de la Banque d'Angleterre et du recours plus massif à l'assouplissement quantitatif, est de bon augure pour les finances publiques, ce qui devrait alléger le fardeau des intérêts du gouvernement dans l'année à venir et constituer une « manne » considérable pour le chancelier et une bénédiction pour l'économie.

POLITIQUE MONÉTAIRE

La Banque d'Angleterre entend bien poursuivre son programme de rachat d'actifs jusqu'à la fin de février 2017. Les spéculations qui continuent de se donner libre cours laissent entendre que le Comité de la politique monétaire (CPM) pourrait assouplir encore sa politique à sa prochaine réunion de novembre. Or, à la lumière de la série de données plus solides que prévu du dernier mois, nous doutons que ce comité assouplisse de nouveau sa politique pour l'instant. Ce point de vue comporte un grand risque : en effet, si le PIB initial du troisième trimestre (publié le 27 octobre) est suffisamment faible, il pourrait provoquer une intervention de la Banque d'Angleterre.

À terme, il est probable que la porte reste entrouverte pour un nouvel assouplissement de la politique monétaire. En particulier, si la croissance du PIB se ralentit effectivement à 1 % ou moins sur un an, le CPM pourrait se sentir obligé d'intervenir. L'inconvénient, c'est qu'à cette étape, un taux d'inflation de l'IPC voisin de la cible de 2 % rendra probablement plus difficile la justification d'un nouvel assouplissement monétaire.

Zone euro

LA CROISSANCE ET L'INFLATION DEVRAIENT REMONTER; OR, LES RISQUES BAISSIERS DU BREXIT ET LES DIFFICULTÉS DU SECTEUR FINANCIER PERDURENT

- Après un passage à vide de la production économique de la zone euro aux deuxième et troisième trimestres de 2016, le récent rebond dans les sondages sur l'humeur du secteur privé laisse entendre que la croissance du PIB réel de la zone euro reprendra probablement de la vitesse pour s'établir à environ 0,5 % en glissement trimestriel au début de l'année.
- À terme, la croissance de la zone euro devrait atteindre un rythme de l'ordre de 1,5 % sur un an en 2017 et en 2018, puisque les mesures de relance des politiques monétaires et budgétaires et le renforcement de la demande mondiale compenseront les bienfaits déclinants de la baisse des cours du pétrole et de la léthargie de l'euro. Or, l'incertitude du Brexit et les difficultés du secteur financier représentent toujours des risques baissiers dans ce scénario.
- Nous nous attendons à ce que l'inflation globale de la zone euro inscrive une honnête remontée dans les six prochains mois, pour atteindre 1,4 % sur un an en février 2017, grâce aux effets de base favorables des cours de l'énergie et des prix des aliments. Il n'empêche que les effets indirects décalés des prix continueront probablement de limiter une amélioration comparable de l'inflation de base, qui devrait se maintenir aux alentours de 1 % sur un an jusqu'à la fin de l'année.

LA FROIDEUR DE L'ÉTÉ AVANT LA CHALEUR DE L'HIVER

Nous nous attendons à ce que la reprise économique de la zone euro reste léthargique au cours de l'été : la croissance du PIB réel devrait s'établir à 0,3 % en glissement trimestriel au troisième trimestre, par rapport à un rendement comparable au deuxième trimestre. En fait, les données économiques du début de l'été sont restées contrastées : les ventes au détail laissent entrevoir une légère reprise, alors que la production industrielle a baissé. C'est pourquoi les dépenses de consommation devraient continuer d'offrir un certain répit, même si l'offre est toujours en train de s'adapter à l'impact négatif de l'incertitude liée au bouleversement financier constaté au début de l'année (chute des cours des actions bancaires, hausse des écarts de crédit, et ainsi de suite), de la croissance mondiale en demi-teinte et de la conjoncture politique dans la foulée du scrutin du Brexit.

Impact potentiel sur le PIB de la zone euro	2014	2015	2016	2017
Croissance potentielle de la zone euro (estimation de l'UE) (1)	0,50%	0,80%	1,00%	1,10%
Croissance du PIB mondial (Commission européenne)	3,40%	3,10%	3,10%	3,40%
Impact de la demande mondiale	0,0%	-0,1%	0,0%	0,1%
Impact des cours du pétrole	0,1%	0,4%	0,4%	0,1%
Impact du taux EUR/USD	-0,1%	0,5%	0,5%	0,0%
Impact des taux d'intérêt	0,1%	0,2%	0,2%	0,1%
Impact de la politique budgétaire	0,0%	0,0%	0,2%	0,1%
Impact de l'ensemble des politiques et de la demande mondiale (2)	0,1%	1,0%	1,2%	0,3%
Croissance possible estimée du PIB : 1+2	0,6%	1,8%	2,2%	1,4%
Croissance réalisée du PIB	1,1%	1,9%		

Source : Banque Scotia

RENSEIGNEMENTS

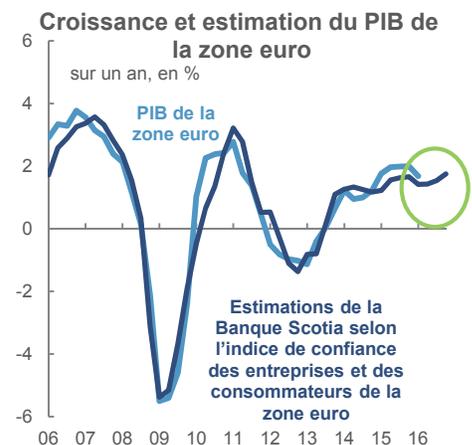
Frédéric Prêtet

33.1.703.77705 (Paris)

Stratégie des titres à revenu fixe

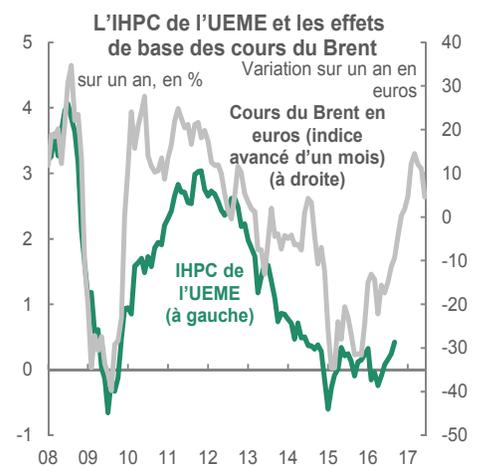
frederic.pretet@scotiabank.com

Graphique 1



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Eurostat

Graphique 2



Sources : Études économiques Scotia, Bloomberg.
*Cours du Brent stable à 40 euros

Toujours est-il que le récent rebond de la confiance des consommateurs et des entreprises laisse entrevoir une remontée de l'activité économique de la zone euro à la fin de l'année. Pour ce qui est de l'élasticité traditionnelle, la croissance du PIB réel au quatrième trimestre dans la zone euro pourrait être appelée à augmenter de 1,7 % à 2,0 % sur un an par rapport à la tendance de 1,6 % à l'heure actuelle, ce qui sous-entend une augmentation de +0,5 %/+0,6 % en glissement trimestriel au quatrième trimestre. En particulier, l'impact décalé de la compression des écarts de crédit — grâce à la mise en œuvre du programme de rachat d'obligations de sociétés de la BCE — pourrait assez bien promouvoir les dépenses d'investissement dans les trimestres à venir.

L'ÉCONOMIE DE LA ZONE EURO METTRA EN ÉQUILIBRE LES FACTEURS DE CROISSANCE POSITIFS ET NÉGATIFS SUR NOTRE HORIZON PRÉVISIONNEL

En 2017 et 2018, la zone euro devra affronter des vents contraires, puisque les énormes bienfaits, ces dernières années, de la chute des cours du pétrole et de la léthargie de l'euro commencent à s'atténuer. Dans le même temps, le choc du Brexit devrait rogner 0,2 % sur la croissance de la zone euro et le sort de la Deutsche Bank (la quatrième banque d'Europe pour l'actif en gestion), aujourd'hui étreillée en Allemagne, reste ambigu. En fait, la Commission européenne considère que le potentiel de croissance du PIB de la zone euro est légèrement supérieur à 1 % l'an prochain. Par conséquent, en tenant compte de l'impact négatif des facteurs énumérés ci-dessus et du coup de pouce apporté par une croissance mondiale plus vigoureuse (qui devrait être de l'ordre de 3,3 % en 2017 contre 3,0 % cette année), de l'impact décalé de la baisse des taux d'intérêt et d'une politique budgétaire un peu plus conciliante (qui devrait apporter 0,2 % au PIB), nous croyons que la croissance du PIB réel de la zone euro progressera de 1,5 % sur un an dans les deux prochaines années. Cette prévision s'aligne essentiellement sur les plus récentes projections macroéconomiques du personnel de la BCE. Une dynamique de croissance plus vigoureuse pourrait se matérialiser dans l'un des scénarios suivants; 1. la croissance mondiale est supérieure aux prévisions; 2. la BCE adopte d'autres mesures de relance; 3. la transmission de la politique monétaire est plus efficace; ou 4. la politique budgétaire est plus favorable; or, plusieurs facteurs viendront probablement s'y opposer.

LA CROISSANCE MONDIALE ET L'INCERTITUDE PLANENT SUR LE BREXIT ET LA DEUTSCHE BANK

La récente amélioration de l'indice manufacturier mondial PMI laisse entendre que le pire de la tendance chancelante de la croissance mondiale est sans doute passé. C'est ce dont témoigne aussi le rebond de l'Ifo en Allemagne. Bien qu'elle soit encourageante, cette dynamique positive pourrait être brouillée par l'impact négatif potentiel du Brexit, puisque Theresa May, première ministre du Royaume-Uni, a récemment dévoilé des plans pour amorcer les pourparlers officiels du Brexit avec les dirigeants de l'Union européenne d'ici la fin de mars 2017. La Commission européenne a retenu l'hypothèse d'un léger impact négatif potentiel de 0,2 % sur la croissance du PIB de la zone euro pour l'an prochain. Or, elle n'a pas exclu le risque d'un impact plus négatif de -0,5 % du PIB. À cet égard, il sera utile de surveiller les soubresauts de l'Ifo allemand pour suivre l'évolution du risque potentiel lié au Brexit, puisque les derniers mois ont révélé une corrélation croissante entre l'Allemagne et le Royaume-Uni pour ce qui est de l'humeur des entreprises. Les perspectives économiques de la zone euro courent encore plus le risque de difficultés permanentes du secteur bancaire dans les principaux États membres comme l'Allemagne et l'Italie, ce qui pourrait fragiliser la reprise de la conjoncture du crédit et la croissance des prêts.

SELON LA BCE, LES BEAUX JOURS DE L'ASSOUPLISSEMENT QUANTITATIF TIRENT À LEUR FIN

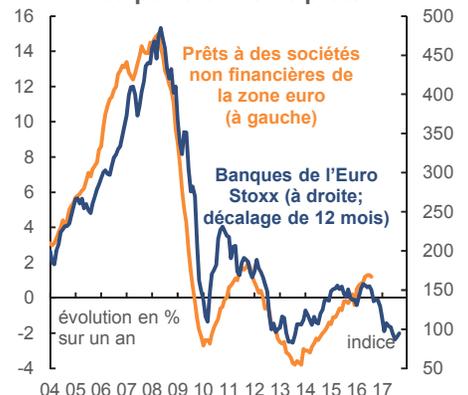
Les plus récents commentaires des membres de la BCE ont laissé entendre qu'elle était à l'aise avec sa position actuelle d'« attentisme », et les rumeurs de réduction de l'assouplissement quantitatif ont même commencé à se donner libre cours. Nous croyons qu'à cette étape de l'évolution du cycle économique, puisque l'inflation de base de la zone euro a monté d'à peine 0,8 % sur un an, que les cours des actions bancaires baissent et que les attentes vis-à-vis de l'inflation à moyen terme (mesurées grâce aux swaps d'inflation de cinq ans dans cinq ans dans la zone euro) frôlent des creux sans précédent, il est prématuré de spéculer sur la réduction de l'assouplissement quantitatif. Nous croyons que la BCE pourrait annoncer, en décembre 2016, de nouvelles mesures de relance monétaires visant à prolonger d'au moins six mois son programme actuel d'assouplissement quantitatif de 80 milliards d'euros par mois. Or, puisque les obligations allemandes se font de plus en plus rares, il faut se tourner vers d'autres options. De nouvelles baisses des taux d'intérêt paraissent peu probables, compte tenu de leur effet nocif sur la rentabilité des banques, alors que remplacer la clé de la répartition du capital de la BCE (en achetant plus d'obligations dans les pays périphériques que dans les pays majeurs) est politiquement difficile. C'est pourquoi nous nous attendons à ce que la BCE préfère apporter des rajustements techniques (par exemple en haussant le plafond de rachat des obligations gouvernementales et supranationales très bien cotées pour le porter de 33 % à 50 % du total émis), ce qui voudrait dire que la BCE continuerait d'appliquer une politique monétaire conciliante, au lieu de recourir à de nouvelles mesures de relance à grande échelle.

TRANSMISSION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE ET DIFFICULTÉS DU SECTEUR FINANCIER

Selon le président de la BCE, Mario Draghi, l'assouplissement continu des conditions du crédit bancaire dans le plus récent sondage de la BCE sur le crédit et le rapprochement des écarts sur le

Graphique 3

Actions par rapport à la croissance du portefeuille de prêts



04 05 06 07 08 09 10 11 12 13 14 15 16 17
 Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg, BCE

crédit aux entreprises indiquent que la transmission de la politique monétaire n'a jamais donné de si bons résultats. En fait, l'amélioration tendancielle graduelle de la croissance du crédit privé (en hausse de 1,5 % sur un an en septembre contre 0,8 % sur un an en décembre 2015) est de bon augure pour une réaccélération des dépenses d'investissement au début de l'année. Or, en ce qui a trait à la corrélation à long terme signalée ci-dessus, la chute des cours des actions bancaires depuis le début de l'année est inquiétante puisqu'elle amène à se demander si une nouvelle accélération de la croissance du crédit est probable dans les trimestres à venir. Le dernier test de résistance de la BCE a permis de constater des risques bancaires potentiels permanents dans des pays comme l'Italie, mais aussi l'Allemagne, où le secteur bancaire est toujours aussi fragmenté. Par conséquent, il serait essentiel de résoudre ces difficultés précises dans ces deux pays pour éliminer les risques du secteur bancaire et renforcer la transmission de la politique monétaire. À cet égard, le prochain référendum sur une réforme constitutionnelle en Italie pourrait constituer un bon indice de la capacité et de la crédibilité du premier ministre italien Matteo Renzi pour réclamer encore des réformes rigoureuses dans les années à venir.

LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE DEVRAIT SE RÉVÉLER POSITIVE, MAIS IL NE FAUT PAS AVOIR TROP D'ATTENTES POUR L'HEURE

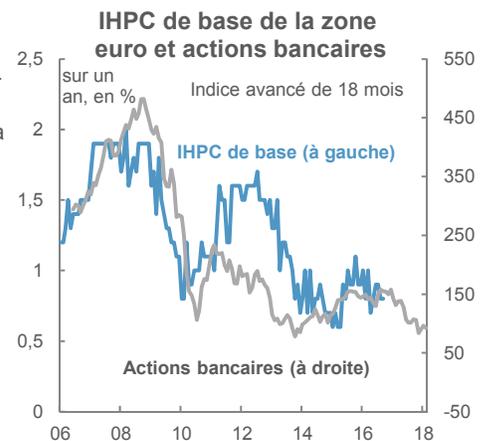
Puisque la politique monétaire semble tirer à sa fin, on s'est tourné vers la politique budgétaire pour mieux soutenir l'économie. À l'évidence, depuis deux ans, la politique budgétaire soutient mieux la croissance. Le solde budgétaire structurel primaire (en excluant les incidences du cycle économique et des taux d'intérêt) a baissé pour passer de +1,4 % du PIB en 2014 à 1,0 % cette année. Pour l'an prochain, compte tenu des plans budgétaires actuels, la politique budgétaire devrait permettre d'apporter environ 0,2 % à la croissance du PIB. Bien qu'il s'agisse d'une bonne nouvelle, il ne semble pas que cette politique « change la règle du jeu » par rapport à la tendance constatée ces dernières années. Il est vrai que la marge pour une expansion budgétaire importante reste limitée dans la zone euro. En raison des ratios actuels de la dette sur le PIB et des soldes budgétaires structurels primaires, il n'y a presque aucune marge budgétaire pour des pays comme l'Espagne et la France, alors que l'Allemagne et l'Autriche sont soumises à de moins lourdes contraintes. En fait, l'Allemagne semble prête pour d'autres mesures de relance budgétaires, et tout indique qu'elle pourrait réduire les impôts de 15 milliards d'euros (0,5 % du PIB), en attendant toutefois 2018, après l'élection générale de l'an prochain.

L'INFLATION GLOBALE EST CENSÉE S'ACCÉLÉRER, MAIS LE PARCOURS DE L'INFLATION DE BASE EST TOUJOURS INCERTAIN

L'inflation globale annuelle de la zone euro devrait s'accélérer d'environ un point de pourcentage complet dans les six prochains mois, pour passer de 0,4 % en septembre à 1,4 % en février 2017. Cette hausse sera essentiellement portée par les effets de base favorables des cours de l'énergie et des prix des aliments à la fois. Au-delà de février 2017, nous nous attendons à ce que les prix à la consommation restent limités dans une fourchette, pour ressortir à un taux annuel moyen de l'ordre de 1,2 % sur un an en 2017 et de 1,4 % sur un an en 2018. Ce scénario ne laisse pas moins entendre une hausse de l'inflation de base qui, jusqu'à maintenant, n'a pas réussi à s'améliorer et est restée enlisée à environ 0,8 % sur un an. Nous croyons que le parcours léthargique de l'inflation de base s'explique par l'impact indirect décalé de la baisse précédente des cours du pétrole sur les services, en particulier les transports et les prix des biens non durables. Puisque les cours du pétrole remontent, ces facteurs devraient commencer à s'infléchir et permettre de faire remonter graduellement l'inflation de base. En outre, le déficit de production aujourd'hui comblé grâce à l'amélioration continue du marché du travail devrait constituer une autre bonne nouvelle.

Or, les préoccupations ravivées à propos de l'état de santé du secteur bancaire et de l'efficacité de la transmission de la politique monétaire à moyen terme pourraient créer des risques baissiers pour ce scénario. Nous ne pouvons pas exclure non plus le risque que la léthargie chronique des cours des actions bancaires réduise l'élasticité traditionnelle entre l'inflation de base d'une part et, d'autre part, la croissance du PIB et les cours du pétrole.

Graphique 4



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg

Courants de capitaux en Amérique latine

COURANTS DE CAPITAUX CONSTANTS, MAIS VOLATILS VERS L'AMÉRIQUE LATINE EN 2017

- Les liquidités excédentaires mondiales sont appelées à soutenir les courants de capitaux vers l'Amérique latine.
- Les marchés des changes de l'Amérique latine sont sensibles aux cycles politiques et monétaires des États-Unis.
- Révision potentiellement négative des notes de crédit au Brésil, au Mexique et en Colombie.
- La remontée du Brésil dynamise l'évolution de la réaffectation des actifs pour s'affranchir du Mexique.

Les puissances émergentes représentent une part croissante du PIB économique mondial et à ce titre, les courants de capitaux étrangers continueront de cibler les marchés en croissance rapide dans les deux prochaines années. La répartition internationale des actifs qui fait la part de plus en plus belle aux investissements dans les puissances émergentes sera soumise à une multitude d'événements sociopolitiques et économiques externes et/ou internes, qui n'interrompent toutefois probablement pas le courant de capitaux porté par un potentiel de rendement attrayant et par les réformes structurelles continues au sein du groupe majeur des pays en développement.

Les 20 premières puissances économiques du monde représentent 75 % du PIB mondial (mesuré en parité de pouvoir d'achat). Menées par la Chine et l'Inde et, dans une moindre mesure, par l'Indonésie, les puissances économiques en progression rapide de l'Asie-Pacifique représentent une part dominante de 47 % du groupe des 20 premières puissances. Le Brésil et le Mexique dans les Amériques et la Fédération de Russie et la Turquie en Eurasie appartiennent aussi au groupe central des puissances économiques émergentes; or, dans ces quatre économies, les taux de croissance représentent toujours à peine une fraction des taux de leurs homologues en Asie.

La composition des courants de capitaux — ainsi que les catégories d'actifs correspondantes — varie selon la région. En fait, les pays de l'Asie-Pacifique sont des acteurs dominants sur les marchés boursiers alors que l'Amérique latine est toujours la région majeure pour les marchés des titres à revenu fixe. Dans le cas de l'Amérique latine, le développement constant des marchés des titres d'État libellés dans les devises locales, dominés par le Mexique, a accru l'à-propos de la dynamique des taux de change (risque et échanges).

L'incessante quête de rendement ne changera guère dans l'année à venir. En fait, il est évident que ni la zone euro, ni le Royaume-Uni, ni le Japon sont pressés de durcir à court terme leurs politiques monétaires. La Réserve fédérale américaine (la Fed) amorcera, une fois dissipées les incertitudes liées à la présidentielle, un « processus graduel » de normalisation de sa politique monétaire, qui ne détruira probablement pas l'attrait des titres à rendement élevé de certaines puissances émergentes. Il n'empêche que nous attirons l'attention sur le potentiel d'une distorsion prolongée des risques de crédit et de devises en raison des liquidités mondiales excessives. À notre avis, la récente compression des écarts de rendement (sur les obligations d'État) au cours de l'année écoulée pourrait être conditionnée à la dynamique de normalisation mise en branle d'ici la fin de l'année.

En Amérique latine, les marchés du crédit (des États souverains et des sociétés) pourraient être déterminés par une série d'événements locaux et externes dans les mois à venir. Aux États-Unis, la période post-électorale viendra éclaircir le parcours de la politique

RENSEIGNEMENTS

Pablo Bréard

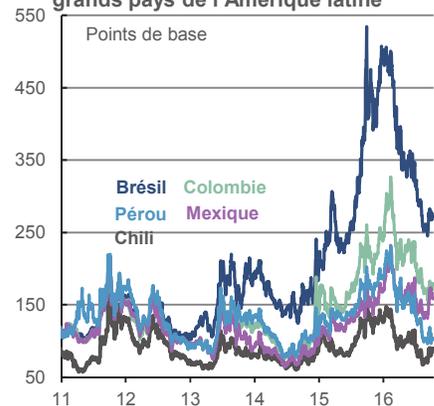
416.862.3876

Études économiques de la Banque Scotia

pablo.breard@scotiabank.com

Graphique 1

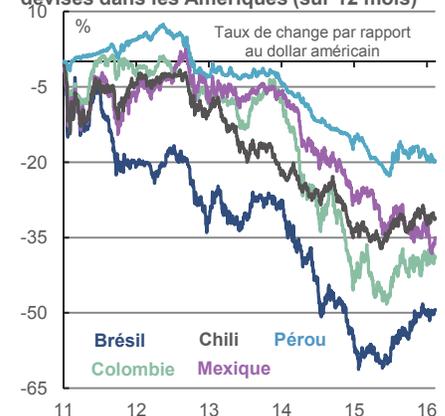
Swaps pour défaut de paiement dans les grands pays de l'Amérique latine



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg

Graphique 2

Tendances de l'évolution des marchés des devises dans les Amériques (sur 12 mois)



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg

interventionniste de la Fed sur les marchés des bons du Trésor américains, alors que la Chine amorce une année politique épineuse qui l'obligera à stabiliser la croissance de son économie et ses marchés financiers. Régionalement, le retour du Brésil (et, dans une certaine mesure, de l'Argentine) sur les marchés des titres à revenu fixe à rendement élevé pourrait permettre de décompresser l'affectation excessive des actifs dans les titres mexicains par les investisseurs sur les marchés émergents qui offrent des rendements supérieurs. Bien que cela puisse alors être considéré comme une évolution négative qui alimenterait des transferts intrarégionaux, une approche régionale plus équilibrée envers les plus grandes puissances économiques de l'Amérique latine pourrait normaliser les marchés du crédit souverain et des sociétés dans l'année à venir. Il convient de signaler que le Brésil est jusqu'à maintenant le marché boursier et monétaire le plus performant en chiffres corrigés du dollar américain.

Les perspectives pour ce qui est des notes de crédit des États souverains varient également selon le pays dans chacune des régions des puissances émergentes. Il convient de préciser que les notes de crédit de qualité investissement représentent 53 % de l'indice repère EMBIG des marchés. En outre, les crédits souverains de l'Amérique latine représentent toujours l'essentiel (40 %) de cet indice, avant l'Europe (28 %) et l'Asie (20 %). Dans le groupe central des puissances émergentes, seules l'Inde et l'Indonésie profitent de « perspectives favorables » sur leurs notes de crédit souveraines. Pour ce qui est des autres puissances émergentes systématiquement pertinentes, on relève une rupture généralisée entre les notes de crédit (négatives) et la dynamique des marchés (positives); en fait, les agences de notation internationales ont mis sous « surveillance négative » les notes de crédit de la Chine, du Brésil, du Mexique, de la Russie, de la Turquie et de la Colombie.

À cet égard, l'endettement est essentiellement bien contenu dans le secteur des ménages dans la plupart des pays de la région de l'Amérique latine; or, les finances du secteur public s'effritent constamment en raison d'une dynamique de croissance inférieure au potentiel, de la lenteur des progrès dans l'encadrement des dépenses structurelles au niveau des gouvernements en général et de la facilité de l'accès aux circuits de la dette externe. Le creusement préoccupant du déficit primaire du Brésil, le non-respect de la règle budgétaire structurelle en Colombie et le choc budgétaire lié au pétrole au Mexique témoignent de cette difficulté.

En prévision d'une nouvelle vague de volatilité des marchés financiers et en réaction aux tensions naissantes des prix et des devises, certaines puissances économiques centrales de l'Amérique latine ont devancé les mécanismes d'intervention monétaire en augmentant les taux directeurs de leur banque centrale (le Brésil, la Colombie et, récemment, le Mexique). Le Mexique et la Colombie ont tous deux renouvelé leur marge de crédit à grande échelle auprès du FMI afin de renforcer leur rempart contre un choc externe négatif sur les marchés financiers. D'autres pays comme le Brésil et le Pérou comptent sur des réserves internationales relativement importantes qu'elles déploieront pour intervenir au besoin.

Brésil

REPRISE ÉCONOMIQUE DE LA PREMIÈRE PUISSANCE DE L'AMÉRIQUE LATINE

- Les marchés financiers en hausse dans la foulée de la destitution de la présidente.
- Réaction décisive des autorités devant l'urgence budgétaire du pays.
- Tendance positive vers la convergence de l'inflation sur la cible en 2017.
- Le plan d'investissement infrastructurel à grande échelle portera la croissance à moyen terme.

Le Brésil est vraiment de retour sur les écrans radars des investisseurs du monde entier. Les indicateurs des marchés financiers continuent de témoigner d'une vigoureuse tendance à la hausse depuis le début de 2016. En fait, le réal brésilien (BRL), qui s'est apprécié de 28 % par rapport au dollar américain (USD) depuis le 21 janvier 2016, est sans nul doute la devise la plus performante dans le monde cette année. La performance exceptionnelle enregistrée sur les marchés des changes s'est également répercutée sur les titres de dette et les actions du Brésil. En fait, l'indice repère des marchés boursiers Ibovespa a augmenté cumulativement de 60 % dans la devise locale depuis la fin de janvier 2016.

Il est évident que les investisseurs sont de nouveau intéressés à accroître leur exposition aux titres de dette du Brésil. La prime de risque souverain implicite actualisée dans les swaps pour défaut de paiement (CDS) à cinq ans libellés en dollars américains a baissé constamment pour passer de 507 points de base en janvier à 245 points de base en septembre. Il convient de préciser qu'il y a rupture entre les notes de crédit existantes et la dynamique du cours des actifs; en fait, toutes les agences de notation (Standard and Poor's, Moody's et Fitch) placent toujours en surveillance « négative » les notes de crédit de la dette souveraine du Brésil (soit BB, Ba2 et BB respectivement). Nous sommes d'avis que le Brésil est sur le point de mériter cette année différentes révisions « à la hausse » de ses notes de crédit grâce à l'amélioration des fondamentaux de la croissance et à la réduction des déséquilibres macroéconomiques.

En 2017, l'économie brésilienne connaîtra de nouveau des taux de croissance légèrement positifs, grâce à l'aide considérable de la reprise de la production industrielle, à une balance commerciale excédentaire, à un taux de change plus concurrentiel (après une dévaluation de 45 % du BRL dans les cinq dernières années), à un essor infrastructurel favorable à l'investissement et à une reprise très modeste de la consommation intérieure en raison de la baisse des taux d'intérêt. Le PIB réel augmentera probablement de 1,2 % en 2017, après une contraction économique de 3,1 % estimée pour l'ensemble de 2016. La reprise se prolongera modérément jusqu'en 2018 (nous prévoyons un taux de croissance du PIB de 1,7 %) selon la rapidité du rajustement budgétaire structurel et la réaction à la relance budgétaire instituée par la nouvelle administration. En 2018, la consommation des ménages et la formation du capital brut seront les facteurs essentiels de la croissance. Le déficit consolidé du secteur public sur 12 mois, qui a atteint 9,6 % du PIB à la fin d'août, convergera progressivement vers les 8 % du PIB d'ici la fin de 2018 selon l'évaluation la plus récente du Fonds monétaire international.

La naissance d'un nouveau cycle politique dans la foulée des procédures de destitution de l'ancienne présidente Rousseff marque une évolution structurelle vers l'amélioration des institutions politiques du pays, que la communauté financière mondiale récompensée et saluée. À notre avis, le changement de gouvernement géré constitutionnellement et avalisé par le scrutin populaire représente un pas sur la voie de la réforme du régime politique en place au Brésil depuis les dix dernières années. Il n'empêche que le président Michel Temer affronte un environnement macroéconomique riche de défis, caractérisé par un déficit

RENSEIGNEMENTS

Pablo Bréard

416.862.3876

Études économiques de la Banque Scotia

pablo.breard@scotiabank.com

Graphique 1



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg

Graphique 2



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg

budgetaire toujours aussi considerable, un taux de chomage dans les deux chiffres et une inflation chroniquement elevee (quoiqu'en regression) des prix a la consommation. Une equipe de technocrates chevronnes continuera de se consacrer a la coordination des politiques budgetaires et monetaires afin de rebatir la confiance interieure et de retablir le pouvoir d'achat des consommateurs.

Le Bresil, qui a fait preuve d'une resilience remarquable devant les secousses de la conjoncture externe provoquees entre autres par le scrutin referendaire du Royaume-Uni et les incertitudes sur l'orientation des politiques relativement a la presidentielle aux Etats-Unis, ne sera pas necessairement a l'abri des electrochocs lies a la normalisation de la politique monetaire que la Reserve federale americaine (la Fed) doit amorcer graduellement dans la nouvelle annee. Toujours est-il qu'a notre avis, l'evolution du taux des fonds federaux a court terme n'aura que des effets marginaux sur les courants de capitaux vers le Bresil en raison du contexte des taux d'interet reels tres attrayants (pour les investisseurs dans les portefeuilles etrangers). Tant que la Fed ne modifiera pas sa politique sur les avoirs en bons du Tresor americains et en titres adosses a des hypothèques, ce qui provoquerait une remontee de la courbe des rendements americains, le Bresil pourrait continuer de recevoir des apports en capitaux importants des portefeuilles etrangers qui en profiteront pour investir dans des valeurs refuges.

Nous croyons aussi que l'equipe d'economistes mettra tout en oeuvre pour moderer la volatilité potentielle des marches des devises afin de maitriser l'inflation pendant le premier semestre de l'annee. Le sondage consensuel le plus recent mene par la Banque centrale precise que le real brésilien devrait clôturer l'annee et l'an prochain a 3,25 et 3,40 respectivement par rapport au dollar americain. En outre, les courants de capitaux etrangers pourraient cibler le plan attrayant d'aménagement des infrastructures récemment dévoilé par l'administration Temer. Un environnement de taux d'interet reels toujours aussi attrayants (les taux d'interet corriges de l'inflation a court terme fröent le seuil des 9 %) viendra ancrer solidement les attentes inflationnistes durant le premier semestre de 2017. L'inflation globale devrait baisser pour s'etablir a 5 % sur un an d'ici la fin de l'an prochain, contre une estimation de 7 % sur un an en 2016. Les marches des produits derives tiennent clairement compte du lancement d'une phase d'assouplissement monetaire; en fait, le taux d'interet directeur SELIC sera probablement ramene a une fourchette comprise entre 200 et 300 points de base d'ici la fin de 2017.

Colombie

LES COURANTS DE CAPITAUX ÉTRANGERS ÉTAYENT LA TRANSFORMATION STRUCTURELLE

- La Colombie censée d'attirer d'importants courants de capitaux quels que soient les résultats du scrutin sur le plébiscite.
- Le rajustement budgétaire structurel est une priorité absolue de la politique économique.
- Progrès concret dans la dynamique de désinflation; allègement monétaire à l'horizon.
- La diversification dans d'autres secteurs que l'énergie est une bonne nouvelle.

Les perspectives colombiennes comportent une kyrielle de défis macroéconomiques qui débordent largement le cadre des progrès et/ou des retards dans le processus qui donnera lieu aux accords de paix avec les groupes insurgés. Il ne fait aucun doute que le résultat du scrutin sur le plébiscite mené le 2 octobre a temporairement teinté l'idée que se font les investisseurs mondiaux du risque que pose le contexte politique et institutionnel de la Colombie; or, à nos yeux, il ne s'agit pas d'un facteur de déstabilisation qui empêchera les capitaux étrangers d'affluer dans l'économie colombienne. Toujours est-il qu'il faudra apporter rapidement des mesures correctives à certains enjeux pressants de la politique économique pour améliorer la conjoncture des affaires en prévision du début de la nouvelle année afin d'éviter une dégradation de la note de crédit. Il s'agit notamment du rajustement budgétaire structurel, de la lutte contre l'inflation, de la correction du déficit des comptes courants et de la diversification des structures économiques pour affranchir le pays de sa dépendance au secteur de l'énergie.

La réforme budgétaire structurelle à soumettre à l'approbation du Congrès est devenue un enjeu majeur d'intérêt public qui façonnera le climat économique dans les mois à venir. Après le brutal repli des cours du brut (entre juin 2014 et février 2016), suivi d'une modeste reprise depuis, il est absolument essentiel de compter, pour les recettes fiscales, sur d'autres sources que l'énergie afin d'éviter que la conjoncture budgétaire s'effrite encore plus. Comme le signale la Banque centrale de la Colombie, les recettes budgétaires d'origine pétrolières ont baissé pour passer de 20 % du total des recettes en 2013 à zéro ou presque à l'heure actuelle. La production de brut par jour se réduira pour passer d'un million à 850 000 barils dans l'année à venir. En outre, les impératifs financiers liés à un éventuel accord de paix pourraient exercer d'autres pressions négatives sur les comptes budgétaires à moyen terme. Le déficit budgétaire du secteur public consolidé terminera probablement l'année à près de 4 % du PIB; il est donc absolument essentiel de rétablir la viabilité budgétaire des finances publiques.

L'économie colombienne est en train de se doter d'un nouveau cadre structurel en se diversifiant pour s'affranchir de sa dépendance au secteur de l'énergie et de la domination du marché américain, qui sont les principaux axes de ce virage structurel. Après un brusque effondrement du commerce extérieur (en baisse de 26 % sur un an dans les sept premiers mois de 2016), la politique de durcissement monétaire mise en œuvre par la Banque centrale réussit à décélérer la demande intérieure et la hausse du chômage (de 9 % en août) pour corriger les déséquilibres macroéconomiques. La croissance du PIB réel terminera probablement l'année à 2,5 % selon le ministre des Finances (ce qui est légèrement inférieur au consensus du secteur privé). Pour 2017, la rapidité de la désinflation, de pair avec l'adaptation des entreprises et des consommateurs à la réforme fiscale, deviendra le facteur déterminant de la croissance économique menée par le marché intérieur. La consommation des ménages continuera de progresser de l'ordre de 2,5 % par an en 2017 et 2018. Le programme des infrastructures du pays fortement axé sur l'intensification des projets d'infrastructures routières, constituera lui aussi un facteur de croissance dynamisé par

RENSEIGNEMENTS

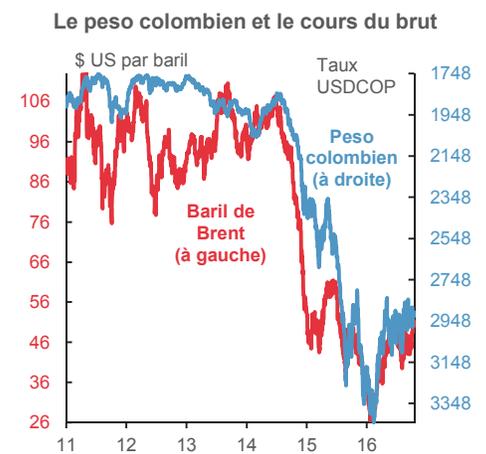
Pablo Bréard

416.862.3876

Études économiques de la Banque Scotia

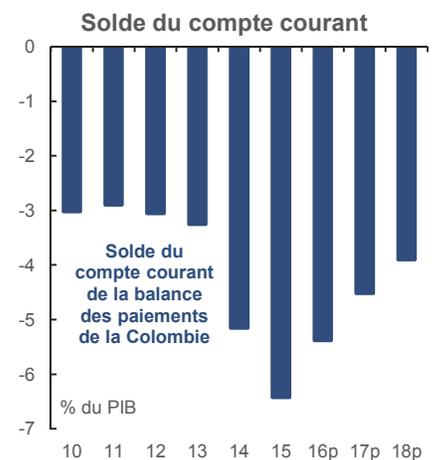
pablo.breard@scotiabank.com

Graphique 1



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg

Graphique 2



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg, FMI

l'investissement jusqu'à la fin de la décennie, en donnant un coup de pouce au secteur de la construction. Les prévisions consensuelles laissent entrevoir un taux de croissance de 2,8 % en 2017 et de 3,8 % en 2018. Après un brutal rajustement de la devise colombienne, le secteur des exportations deviendra un facteur de croissance positif en 2018, ce qui augmentera les effets favorables de l'investissement étranger dans le secteur des infrastructures et dans la reprise de l'activité manufacturière.

La lutte contre l'inflation est toujours la grande priorité de la Banque centrale de la Colombie. Le taux annualisé d'inflation se maintient dans l'intervalle supérieur de la fourchette cible officielle de 3 % ± 1 % depuis 19 mois de suite, et les acteurs du marché ont commencé à se pencher attentivement sur l'efficacité (et/ou la crédibilité) du régime de ciblage de l'inflation. En fait, l'inflation des prix à la consommation, surtout influencée par les facteurs de l'offre et les effets d'entraînement chroniques d'un brusque rajustement de la monnaie, a atteint 7,3 % sur un an en septembre après avoir culminé à 9 % sur un an en juillet. L'inflation des produits alimentaires a fléchi à 10,6 % sur un an en septembre. À terme, les sondages consensuels récents laissent entrevoir un taux sur un an de 7 % d'ici la fin de l'année et de 4,2 % pour 2016 et 2017 respectivement. À cet égard, la Banque centrale s'en tiendra au durcissement des conditions monétaires (dont le taux directeur s'établit aujourd'hui à 7,75 %) jusqu'à ce qu'elle constate un changement évident et durable de la tendance désinflationniste.

Les progrès dans la correction du déficit des comptes courants se matérialiseront probablement en 2017-2018. L'effondrement du commerce extérieur en raison du choc des cours du pétrole explique essentiellement l'augmentation du déficit des comptes courants, qui a monté en flèche pour atteindre 6,5 % du PIB en 2015. La Banque centrale estime que le déficit externe terminera l'année à 5,3 % du PIB. Toujours est-il qu'il semble y avoir un virage à cet égard, puisque la baisse des exportations semble vouloir se ralentir alors que la contraction des exportations se poursuit au même rythme. Le déficit des comptes courants convergera vers un taux de 4 % du PIB d'ici la fin de 2018. Le rajustement prononcé du taux de change constaté entre juillet 2014 et février 2016 a donné lieu à une monnaie concurrentielle qui allégera le processus de diversification économique et de rajustement des comptes courants dans les deux prochaines années.

Les agences internationales de notation du crédit surveilleront attentivement l'amélioration du double déficit (budgétaire et des comptes courants) dans les mois à venir. Lorsqu'il aura été renégocié, l'accord final sur la paix aura un lourd tribut budgétaire qui pèsera également sur les finances du secteur public. L'équipe d'économistes de l'État reste très fidèle à une approche orthodoxe en matière de politique budgétaire et monétaire; or, l'environnement macroéconomique est jalonné de défis de taille dans la prochaine année.

La Colombie continuera de resserrer les liens du commerce et de l'investissement avec les marchés existants et les nouveaux marchés afin de diversifier les marchés du commerce extérieur tout en s'assurant de nouvelles sources d'investissement étranger directes. Le groupe de l'« Alliance du Pacifique », qui comprend quatre pays, facilitera la connectivité avec les marchés dont le potentiel est élevé dans la région de l'Asie-Pacifique (en particulier grâce aux liens bilatéraux avec le Pérou et le Chili), alors que la liaison avec le Mexique (qui représente les deux tiers du PIB de l'Alliance du Pacifique) permettra de reconstruire une relation plus favorable dans le commerce et l'investissement avec les partenaires de la zone de l'ALENA dans l'année à venir. Les relations exceptionnelles entre les États-Unis et la Colombie ont été entérinées avec l'approbation, par le FMI, d'une marge de crédit flexible de 11,5 milliards de dollars US sur deux ans en juin 2016. Enfin, le virage décisif du Brésil et de l'Argentine, qui adoptent dans leur politique une approche plus favorable et conviviale pour les marchés, ouvre la porte à des liens commerciaux plus étroits avec les marchés du cône Sud.

Pérou

LES YEUX RIVÉS SUR LE GOUVERNEMENT

Le régime de PPK (Pedro Pablo Kuczynski) a pris les commandes du gouvernement le 28 juillet. Depuis, il va de soi que tous les yeux sont rivés sur ses plans et ses premières interventions, nombreux et pour la plupart bien accueillis, ce qui a porté la confiance des entreprises à des sommets sans précédent depuis bien des années.

Voici les traits dominants des premières mesures et intentions du nouveau gouvernement.

Le cabinet — Il est dirigé par Fernando Zavala, ministre des Finances en 2005, à l'époque où PPK était le chef du cabinet (dans le gouvernement Toledo). M. Zavala doit essentiellement établir des relations professionnelles cordiales avec le Congrès majoritairement formé de l'opposition et les administrations régionales et locales. Le cabinet lui-même réunit des représentants chevronnés des anciennes administrations et des compétences professionnelles dans leur domaine d'intervention. De mémoire récente, il s'agit probablement de l'un des cabinets les plus compétents et, par le fait même, prometteur.

La Banque centrale et la politique monétaire — Julio Velarde a été reconduit à la présidence de la Banque centrale pour un troisième mandat de cinq ans. Le pouvoir exécutif a nommé au conseil d'administration trois autres éminentes personnalités. Le Congrès doit toujours nommer les trois derniers membres du conseil, auquel siègent sept membres. Puisque M. Velarde restera aux commandes, nous n'entrevoyons pas de changements importants dans la conduite de la politique monétaire ou de change.

Pouvoirs législatifs exceptionnels — Le Congrès a récemment confié au cabinet Zavala des pouvoirs extraordinaires qui permettent d'adopter des lois pendant 90 jours sur les enjeux relatifs à l'économie, à la corruption et à la sécurité. Il s'agit d'une bonne nouvelle, non seulement parce que le gouvernement pourra accélérer l'adoption des lois, mais aussi en raison de l'importance politique de ces pouvoirs. En raison de cette décision, on redoute moins que l'opposition majoritaire au Congrès, la Fuerza Popular (FP) dirigée par Keiko Fujimori, tente de faire échec aux initiatives du gouvernement. Bien que certains représentants éminents de la FP au Congrès aient fortement exprimé leur opposition à certaines initiatives du gouvernement, cette volonté ne s'est pas traduite, dans la pratique, par un blocage énergétique des propositions.

Politique économique et croissance — L'équipe d'économistes, dirigée par Alfredo Thorne, ministre des Finances, a annoncé que la priorité de la politique de relance de la croissance sera double : investissement dans les infrastructures et formalisation des secteurs informels de l'activité économique. S'agissant des infrastructures, le gouvernement a dressé la liste de 49 projets absolument prioritaires dans son budget, pour un total légèrement supérieur à deux milliards de dollars US en 2017. Il s'agit notamment de projets qui ont déjà fait l'objet d'appels d'offres (18 milliards de dollars US sur une durée de plusieurs années). Or, le gouvernement aura sans doute moins de difficulté à promouvoir les projets qui n'ont pas fait l'objet d'appels d'offres, plus modestes, mais qui ne sont pas empêtrés dans la bureaucratie, qu'à démêler l'écheveau des projets qui ont fait l'objet d'appels d'offres et dont les retards causent déjà des dérogations contractuelles et des coûts qui pourraient l'obliger à assortir les contrats en vigueur d'annexes élaborées. Dans l'ensemble, 2017 sera sans doute plus une année au cours de laquelle les projets d'infrastructures se mettront en branle, alors que les dépenses plus importantes s'enchaîneront à partir de 2018.

Le gouvernement a été plus avare de précisions sur les moyens qu'il prendra pour induire la formalisation des secteurs d'activité informels. Les pouvoirs exceptionnels attribués par le Congrès portent sur des changements fiscaux, par exemple la réduction de la TVA (l'IGV au Pérou), sur laquelle le gouvernement compte beaucoup. En raison de la situation budgétaire

RENSEIGNEMENTS

Guillermo Arbe

511.211.6052 (Pérou)

Scotiabank Peru

guillermo.arbe@scotiabank.com.pe

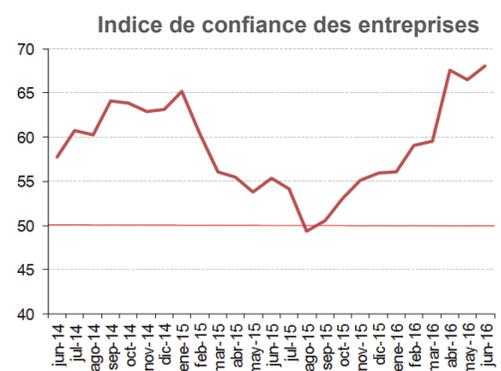
Graphique 1

Croissance du PIB

	2014	2015	2016P	2017P	2018P
PIB	2.4	3.3	3.8	4.0	4.2
PIB hors du secteur minier	2.5	1.5	2.0	3.4	4.0
Demande intérieure	2.2	2.9	1.8	3.6	4.0
Consommation du secteur privé	4.1	3.4	3.5	3.5	3.5
Consommation du secteur public	10.1	9.5	5.9	4.2	4.4
Investissement intérieur brut	-4.7	-0.9	-4.2	3.6	5.1
Secteur privé	-1.8	-4.5	-4.4	3.5	4.5
Secteur public	-2.0	-7.5	7.6	5.1	5.0
Exportations	-0.8	3.5	6.8	5.3	4.4

E : estimation P : projection

Graphique 2



Source : Élaboration des normes BCR Elaboration : Service de recherche de la Banque Scotia

tendue, il faut d'abord réduire la taxe de vente pour la porter de 18 % à seulement 17 % et à en compenser la baisse, du moins en partie, par une hausse du taux d'imposition des revenus, qui passera de 28 % à 30 %. On se penche également sur d'autres mesures fiscales pour les petites entreprises, notamment une amnistie fiscale pour les avoirs extraterritoriaux et la dette fiscale des entreprises actuellement enlisées dans des actions en justice avec l'administration fiscale.

Dans l'ensemble, le budget témoigne de la volonté du gouvernement de faire maison nette, ce qui n'était pas aussi évident pendant la campagne électorale. Les pouvoirs publics proposent de ramener le déficit budgétaire à 2,5 % du PIB à la fin de 2017 et à 1,8 % en 2018, contre 3,4 % aujourd'hui. Ces objectifs ne seront sans doute pas faciles à atteindre, mais la volonté de bien gérer la situation budgétaire est crédible. Dans le cadre de ce grand ménage budgétaire, le nouveau gouvernement a, contre toute attente, décidé de restructurer la dette budgétaire à la fin de septembre, en émettant dans la devise locale des obligations souveraines échéant en 2028 et totalisant 10,25 milliards de sols, en rachetant des obligations locales à plus court terme et des obligations mondiales en dollars américains.

Le gouvernement mise beaucoup sur le secteur privé pour relancer la croissance en 2017. Le budget soumis à l'approbation du Congrès se fonde sur l'hypothèse d'un taux de croissance du PIB de 4,8 % en 2017 (comparativement à notre prévision de 4,0 %). Le budget est relativement prudent pour ce qui est de l'investissement public, avec une hausse de 5 % (9,1 % en 2016), et de la consommation, avec une hausse de 3 % (5,7 % en 2016). C'est dans l'investissement du secteur privé qu'on relève le changement le plus important dans les facteurs de croissance : l'investissement s'établira à 5,0 %, au lieu de -1,7 % en 2016. Contribueront également à la croissance, la consommation des particuliers, à 3,7 % (3,5 % en 2016), et les exportations, à 8 % (6,9 % en 2016). Bien qu'aucun facteur de croissance prévu ne soit à lui seul intenable, ceux qui sont liés au secteur privé ont tendance à être constamment supérieurs, quoique légèrement, à nos prévisions et aux prévisions consensuelles. À première vue, la tendance de la croissance actuelle du PIB, à 4,1 % pour le taux de croissance le plus récent sur 12 mois jusqu'en juillet, laisse entendre qu'un taux de 4,8 % pour 2017 n'est pas hors de portée. Toutefois, le secteur minier, qui a apporté 1,8 point de pourcentage à la croissance en 2016, s'en tiendra à 0,7 point de pourcentage à peine en 2017. Autrement dit, sans tenir compte du secteur minier, le PIB devrait apporter 4,1 points de pourcentage en 2017, au lieu de 2,3 en 2016, pour respecter l'objectif du gouvernement (et apporter 3,4 points de pourcentage pour respecter nos prévisions). Bien que le relèvement considérable de la confiance des investisseurs constitue un motif justifiant une amélioration du PIB hors du secteur minier, la capacité excédentaire élevée à l'heure actuelle dans un certain nombre de secteurs d'activité et le décalage prolongé de certains projets d'infrastructures rendront difficilement réalisable une amélioration aussi importante.

Dans l'ensemble, 2017 sera probablement une année au cours de laquelle le secteur privé comme le secteur public continueront de s'adapter à ce nouveau gouvernement. On a bon espoir que 2018 soit une année à la fois plus harmonieuse et un peu plus solide. Nous prévoyons un taux de croissance de 4,2 %, ce qui ne semble guère mieux que 4,0 % en 2017; or, la contribution du secteur minier sera moins importante. Nous nous attendons à ce que le PIB hors du secteur minier représente la quasi-totalité de ce taux de croissance de 4,2 %, contre 3,4 % en 2017. Ainsi, en 2018, le taux de croissance du PIB global sera un meilleur indicateur de la véritable solidité de la croissance économique.

Chili

CONSENSUS AXÉ SUR LA CROISSANCE

La conjoncture actuelle de l'économie chilienne s'est détériorée dans une certaine mesure. Comme prévu il y a trois mois, l'estimation de la croissance tendancielle a été réduite de 3,5 % à 3 % environ et le rythme de l'activité économique s'est ralenti un peu plus au troisième trimestre. Certains facteurs statistiques permettent de continuer de s'attendre à un taux de croissance annuel de 1,7 % en 2016, grâce à une reprise de l'activité au dernier trimestre (surtout dans les deux derniers mois). Or, il ne s'agit pas d'un changement de tendance. Au contraire, la défiance tenace des entreprises et des consommateurs a obligé à élarger à 2 % la croissance prévue pour l'an prochain et continuera de peser sur la reprise de la demande intérieure. Dans notre scénario de base, la reprise de l'activité et de la demande continuera de tourner au ralenti en 2018, pour atteindre un taux de croissance de 2,5 %. En somme, la croissance tendancielle (estimée aux alentours de 3 %) ne se matérialisera pas avant 2019. Or, il existe un équilibre des risques qui n'est pas clairement orienté pour l'heure : les facteurs négatifs découlent des échanges commerciaux en demi-teinte, et les incertitudes de l'économie intérieure exercent des pressions à la baisse; en revanche, l'économie chinoise semble vouloir se stabiliser, les capitaux affluent plus massivement sur les marchés émergents, et il se dégage un consensus politique davantage axé sur la croissance, qui pourrait conforter considérablement les attentes. En ce qui concerne ce dernier facteur, les nouveaux projets dans le domaine de l'énergie, qui témoignent à la fois de la confiance du secteur privé et de la baisse des coûts de nombreuses activités, ainsi qu'un budget logique pour l'an prochain, sont de bonnes nouvelles, alors que les élections municipales et générales (en 2016 et 2017 respectivement) devraient plutôt être considérées comme autant de signes favorables.

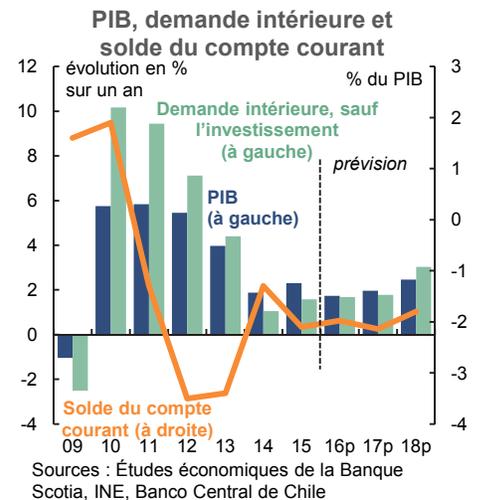
CONVERGENCE DE L'INFLATION ET BANQUE CENTRALE ATTENTISTE, MAIS PRÊTE À INTERVENIR

Selon les données les plus récentes, l'inflation cumulée a continué de baisser, pour plonger dans la fourchette de référence monétaire (de 2 % à 4 %), tirée à la baisse par la stabilisation du taux de change et la pression moins forte exercée par un plus grand excédent de capacité. On s'attend généralement à ce que l'inflation converge vers le centre de la fourchette en 2017, pour se maintenir à ce niveau dans les années suivantes. Avec cette conjoncture inflationniste comme toile de fond, et même si la politique monétaire actuelle est plutôt stimulante — avec un taux à 3,5 % et une orientation neutre en août — si les attentes inflationnistes pour 12 mois ou leurs facteurs déterminants (par exemple le taux de change ou les revenus et les salaires) révèlent un repli plus accentué (et que l'inflation est proche de 2,5 % ou moins), la probabilité d'une réduction du taux à 3 % dans les six prochains mois serait plus forte. Or, il n'y a guère de marge pour être plus expansionniste : à moins d'assister à une très forte remontée de la conjoncture extérieure, une politique monétaire plus expansionniste justifierait un taux de change supérieur. Au-delà de la politique monétaire, les taux à court terme, qui seraient quand même conditionnés par cette politique, devraient rester stables en 2017, selon notre scénario de base, avec un risque orienté à la baisse. En ce qui a trait aux taux à long terme, une évolution stable est le scénario le plus probable; or, si le risque d'inflation intérieure et de rebond des taux américains diminue, les risques sont désormais légèrement orientés à la baisse eux aussi. Le gouvernement prévoit d'être plus prudent dans ses dépenses, en proposant un taux de croissance réel de 2,7 % (en estimant le déficit à 3,3 % du PIB); or, même dans ce cas, il devra émettre de nouveaux titres de dette et perdra probablement son statut de prêteur net. Par contre, il est utile de rappeler que dans une économie très ouverte, la dépense budgétaire n'est pas un outil très puissant pour relancer l'activité.

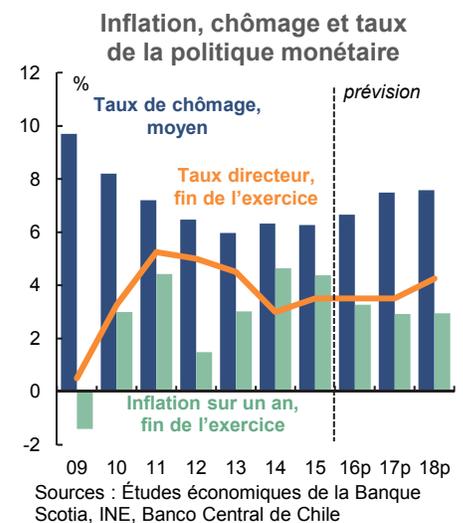
RENSEIGNEMENTS

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

Graphique 1



Graphique 2



L'ENVIRONNEMENT DU COMMERCE EXTÉRIEUR EST TOUJOURS EXIGEANT, MAIS LES RISQUES SEMBLENT S'AMOINDRIR

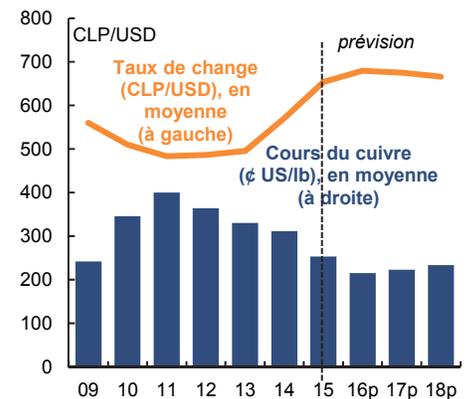
La balance commerciale ne s'est pas améliorée sensiblement ces derniers mois : les cours du cuivre sont au plus bas et les cours du pétrole baissent légèrement. Or, trois grands risques étrangers se sont atténués : 1) le cuivre semble vouloir se relever à plus de deux dollars US la livre; 2) il semble que la Chine soit mieux en mesure de gérer sa transition et aussi été assez forte pour maîtriser son taux de change; et 3) la Fed a fait preuve de plus de circonspection dans son parcours de normalisation. Bien que les probabilités indépendantes et conjointes de ces facteurs de risque ne soient pas nulles et qu'elles doivent faire l'objet d'une surveillance attentive, la probabilité de conditions extrêmes est désormais plus faible qu'il y a trois mois. Le taux de change flexible au Chili (CLP/USD) — le premier système tampon de cette petite économie très ouverte sur le monde — témoigne de cette conjoncture moins risquée, teintée d'une conjoncture étrangère qui manque toujours d'éclat : il reste cantonné dans une fourchette limitée qui pourrait varier entre 640 et 700 dans les mois à venir, en étant fortement tributaire de la conjoncture étrangère et de la politique monétaire intérieure. Dans cette fourchette, le taux de change devrait suffire à préserver la compétitivité des exportations et devrait être inoffensif pour l'inflation.

DÉFIANCE DES CONSOMMATEURS ET DES ENTREPRISES : NON PAS À CAUSE DES POLITIQUES (BUDGÉTAIRES OU MONÉTAIRES), MAIS BIEN DE L'ACTUALITÉ POLITIQUE...

L'économie progresse, et bien que l'on s'attende à ce qu'elle continue de croître, les indicateurs de confiance, depuis longtemps récessionnistes, se sont légèrement détériorés dans les trois derniers mois. Aux yeux des consommateurs, le piètre marché du travail (mauvais élève traditionnel du cycle économique chilien) se détériore lentement. On ne peut pas dire que le taux de chômage a augmenté très spectaculairement, surtout en raison du moins grand dynamisme de la population active et du travail autonome. Voilà pourquoi les salaires ralentissent. Parce que cette conjoncture devrait primer pendant 18 mois, il ne faudrait pas s'attendre, dans l'intervalle, à une forte reprise de la consommation. Pour ce qui est de l'investissement, les efforts destinés à améliorer les réformes continues ou annoncées ne paraissent pas suffisants. Le gouvernement a effectivement pris certaines mesures pour améliorer la situation, mais les orientations adoptées n'ont pas été très claires ou satisfaisantes pour le marché. De surcroît, le programme s'est enrichi d'une nouvelle réforme décisive : le régime des pensions. Hormis le fait que le système doit être révisé parce que certains de ses paramètres semblent périmés et que des corrections sont inéluctables, ce qui pourrait même accroître la vigueur d'un système qui a été un socle du développement chilien, il est évident qu'à court terme, les conséquences ne seront guère stimulantes pour les dépenses intérieures, puisqu'en définitive, il faudra toujours savoir comment s'y prendre pour épargner davantage et qui prendra les décisions à ce sujet. Le faible niveau de confiance vis-à-vis des institutions politiques comme le Congrès et les partis politiques, et la confiance portée au gouvernement se sont légèrement détériorés dans les trois derniers mois, ce qui n'est pas très encourageant pour discuter de réformes en profondeur. Il faut espérer que les prochaines élections permettront de remanier les forces politiques ou leurs idées motrices.

Graphique 3

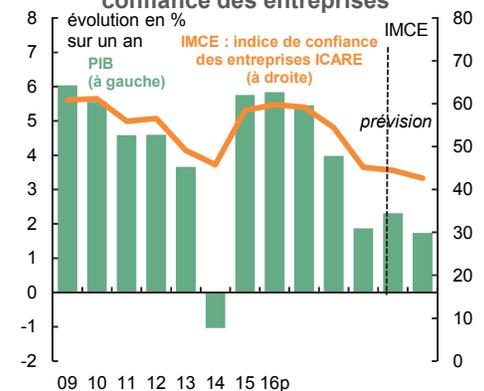
Taux de change, cours du cuivre



Source : Études économiques de la Banque Scotia

Graphique 4

PIB, demande intérieure et confiance des entreprises



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

Chine

LA CHINE RESTERA UNE FIGURE DE PROUE DE LA CROISSANCE ET UN GRAND MOTIF D'INQUIÉTUDE

- Le rééquilibrage économique et le ralentissement de la croissance de la production se poursuivront.
- Les mesures de relance appuient la reprise à court terme; or, elles creusent les déséquilibres économiques.

LES RÉFORMES STRUCTURELLES SE DÉROULENT PRUDEMMENT SUR FOND DE MESURES DE RELANCE

La Chine poursuit sa transition économique en se tournant vers les consommateurs et le secteur des services, alors que l'investissement et le secteur industriel perdent de leur importance comme moteurs de la croissance économique. L'économie devient ainsi moins tributaire des échanges commerciaux. L'an dernier, le commerce des biens et des services a représenté l'équivalent de 41 % du PIB, ce qui est nettement inférieur à sa part de 63 % il y a dix ans. Si les échanges commerciaux ont toujours autant d'importance pour la Chine, l'économie réduit progressivement son exposition aux chocs de la demande mondiale et s'en remettra de plus en plus à des sources intérieures de croissance.

Les autorités chinoises s'engagent à soutenir le changement structurel, qui générera une croissance économique plus durable. La mise en œuvre des réformes nécessaires est une tâche complexe, et les pouvoirs publics doivent consentir un compromis crucial : il faut résoudre les problèmes urgents comme la surcapacité industrielle et le lourd endettement des entreprises, ce qui ralentira la croissance à court terme, mais ce qui est nécessaire à la prospérité à plus long terme de la Chine. C'est pourquoi les autorités chinoises continuent de faire appel à leurs vastes moyens financiers pour relancer l'économie à court terme et mener harmonieusement les réformes en coulisse.

Les récents indicateurs de haute fréquence montrent que la croissance de la Chine a pris un peu plus de vitesse; en fait, ce pays est sur le point d'atteindre la cible officielle de croissance du PIB réel d'au moins 6,5 % sur un an en 2016. Cet élan s'explique en grande partie par les dépenses de relance budgétaire de l'État, surtout dans les infrastructures (graphique 1); le secteur public continue d'être la principale source de progression de l'investissement (en augmentation de 21 % sur un an depuis le début de l'année), alors que les dépenses du secteur privé restent léthargiques (en hausse d'à peine 2 % sur un an dans les huit premiers mois de l'année). Puisque le secteur privé représente environ 60 % du total de l'investissement, nous pensons que la dynamique actuelle n'est pas viable et qu'elle donnera lieu à un ralentissement graduel des taux de croissance de la production dans les trimestres à venir. En fait, nous nous attendons à ce que la croissance du PIB réel de la Chine ralentisse pour atteindre environ 6 % sur un an d'ici 2018.

LA CROISSANCE DU CRÉDIT, LA SANTÉ DU SECTEUR BANCAIRE ET LA LIBÉRALISATION DES COURANTS DE CAPITAUX SONT DES SOURCES DE RISQUES ÉCONOMIQUES IMPORTANTS

En raison de la taille de l'économie chinoise et de son importance grandissante pour le reste du monde, toute correction brutale de ses déséquilibres économiques produira des retentissements dans le monde entier. L'un des grands risques pour les perspectives de la Chine s'explique par les mesures de relance actuelles, qui maintiennent à un niveau artificiellement élevé la croissance du PIB réel du pays. Au premier trimestre de 2016, la dette des agents non financiers a atteint 169 % du PIB, en hausse de 14 points de pourcentage dans la même année (graphique 2). Les généreuses politiques de crédit et la croissance fulgurante des prêts, en particulier ceux qui sont consentis aux entreprises appartenant à l'État, repoussent à plus tard les difficultés économiques existantes, puisque les fonds éventuellement consacrés à des projets non viables pourraient très bien se

RENSEIGNEMENTS

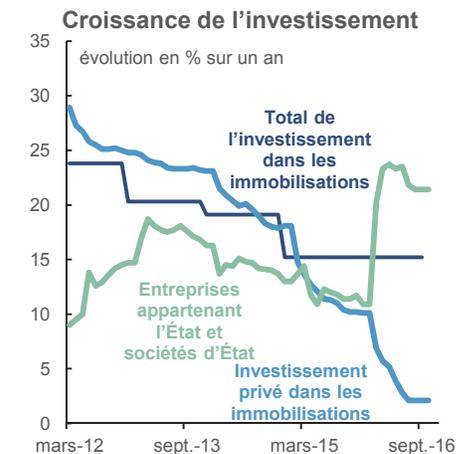
Tuuli McCully

65.6305.8313 (Singapore)

Études économiques de la Banque Scotia

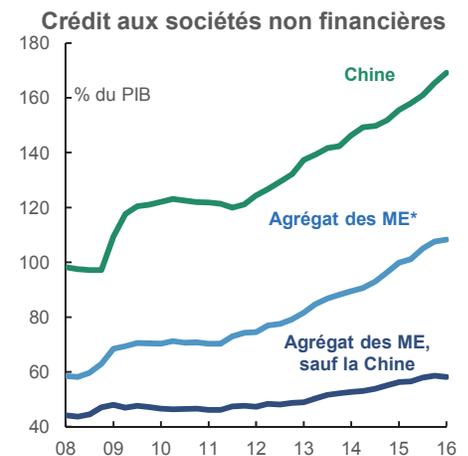
tuuli.mccully@scotiabank.com

Graphique 1



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg

Graphique 2



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, BIS. *Pays compris dans les données du BIS

transformer en prêts non performants dans les années à venir. Effectivement, parce que la croissance du crédit dépasse largement les gains du PIB nominal, on peut mettre en doute la capacité des sociétés chinoises à rembourser leurs dettes ultérieurement.

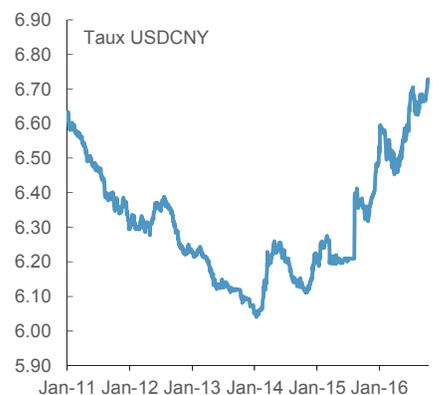
La santé du système bancaire chinois est déjà un motif de préoccupation; le Fonds monétaire international estime que la « dette à risque » représente 15,5 % de l'ensemble du portefeuille des prêts aux entreprises, ce qui pourrait donner lieu à des pertes représentant l'équivalent de 7 % du PIB. La fragilité du système financier à court terme est encore exacerbée par la libéralisation du secteur bancaire. Faute de cadre rigoureux de gouvernance et de gestion des risques dans ce secteur, la nouvelle concurrence pourrait intensifier le désarroi parmi les membres les plus faibles de ce système. C'est pourquoi nous signalons que l'absence de progrès des autorités chinoises dans la constatation des pertes du secteur bancaire et dans la mise en œuvre des restructurations institutionnelles nécessaires pourrait entraîner une forte correction de l'économie. Toujours est-il que puisque l'État chinois compte sur d'abondantes ressources financières et est en mesure d'intervenir efficacement en raison de la centralisation du système économique, nous ne nous attendons pas à ce que l'endettement massif et la fragilité du secteur bancaire laissent planer une menace sur l'économie à court terme.

Il est utile de préciser que le processus de libéralisation des courants de capitaux de la Chine comporte lui aussi des lacunes et des risques. Il est important d'accomplir des progrès sous cet angle, puisqu'en autorisant la libre circulation des capitaux qui entrent en Chine et qui en sortent, on réduirait les déséquilibres actuels. L'ouverture du compte de capital améliorerait l'efficacité de la politique monétaire, offrirait aux entreprises et aux consommateurs chinois un plus large éventail de solutions d'investissement (ce qui réduirait la demande excessive de biens immobiliers) et accroîtrait la résilience du système bancaire chinois en raison de la diversification bilancielle à l'étranger. Or, d'importants progrès simultanés dans la libéralisation du compte de capital donneraient probablement lieu à un exode de capitaux chinois à court terme (jusqu'à ce qu'on trouve un équilibre à moyen terme lorsque les investisseurs du monde entier auront accru leur exposition à la Chine). C'est pourquoi une très grande prudence devra marquer l'évolution des réformes dans l'ouverture de l'économie, qui devront se dérouler très graduellement. Déjà, l'éventuelle libéralisation des courants de capitaux et le rajustement du taux de change qui s'ensuivra, de pair avec des contrôles de capitaux plutôt lacunaires, se traduisent par des tensions qui ne cessent d'affaiblir le yuan chinois (graphique 3). En réaction, la Banque populaire de Chine continue d'intervenir et de gérer la valeur de la devise, en la laissant se déprécier graduellement. Il n'empêche que le plus grand défi des autorités monétaires consiste à éviter que les inquiétudes du marché se renforcent à propos d'une brusque dépréciation du yuan.

LA TRANSITION ÉCONOMIQUE DE LA CHINE SE RÉPERCUTE PARTOUT AILLEURS DANS LE MONDE

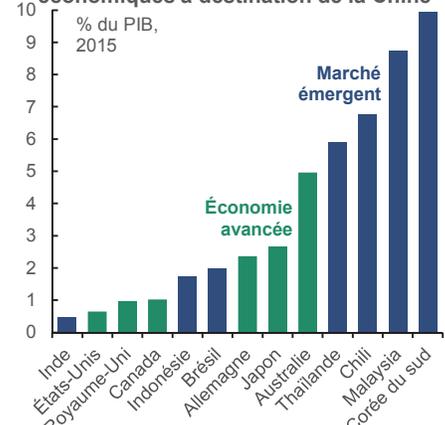
Le ralentissement de la croissance de l'économie chinoise se répercute sur tous les autres pays par des circuits comme les échanges commerciaux (graphique 4), les prix des produits de base et les liens financiers. Les pays qui participent à la demande industrielle et financière chinoise (comme Taïwan et la Corée du Sud) seront les plus durement touchés par le rééquilibrage, alors que les pays exposés à la hausse de la consommation chinoise (la Nouvelle-Zélande) en seront probablement les bénéficiaires en chiffres nets. De plus, certains pays comme le Cambodge et le Laos pourront profiter des entreprises qui délocalisent leurs moyens de production hors de la Chine, dont les coûts de main-d'œuvre augmentent. Et puisque la Chine devient un grand consommateur de produits de base, le ralentissement de la croissance de ses investissements fera souffler des vents contraires sur la reprise des prix de ces produits, ce qui nuira aux exportateurs de produits de base comme l'Australie, le Canada et le Brésil. Bien que la Chine soit en train de mieux s'intégrer dans le système financier mondial, il est peu probable que les chocs qui se répercuteront sur son système bancaire déclenchent mondialement une contagion financière directe. Or, les retombées financières des convulsions de l'humeur des investisseurs vis-à-vis de la Chine auront un profond retentissement partout ailleurs dans le monde.

Graphique 3
Performance du CNY



Sources : Bloomberg, Études économiques de la Banque Scotia

Graphique 4
Exportations de certaines puissances économiques à destination de la Chine



Sources : Études économiques de la Banque, FMI

Japon

FAIBLE INFLATION ET CROISSANCE DISCRÈTE CHRONIQUES À L'HORIZON

- Les efforts de relance économique du Japon affrontent des vents contraires, ce qui oblige à redynamiser l'Abenomics.
- Les politiques conciliantes restent la norme.

ENCORE UNE AUTRE CHANCE POUR L'ABENOMICS

Les difficultés de l'économie japonaise ne semblent pas vouloir se résorber, ce qui oblige le gouvernement à réinitialiser sa stratégie de relance économique. Le premier ministre Shinzo Abe affûte de nouveau les « trois flèches » de sa politique — relance monétaire, flexibilité budgétaire et réformes structurelles — pour prouver au reste du monde que l'« Abenomics » n'est pas un échec. Un nouveau cadre d'assouplissement monétaire a été lancé en septembre et un autre programme de dépenses budgétaires a été approuvé par le cabinet du gouvernement japonais en août. Ces mesures de relance à court terme devraient donner plus de temps pour mettre en œuvre les réformes structurelles, qui sont les seuls moyens viables d'étayer la croissance économique à moyen et à long termes et de mettre fin à la déflation chronique.

LA PREMIÈRE FLÈCHE : LA POLITIQUE MONÉTAIRE

En septembre 2016, la Banque du Japon (BoJ) a adopté une nouvelle politique-cadre monétaire d'« assouplissement quantitatif et qualitatif assorti d'un contrôle de la courbe des rendements », qui apporte à la Banque centrale une plus grande marge de manœuvre et renforce le programme d'assouplissement monétaire existant. Ce nouveau cadre comporte deux grands volets : le « contrôle de la courbe des rendements » et la « volonté de relever l'inflation ». Dans le premier volet, la BoJ rajustera plus efficacement les taux d'intérêt à court et à long termes, et dans le deuxième volet, elle mettra l'accent sur la volonté des autorités monétaires de continuer d'appliquer des politiques conciliantes jusqu'à ce que l'objectif d'inflation de 2 % du Japon soit dépassé de manière stable.

Dans le ciblage de la courbe des rendements, la BoJ a annoncé, pour les taux d'intérêt à court et à long termes, des directives qui lui permettront de relever le défi de l'heure pour le Japon, soit l'aplanissement de la courbe des rendements. Le taux d'intérêt négatif existant de -0,1 % appliqué aux soldes excédentaires des comptes courants des institutions financières auprès de la BoJ servira de taux directeur à court terme. L'objectif des taux d'intérêt à long terme (les rendements des obligations d'État à dix ans) a été fixé à « près de zéro pour cent », ce que la BoJ entend réaliser en remaniant ses rachats d'obligations d'État. L'expansion de la masse monétaire du Japon grâce aux actifs rachetés par la BoJ sera de l'ordre de 80 000 milliards de yens; toutefois, des fluctuations à court terme seront permises pour faciliter l'intégration nécessaire de la courbe des rendements. De plus, la BoJ a infléchi son programme d'assouplissement quantitatif en abolissant la directive pour la moyenne de l'échéance à courir (qui était auparavant de sept à douze ans). La BoJ devrait ainsi pouvoir concentrer ses rachats sur les échéances de trois à cinq ans afin de réduire les rendements obligataires à moyen terme, ce qui devrait permettre de diminuer plus efficacement les frais d'emprunts commerciaux et de stimuler l'économie.

Parce que l'économie japonaise est soumise à des tensions déflationnistes tenaces, la BoJ a mis au point son approche de ciblage de l'inflation en optant pour une plus grande souplesse; elle n'a pas donné de délai explicite pour atteindre la cible de 2 % sur un an pour l'inflation des prix à la consommation (IPC de tous les produits sauf les aliments frais). La BoJ a l'intention de hausser les attentes inflationnistes plus vigoureusement en insistant pour dire qu'elle vise à atteindre la cible « le plus rapidement possible » et continuera d'appliquer

RENSEIGNEMENTS

Tuuli McCully

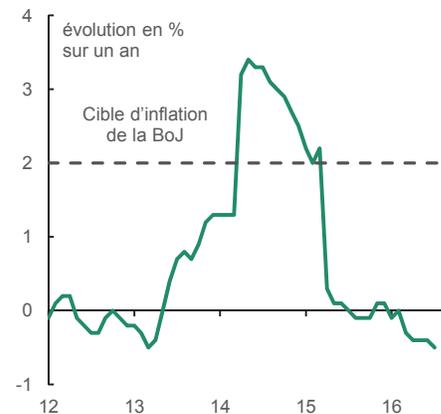
65.6305.8313 (Singapore)

Études économiques de la Banque Scotia

tuuli.mccully@scotiabank.com

Graphique 1

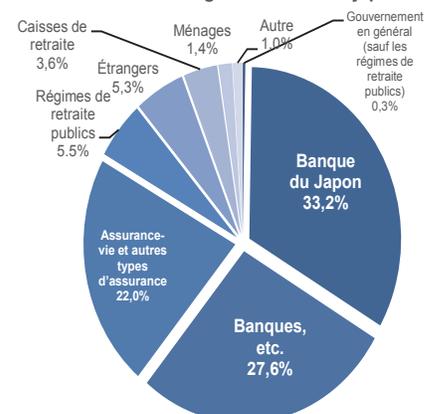
Inflation au Japon, sauf les aliments frais



Sources : Bloomberg, Études économiques de la Banque Scotia

Graphique 2

Détenteurs des obligations de l'État japonais



Sources : Ministère des Finances du Japon, Études économiques de la Banque Scotia

ses politiques conciliantes « tant qu'il le faudra » pour que l'inflation dépasse le seuil des 2 % de manière stable. Il n'empêche que la réalisation de cet objectif paraît lointaine. En août, les prix ont baissé de 0,5 % sur un an. En raison de la croissance des salaires en demi-teinte, des attentes inflationnistes faibles et de la force du yen, nous croyons que la cible d'inflation ne sera pas atteinte avant la fin de 2018. Sur cette toile de fond, nous pensons que la BoJ sera obligée d'assouplir davantage sa politique monétaire dans les mois à venir, en abaissant encore plus en territoire négatif son taux directeur à court terme. À notre avis, elle ne pourra pas lutter contre la force du yen en faisant appel à d'autres mesures de relance monétaires, puisque la valeur de la monnaie continue d'être portée par l'humeur des investisseurs du monde entier.

LA DEUXIÈME FLÈCHE : LA MARGE DE MANŒUVRE BUDGÉTAIRE

Si le Japon continue de s'engager à viabiliser ses finances publiques à plus long terme, sa marge de manœuvre budgétaire à court terme est jugée essentielle pour appuyer les efforts de relance économique des décideurs. Effectivement, en raison du fléchissement des dépenses de consommation, le gouvernement a décidé, en juin, de repousser à octobre 2019 la hausse de la taxe à la consommation programmée pour avril 2017. En outre, le cabinet japonais a approuvé en août un deuxième budget supplémentaire pour l'exercice financier en cours, dans le prolongement de l'assouplissement monétaire de la BoJ. Ce programme budgétaire totalisait 28 100 milliards de yens (l'équivalent de 5,6 % du PIB); les nouvelles dépenses de relance de l'économie s'élèvent à 13 500 milliards de yens (2,7 % du PIB). Les dépenses publiques seront consacrées aux familles à faible revenu et aux infrastructures.

Le profil budgétaire du Japon reste structurellement faible et nous croyons que la marge de manœuvre pour d'autres mesures de dépenses est limitée. Le déficit budgétaire du gouvernement en général sera proche d'une moyenne de 5 % du PIB en 2016-2018, alors que la dette publique brute sera supérieure à 250 % du PIB. Les autorités japonaises visent à dégager un surplus primaire d'ici l'EF 2020 (avril-mars) afin d'endiguer l'augmentation de la dette. Il s'agit d'une tâche riche de défis dans un environnement de croissance terne. Puisque le gouvernement doit aussi affronter la hausse des coûts de la sécurité sociale en raison du vieillissement de la population, il a reconnu qu'il fallait réformer de toute urgence les dépenses et les institutions et accroître son efficacité pour consolider les finances publiques à plus long terme.

Malgré des finances publiques hypertrophiées, le gouvernement japonais n'a aucune difficulté à refinancer sa dette à des taux d'intérêt très faibles, grâce à la voracité des épargnants japonais pour les obligations de l'État, compte tenu du taux d'épargne élevé et de la position excédentaire des comptes courants du Japon. Ce pays ne compte pas sur le financement externe de la dette de son gouvernement, puisque 90 % des titres de dette de l'État sont détenus au Japon, essentiellement par la BoJ et d'autres institutions gouvernementales, des banques et des caisses de retraite (graphique 2). Les banques centrales d'autres pays constituent la majorité des détenteurs des titres de dette japonais à l'étranger. Par conséquent, toute convulsion liée à la dette paraît constituer une éventualité plutôt lointaine au Japon.

LA TROISIÈME FLÈCHE : LES RÉFORMES STRUCTURELLES

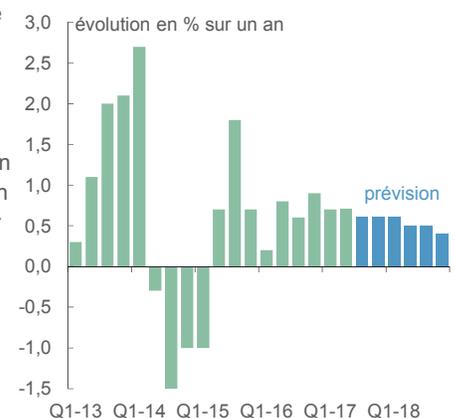
La victoire du Parti démocratique libéral du premier ministre Shinzo Abe dans le cadre des élections de la Chambre haute du 10 juillet 2016 a donné au gouvernement un solide mandat pour se consacrer à décocher la troisième flèche de ses réformes structurelles, ce qui s'est révélé plutôt difficile auparavant. Déterminé à réussir, le premier ministre Abe s'est engagé à donner la priorité, dans le programme de l'État, à la réforme du marché du travail.

Les gains de salaires anémiques au Japon sont l'une des principales raisons qui expliquent la léthargie des dépenses des consommateurs et l'inflation inexistante. Malgré les bénéfices élevés des entreprises et le quasi-plein emploi, la croissance des salaires est freinée par les rigidités du marché du travail. Le nombre de travailleurs à temps partiel et contractuels — qui n'ont pas de pouvoir de négociation syndicale — continue de s'accroître au Japon alors qu'une forte protection de l'emploi, par exemple, a pour effet de décourager les entreprises d'embaucher des travailleurs permanents. Hormis les gains de salaires anémiques, cette dualité du marché du travail ralentit la productivité du Japon en réduisant les incitations au rendement et les occasions de formation pour les employés non permanents. Avec le taux de chômage qui se situe à un creux sans précédent de 3,1 %, la correction des pénuries de main-d'œuvre est un autre volet essentiel de la réforme : l'État tâche de promouvoir la participation des femmes dans la population active et d'attirer les professionnels étrangers.

Le Japon doit absolument, pour assurer la prospérité de son économie, hausser sa productivité et l'offre sur le marché de l'emploi. À l'heure actuelle, le taux de croissance potentiel estimatif du PIB réel du Japon atteint à peine 0,25 % sur un an; si on ne réussit pas à mettre en œuvre les réformes structurelles, l'économie ne pourra pas prendre de la vitesse et croître durablement. Nous nous attendons à ce que l'économie japonaise croisse de 0,6 % sur un an en 2016-2018, grâce aux mesures de relance temporaires (graphique 3).

Graphique 3

Croissance du PIB réel



Sources : Bloomberg, Études économiques de la Banque Scotia

Inde

L'AMÉLIORATION DES FONDAMENTAUX ÉTAPE LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES DE L'INDE

- L'Inde devrait continuer de mener la croissance économique mondiale.
- L'inflation faible ouvre la porte à des politiques monétaires conciliantes.

UNE CROISSANCE ÉCONOMIQUE SOLIDE, FAVORISÉE PAR LES PROGRÈS DANS LES RÉFORMES

L'Inde devrait prendre la tête des grandes puissances pour la croissance économique, dynamisée par une demande intérieure qui réagit à des réformes favorables dans le domaine des politiques d'intérêt public et des structures. Dans le même temps, ce pays est moins tributaire de la demande extérieure que la plupart des autres grandes puissances, ce qui augure bien pour son avenir dans une conjoncture marquée par la léthargie du commerce mondial. La croissance du PIB réel de l'Inde remontera probablement à près de 8 % sur un an en 2018, contre 7,6 % sur un an en 2016-2017.

Les décideurs de l'Inde ont toujours la ferme volonté de faciliter davantage le commerce intérieur, ce qui est indispensable pour attirer les investisseurs et créer des emplois. On a constaté des progrès à cet égard, comme en témoigne l'amendement constitutionnel qu'a approuvé, en août 2016, la Chambre haute du Parlement indien (Rajya Sabha) pour mettre en place une taxe sur les produits et services (TPS) dans l'ensemble du pays. Cette importante réforme fiscale transformera l'économie en un marché unique et améliorera la conjoncture économique de l'Inde; cette TPS réduira les frais de transaction des entreprises en regroupant, dans une seule et même taxe sur les ventes pour l'ensemble du pays, onze taxes nationales et centrales. En raison des récents succès de cette réforme, nous entrevoyons un relèvement de l'investissement dans le secteur privé dans la dernière moitié de l'horizon prévisionnel, à mesure des progrès accomplis dans la mise en œuvre de la réforme.

Si les dépenses publiques de l'administration du premier ministre Modi continuent d'étayer l'activité économique et d'améliorer les infrastructures routières, ferroviaires et énergétiques, la politique budgétaire de l'État reste assez prudente. C'est pourquoi la politique monétaire est probablement appelée à rester conciliante pour une durée prolongée, puisqu'elle porte une plus grande part de responsabilité dans la relance de l'économie.

PERSPECTIVES D'INFLATION FAVORABLES ET POLITIQUE MONÉTAIRE STIMULANTE

Historiquement, la conjoncture inflationniste de l'Inde est favorable. Le taux global d'inflation a glissé à 4,3 % sur un an en septembre après avoir atteint une moyenne de 5,5 % dans les huit premiers mois de l'année. Nous nous attendons à ce que les tensions inflationnistes restent contenues à court terme, grâce à la mousson normale dans le sud-ouest, qui devrait enrayer la hausse des prix des aliments. À moyen terme, les pressions exercées par les prix se renforceront sans doute graduellement, en s'harmonisant avec les cours mondiaux de l'énergie; or, nous prévoyons que l'inflation restera dans la fourchette cible de 4 % ± 2 % sur un an de la Reserve Bank of India (RBI) jusqu'à la fin de 2018.

Le taux de refinancement (repo) de référence de la RBI a été réduit de 25 points de base à 6,25 % en octobre lorsque le gouverneur Urjit Patel est entré en fonction et que le cadre décisionnel de la RBI a été réformé. Désormais, les décisions relatives aux taux d'intérêt sont prises par un comité de la politique monétaire de six membres, et non plus par le seul gouverneur de la RBI. Nous nous attendons à une autre réduction des taux au premier trimestre de 2017. À notre avis, le gouverneur Patel restera probablement fidèle au cadre de ciblage de l'inflation de la RBI, qui améliore la crédibilité de la politique monétaire, conforte les attentes inflationnistes et porte la confiance des investisseurs.

RENSEIGNEMENTS

Tuuli McCully

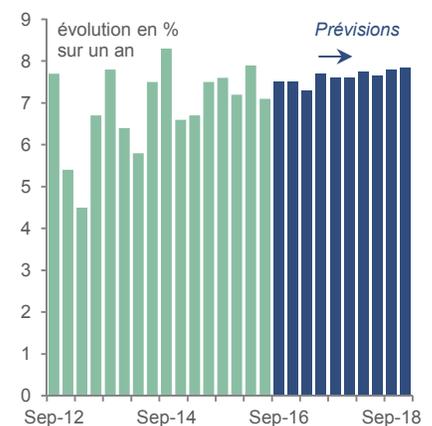
65.6305.8313 (Singapore)

Études économiques de la Banque Scotia

tuuli.mccully@scotiabank.com

Graphique 1

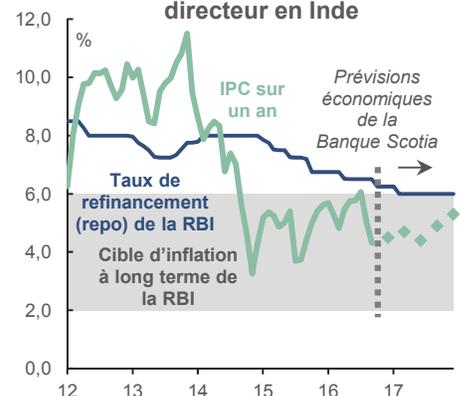
Croissance du PIB réel de l'Inde



Sources : Bloomberg, Études économiques de la Banque Scotia

Graphique 2

Inflation et taux d'intérêt directeur en Inde



Sources : Bloomberg, Études économiques de la Banque Scotia

Australie

CHEF DE FILE DE LA CROISSANCE PARMIS LES ÉCONOMIES AVANCÉES

- L'économie australienne est en pleine restructuration; or, grâce à des politiques favorables, le rajustement se déroule harmonieusement.

SOLIDE REPRISE ÉCONOMIQUE MALGRÉ LE FLÉCHISSEMENT DE LA BALANCE COMMERCIALE

L'Australie devrait continuer de mener les grandes puissances économiques pour le taux de croissance jusqu'à la fin de 2018. Malgré sa solide tenue, l'Australie continuera de subir l'impact brutal de la léthargie des prix des produits de base et de l'anémie de la demande de la Chine à l'importation. En outre, l'économie australienne subit actuellement un changement structurel au terme de l'essor récent de l'investissement dans les ressources et se tourne vers d'autres sources de croissance au lieu de s'en remettre à la demande intérieure liée à d'autres secteurs que l'industrie minière. Dans le cadre de cette transition, la hausse du volume des exportations en raison de l'achèvement de projets miniers a renforcé la croissance du PIB réel et permis à l'économie d'inscrire des gains de production supérieurs à la tendance.

Bien que l'Australie réussisse assez bien à s'adapter à la nouvelle réalité économique, nous croyons qu'un repli continu de l'investissement dans l'industrie minière et une moindre contribution des exportations nettes ralentiront en quelque sorte la croissance économique dans les années à venir. Nous nous attendons à ce que la croissance du PIB réel de ce pays ralentisse pour se maintenir à un taux toujours aussi vigoureux de 2,5 % sur un an d'ici 2018 par rapport au rythme actuel de l'ordre de 3 %.

LES POLITIQUES FAVORABLES À LA CROISSANCE SONT APPELÉES À RESTER EN VIGUEUR

La conjoncture monétaire conciliante continuera de jouer un rôle prépondérant en étayant la demande intérieure pendant la transition structurelle de l'économie. Dans le même temps, la Reserve Bank of Australia (RBA) est en plein changement de direction. Le nouveau gouverneur Philip Lowe, ancien sous-gouverneur de la RBA, est entré en fonction le 18 septembre 2016. Nous nous attendons essentiellement à la continuité des politiques sous la gouverne de M. Lowe, qui a insisté sur l'importance de la souplesse en ce qui a trait à la réalisation de la cible d'inflation de 2 % à 3 % de la RBA et a précisé que la stabilité financière est un aspect important dans l'orientation de la politique monétaire.

Les tensions exercées par les prix sont appelées à rester faibles en Australie. Le taux global d'inflation a chuté à 1,0 % sur un an au deuxième trimestre, ce qui est nettement inférieur à la cible de 2 % à 3 % sur un an. En raison des pressions discrètes des coûts de main-d'œuvre, l'inflation des prix à la consommation n'augmentera sans doute que légèrement à court terme, en se maintenant à moins de 1,5 % sur un an jusqu'au premier trimestre de 2017 avant de se rapprocher de la fourchette cible de la RBA à la fin de 2017.

La RBA a signalé que la force du dollar australien complique le virage structurel continu de l'économie. Elle y trouvera sans doute une raison, avec le faible taux d'inflation et inquiétudes moindres des décideurs à propos des déséquilibres du marché du logement australien, d'abaisser le taux de référence au comptant de 25 points de base à 1,25 % au premier trimestre de 2017. La baisse la plus récente des taux d'intérêt remonte à août 2016.

L'Australie peut compter sur des finances publiques relativement saines par rapport aux grandes économies comparables : la dette publique est légèrement supérieure à 40 % du PIB et les déficits budgétaires atteindront probablement une moyenne de 2,33 % du PIB en 2016-2018. C'est pourquoi les décideurs australiens disposent, dans le cadre de la politique budgétaire, d'une marge de manœuvre pour réagir aux chocs externes et peuvent compléter efficacement les efforts de conciliation monétaires de la RBA au besoin.

RENSEIGNEMENTS

Tuuli McCully

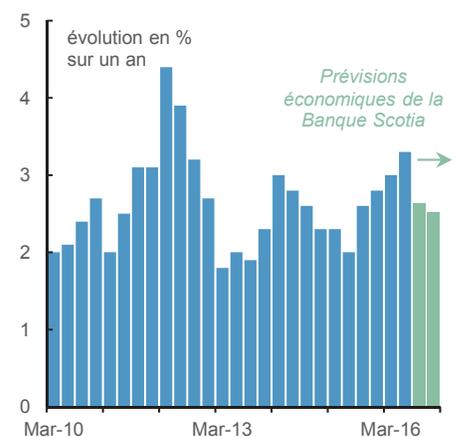
65.6305.8313 (Singapore)

Études économiques de la Banque Scotia

tuuli.mccully@scotiabank.com

Graphique 1

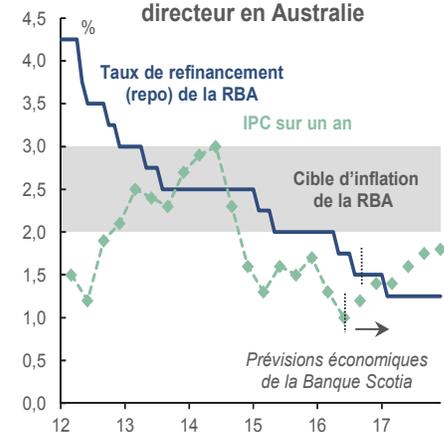
Croissance du PIB réel de l'Australie



Sources : Bloomberg, Études économiques de la Banque Scotia

Graphique 2

Inflation et taux d'intérêt directeur en Australie



Sources : Bloomberg, Études économiques de la Banque Scotia

Produits de base

- Les cours du pétrole devraient continuer de monter pendant tout le quatrième trimestre de 2016 alors que les marchés attendent des précisions sur la toute première intervention (possible) de l'OPEP depuis 2008 pour limiter collectivement la production de ses membres; bien qu'il soit de plus en plus vraisemblable, depuis peu, qu'un pacte soit conclu, il est peu probable que l'OPEP réussisse à réduire durablement la production des pays membres suffisamment pour corriger sensiblement les déséquilibres actuels. L'engorgement de l'offre devrait se réduire d'ici le dernier semestre de 2017 et les prix devraient augmenter pour passer d'une moyenne de 44 \$ le baril en 2016 à 60 \$ d'ici la fin de 2018.
- La conjoncture des métaux de base reste nuancée : la vigueur du zinc et du nickel tranche sur une conjoncture essentiellement terne pour le cuivre et l'aluminium. La montée récente des cours du charbon métallurgique devrait être de courte durée : la rentabilité des aciéries est mise à rude épreuve et les mines qui tournent à vide (en Amérique du Nord et en Australie) sont remises en service.

PÉTROLE ET GAZ : L'OPEP À LA HAUTEUR. MAIS POURRA-T-ELLE LE RESTER?

Le marché pétrolier étonne en se rétablissant. L'engorgement de l'offre s'est tempéré au premier semestre de 2016 avant de remonter au troisième trimestre, et l'on s'attend à d'autres gains de production lorsque les barils invendus prendront le chemin du marché. C'est sur ce fond de détérioration des fondamentaux que l'OPEP a pris le marché de court avec un accord de principe — le premier du cartel depuis 2008 — pour limiter la production afin d'enrayer l'engorgement de l'offre. On ne connaîtra sans doute pas, avant la fin de la réunion officielle de l'OPEP le 30 novembre, les noms des pays qui limiteront leur production, ni l'importance des réductions; or, il y a lieu de douter que le cartel puisse concilier les intérêts divergents de ses pays membres pour relever ce défi. Toutefois, malgré toute cette rhétorique, il ne faut sans doute pas s'attendre à une ferme déclaration de concertation de l'OPEP en novembre, ce qui n'aura probablement pas d'incidence importante sur le découplage actuel de l'offre et de la demande. **En tenant compte des fondamentaux chancelants du scénario de base et du risque haussier d'un pacte de l'OPEP, nous nous attendons à ce que les cours du WTI s'établissent à une moyenne de 44 \$ le baril en 2016 avant de s'inscrire à 53 \$ en 2017 et à 57 \$ en 2018.**

Pour ce qui est de la possibilité d'un pacte de l'OPEP, il importe de rappeler les trois précisions que nous connaissons déjà : 1) plutôt qu'un objectif ponctuel, l'OPEP a adopté une fourchette cible de 32,5 à 33,0 millions de barils par jour (Mbpj) par rapport à 33,4 Mbpj en septembre 2016; 2) certains pays membres — soit probablement le Nigeria et la Libye (tous deux aux prises avec des conflits civils) ainsi que l'Iran (qui peine à se rétablir des sanctions) — seront exemptés des plafonds ou des baisses de production; 3) les réductions ne se matérialiseront probablement pas avant que les détails soient mis au point dans le cadre de la réunion officielle de l'OPEP le 30 novembre 2016.

Si l'OPEP réduit sa production à 32,5 Mbpj — soit la limite inférieure de sa fourchette cible — et qu'elle la rajuste pour tenir compte des gains de production des membres « exemptés » (l'Iran, la Libye et le Nigeria) et plafonner à 32,5 Mbpj la production de l'ensemble du cartel, cette décision précipiterait probablement le marché dans son premier déficit soutenu en plus de deux ans. Une réduction concertée et durable de la production de l'OPEP permettrait de dégonfler les stocks considérables accumulés pendant l'engorgement et de faire remonter les prix. Il se peut aussi que d'autres grands producteurs hors OPEP, notamment la Russie, participent à l'effort — résultat devenu plus vraisemblable (bien que toujours improbable) compte tenu des récentes déclarations de soutien du président russe Vladimir Poutine. Or, même une intervention concertée ne mettrait probablement pas fin au contexte de léthargie des prix qui domine en

RENSEIGNEMENTS

Rory Johnston

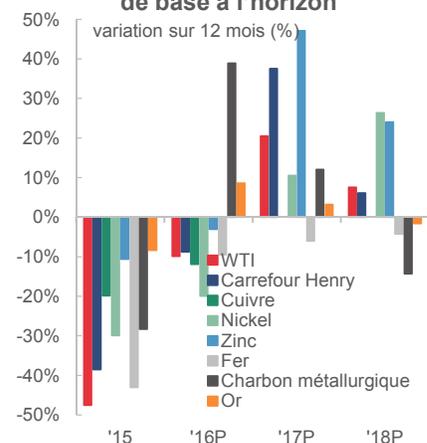
416.862.3908

Études économiques de la Banque Scotia

rory.johnston@scotiabank.com

Graphique 1

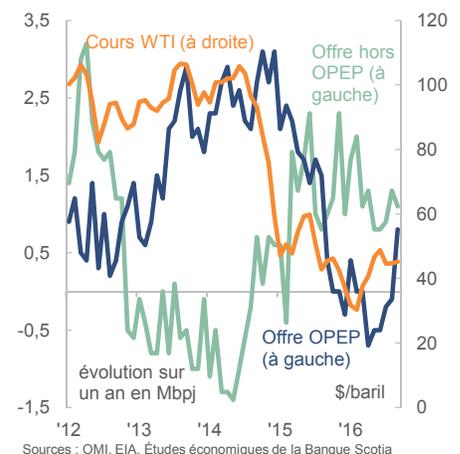
Reprise variable des produits de base à l'horizon



Sources : Bloomberg, Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 2

Résilience de l'offre hors OPEP



Sources : OMI, EIA, Études économiques de la Banque Scotia

raison de la réaction probable des producteurs américains à des prix supérieurs à 55 \$ le baril et certainement supérieurs à 65 \$, ce qui constituerait un plafond de prix approximatif à court terme. Ce scénario aurait un avantage, puisqu'il lisserait la courbe des prix et celle des investissements à plus long terme, en réduisant la volatilité vers la fin de la décennie alors que l'on craindrait que le repli actuel de l'investissement en amont entraîne un déficit important de l'offre. **Toutefois, nous nous attendons à ce que le résultat soit un peu moins constructif**, avec des réductions qui seront probablement limitées à environ 33,0 Mbpj — l'extrémité supérieure de la fourchette — si jamais la production devait augmenter à nouveau en raison du rattrapage des pays exemptés (Iran, Nigeria et Libye). Si la léthargie des cours du pétrole s'inscrit dans la durée, la situation risque d'empirer pour les producteurs de l'OPEP — non seulement en raison de la spirale des déficits des gouvernements, mais aussi parce que la pression des prix a considérablement accru l'efficacité de la production hors OPEP, en faisant baisser et en aplanissant, avec le temps, la courbe des coûts mondiaux. Il sera difficile, pour l'OPEP, de changer fondamentalement les grands virages structurels qui se produisent sur le marché pétrolier, mais elle pourra toujours profiter de l'attention que lui porte le marché. Les débats de l'OPEP ont déjà profité aux pays membres, en relevant les prix de l'ordre de 5 \$ le baril sur toute la courbe — ce qui représente plus de 60 milliards de dollars de recettes annualisées pour les membres de l'OPEP, selon les niveaux de production actuels.

Le marché nord-américain du gaz naturel profitera du resserrement des réserves de gaz sur tout l'horizon prévisionnel : les cours au carrefour Henry devraient atteindre en moyenne un creux cyclique de 2,40 \$/MBtu avant de monter à 3,30 \$ en 2017 et à 3,50 \$ en 2018. Cette année, la production américaine du gaz naturel commercialisé a inscrit une croissance négative alors que la demande continue de progresser (graphique 3). Les cours ont fléchi pour atteindre un creux de 1,49 \$/MBtu au début de l'année après l'hiver le plus chaud dans les annales, ce qui a réduit la demande de chauffage saisonnier et gonflé les stocks; or, la hausse de la demande sectorielle d'électricité a permis de dynamiser, dans l'ensemble, la croissance de la consommation.

MÉTAUX ET MINÉRAUX — HAUSSE DU ZINC, POIDS DES ACTIONS DES SOCIÉTÉS DE NICKEL SUR LE CALENDRIER DE LA REPRISE ET MALAISE SUR LE MARCHÉ DU CUIVRE

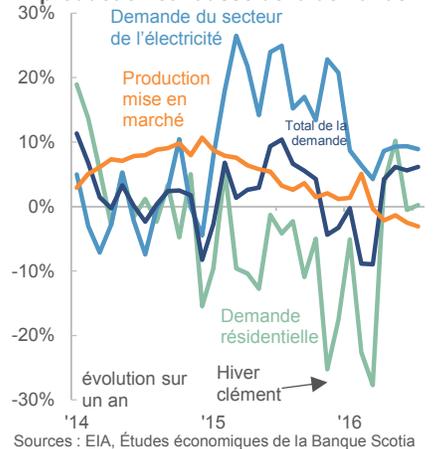
Les métaux devraient atteindre leur point creux en 2016, même si la dynamique de la reprise entre les différents métaux reste nuancée. Le zinc continue d'inscrire les fondamentaux les plus solides parmi les métaux de base, suivi du nickel, qui accuse des déficits, mais dont les stocks considérables pèseront sur les gains de prix à court terme. Dans le même temps, on s'attend à ce que les cours du cuivre restent essentiellement au point mort pendant tout notre horizon prévisionnel. Les cours du charbon (en particulier le charbon métallurgique de qualité supérieure) devraient baisser après avoir culminé grâce à une convergence d'événements qui ont durci les marchés au comptant du transport maritime, alors que les cours du minerai de fer devraient dériver à la baisse pendant toute l'année 2018, puisque des quantités importantes et nouvelles seront mises en marché. L'or continuera de profiter d'une kyrielle de risques politiques au cours des 18 prochains mois, mais affrontera des vents contraires à plus long terme lorsque les taux d'intérêt monteront dans le monde entier.

Le zinc est toujours le métal doté des fondamentaux à court terme les plus solides, et les prix devraient augmenter pour passer d'une moyenne de 0,85 \$/lb en 2016 à 1,25 \$ en 2017 et à 1,55 \$ en 2018. L'offre de concentré de zinc accuse un énorme déficit parce qu'on a fermé des mines en raison de l'appauvrissement des gisements (>600 kt/an) et que l'économie a tourné à vide, ce qui représente mondialement une capacité d'extraction du zinc de 500 kt/an. Ce déficit du concentré a commencé à se répercuter sur le marché des métaux raffinés, dont les stocks ont déjà commencé à fléchir (graphique 4). La baisse des stocks devrait s'accroître d'ici au milieu de 2017, ce qui provoquera des hausses de prix.

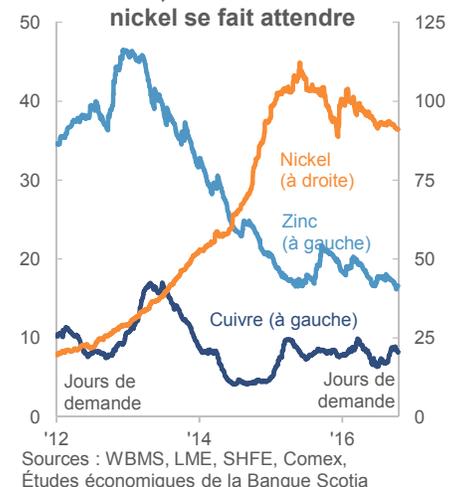
Les cours du nickel ont commencé à augmenter en juillet parce que le gouvernement des Philippines a continué de suspendre l'activité des mines; ils devraient s'établir à une moyenne de 4,30 \$/lb en 2016 avant de passer à 4,75 \$ en 2017 et à 6,00 \$ en 2018. Il faut signaler que le récent bond des cours du nickel s'est produit malgré des stocks mondiaux presque record (graphique 4); or, ces stocks permettront de plafonner encore les gains de prix jusqu'à ce que les déficits soutenus permettent de ramener suffisamment les stocks à des niveaux plus normaux. Malgré les gains de prix récents, on produit toujours à perte la majorité de l'offre mondiale de nickel; or, la capacité repoussée hors du marché est peu considérable, compte tenu de la reprise attendue. La demande de nickel continuera de croître fortement, surtout dans le secteur de l'acier inoxydable (la plus grande application finale), dans lequel on exprime une préférence accrue pour l'acier inoxydable de la série 300 à forte teneur en nickel.

Graphique 3

Gaz naturel aux États-Unis : baisse de la production et hausse de la demande


Graphique 4

Stocks cotés en Bourse : le zinc baisse, mais la hausse du nickel se fait attendre



Le cuivre, dont l'offre est excédentaire depuis six années consécutives, sera probablement soumis, pendant encore deux ou trois ans, à des pressions de prix soutenues avant de profiter finalement des déficits prévus dans les mines vers la fin de la décennie. Les cours du cuivre devraient continuer de faire du surplace à 2,20 \$/lb pendant 2018. Une vague de production nouvelle a déferlé sur le marché pendant que la croissance de la demande s'est ralentie, et de nouvelles augmentations de la capacité sont prévues dans les deux années à venir. Alors que les prix tournent essentiellement autour des coûts au comptant (majorés des dépenses en immobilisations durables), il n'y a guère de raison, à l'heure actuelle, pour que les producteurs limitent leur production; or, ils sont également peu incités à investir dans une nouvelle capacité de production, ce qui augmente les probabilités de déficit et d'un plafonnement des prix au tournant de la décennie.

Les cours du minerai de fer devraient rester tendus alors qu'une vague de production nouvelle sera mise en marché dans la foulée de l'essor des projets déjà engagés. Nous nous attendons à ce que les prix glissent progressivement dans les deux ou trois prochaines années **pour passer de 50 \$/t en 2016 à 47 \$ en 2017 et à 45 \$ en 2018**, alors que le marché s'adapte à cette croissance de l'offre minière. Dans la conjoncture actuelle de léthargie des prix, les grands producteurs modèrent l'accélération de leurs nouvelles hausses de capacité, en espérant ainsi réduire les coûts et éviter que les prix continuent de baisser. (Par exemple, au Brésil, la mine 90 Mt S11D de Vale ne pourra passer à 75 Mt que lorsque les prix se seront rétablis.)

Le charbon métallurgique (le met), matière première essentielle dans la sidérurgie, a été la grande surprise de 2016 : les cours au comptant ont culminé à plus de 200 \$/t par rapport à un prix contractuel, au troisième trimestre, de 92 \$/t et à des prix au comptant inférieurs à 80 \$/t observés auparavant cette année (graphique 5). La vigueur de ces gains de prix a constitué une tempête parfaite qui a bouleversé l'offre des sidérurgistes chinois : le gouvernement a décidé de réduire, à 276 par an au lieu de 330 auparavant, le nombre de jours autorisés pour l'ouverture des mines de charbon nationales, dans le cadre de la stratégie permanente de rationalisation de l'offre de Beijing; la baisse de l'offre, accentuée par d'importantes inondations dans ce pays en juin, a réduit le rythme des livraisons intérieures de charbon à destination des aciéries du littoral et donné lieu à d'autres problèmes de production qui ont encore resserré le tonnage non engagé. Et parce que l'offre intérieure a baissé, les sidérurgistes chinois se sont tournés vers le modeste marché au comptant du charbon importé par bateau, ce qui a eu un impact retentissant sur les cours au comptant. Nous nous attendons à ce que les cours de 200 \$ et plus la tonne soient de durée relativement courte, puisque les mines qui ont tourné au ralenti ou qui ont été fermées — essentiellement en Australie et en Amérique du Nord — sont remises en service pour capter des marges élevées et que la demande pâtera probablement de l'effritement de la rentabilité des aciéristes. **Les cours du charbon métallurgique devraient atteindre une moyenne de 125 \$/t en 2016, de 140 \$ en 2017 et de 120 \$ en 2018.**

L'or a connu un regain de vie en 2016 puisque les rendements mondiaux et les attentes ont continué de dériver à la baisse, en tenant compte de la montée des risques politiques supplémentaires et classiques en raison du scrutin référendaire du Brexit au Royaume-Uni en juin. Le parcours que suivra l'or reste incertain, à cause de la montée de l'incertitude politique (causée par les innombrables élections et référendums en Europe et par la perspective d'une mauvaise surprise à l'issue de la présidentielle américaine) et de la pression graduelle de la normalisation prévue des taux d'intérêt aux États-Unis. **Les cours de l'or devraient s'établir en moyenne à 1 260 \$ l'once en 2016, à 1 300 \$ en 2017 et à 1 300 \$ en 2018.**

Graphique 5



Tableau 1 — Produits de base

	2000-2015			moyenne annuelle		
	Minimum	Moyenne	Maximum	2016p	2017p	2018p
Pétrole WTI (\$ US/baril)	17	64	145	44	53	57
Pétrole Brent (\$ US/baril)	18	67	146	45	54	58
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	1,75	5,09	15,38	2,40	3,30	3,50
Cuivre (\$ US/lb)	0,60	2,36	4,60	2,20	2,20	2,20
Zinc (\$ US/lb)	0,33	0,81	2,10	0,85	1,25	1,55
Nickel (\$ US/lb)	2,00	7,45	24,58	4,30	4,75	6,00
Aluminium (\$US/livre)	0,56	0,87	1,49	0,72	0,73	0,74
Minerai de fer (\$US/tonne)	17	68	187	50	47	45
Charbon métallurgique (\$US/tonne)	39	127	330	125	140	120
Or, à Londres en après-midi (\$ US/once)	256	845	1 895	1 260	1 300	1 300

Marchés des capitaux

POLITIQUE BUDGÉTAIRE OU POLITIQUE MONÉTAIRE?

Les risques intimement liés qui planent sur la politique monétaire et sur la politique budgétaire et la présidentielle américaine fragilisent considérablement nos points de vue sur le marché. Les hypothèses que nous avons adoptées influent sur nos prévisions de la courbe des rendements américains représentées à la page suivante et, par le fait même, sur d'autres catégories d'actifs richement valorisés comme les marchés boursiers (graphique 1).

Premièrement, l'élection américaine débouchera-t-elle sur des mesures budgétaires ambitieuses qui pourraient déstabiliser les marchés obligataires à la longue et éventuellement, dans la foulée, mettre fin au durcissement de la politique de la Réserve fédérale? Les effets de l'élection américaine sur le marché obligataire s'expliquent essentiellement par l'envergure et la nature de l'expansion budgétaire potentielle qui suivra la présidentielle. Les estimations de l'impact sont largement tributaires : a) du vainqueur de l'élection; b) de ce qu'il proposera en réalité; c) des mesures qui pourraient être adoptées par le Congrès après des années d'impasse budgétaire; d) des hypothèses quant aux prétendus effets multiplicateurs sur la croissance économique et, par le fait même, de l'augmentation des recettes d'autofinancement dans une certaine mesure; et e) de l'incertitude quant aux liens entre les déficits et les taux d'intérêt. Le graphique 2 reprend les prévisions du scénario de base à long terme du CBO pour l'équilibre budgétaire et la dette du gouvernement américain comme point de départ, avant de tenir compte des propositions de politique budgétaire du candidat du GOP, Donald Trump, puisqu'elles constituent l'illustration la plus extrême des risques qui pourraient surgir après l'élection. D'ici 2026, les finances du gouvernement américain pourraient être gonflées d'un supplément de 10 000 milliards de dollars US de dette et le ratio du déficit sur le PIB pourrait doubler. Pour nos hypothèses du scénario de base, nous nous en sommes tenus à des hypothèses budgétaires plus limitées.

Toutefois, si cet enjeu a tant d'importance pour ce qui est des risques prévisionnels, c'est parce que l'on sait que les hausses considérables des déficits peuvent se répercuter sur les rendements obligataires et déteindre sur toute l'économie réelle, en plus de toucher les grandes catégories d'actifs. Hubbard et coll. ([ici](#)) estiment que chaque hausse d'un point de pourcentage du ratio de la dette sur le PIB américain fait augmenter de deux à trois points de base les coûts du crédit corrigés de l'inflation. Orszag et Gale ([ici](#)) ont estimé que la même hausse de la dette pourrait faire monter les taux de deux à sept points de base.

Il va de soi que les coûts du crédit aux États-Unis n'ont pas monté autant que l'ont laissé entendre ces estimations — profondément enracinées dans les réalités d'avant la crise — en réaction au doublement du ratio de la dette sur le PIB depuis 2007. Le désendettement dans l'ensemble du secteur privé a permis de faire de la place à ces emprunts publics et nous prévoyons seulement une accélération modeste de la croissance de la dette privée sur notre horizon prévisionnel. Les interventions de la Banque centrale ont également permis d'éviter un choc des taux d'intérêt.

L'attention se tourne donc sur l'importance de la volonté des banques centrales d'adopter des mesures permanentes de relance. S'il fallait que la dette publique émise augmente de nouveau considérablement faute d'un nouveau désendettement du secteur privé alors que les banques centrales du monde entier hésitent également à intervenir, les conséquences pourraient être plutôt déstabilisantes pour le marché obligataire. Les banques centrales pourraient ainsi constater les limites de ce qu'elles peuvent demander aux gouvernements.

Nous supposons que la Réserve fédérale augmentera ses taux à un rythme modéré, qui sera favorisé par sa politique budgétaire, que la BCE continuera de racheter des actifs au-delà de la date prévue pour l'expiration de son intervention en mars l'an prochain, et que l'offre de titres à revenu fixe négociables se tarira à moyen terme alors que les bilans des banques

RENSEIGNEMENTS

Derek Holt

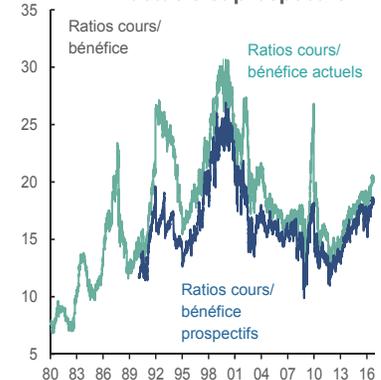
416.863.7707

Études économiques de la Banque Scotia

derek.holt@scotiabank.com

Graphique 1

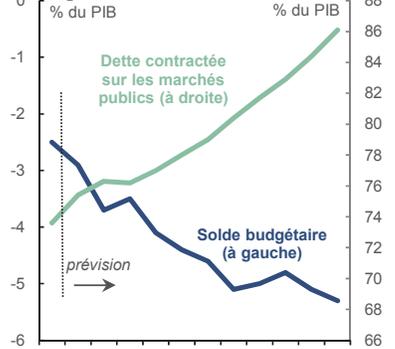
S&P500 – Ratios cours/bénéfice actuels et prospectifs



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg

Graphique 2

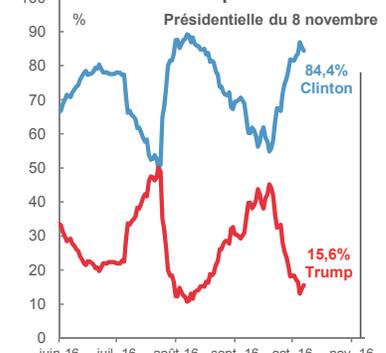
Augmentation des déficits et de la dette du gouvernement fédéral américain



Source : Bureau du budget du Congrès américain

Graphique 3

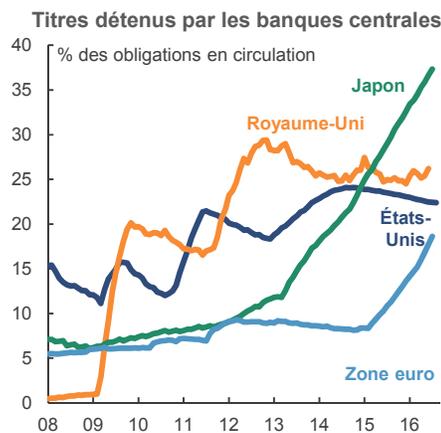
Évolution des probabilités



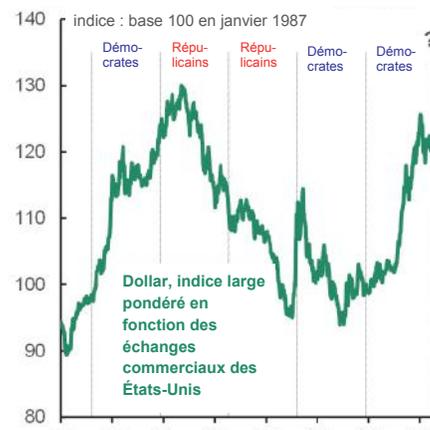
Sources : Études économiques de la Banque Scotia, FiveThirtyEight (mise à jour du 14 octobre 2016)

centrales, dont ceux de la Banque d'Angleterre et de la Banque du Japon (graphique 4), reprendront en charge une plus grande partie des titres offerts sur le marché. Ces hypothèses plutôt modérées pourraient se réaliser sur fond des gains traditionnels du dollar américain après la présidentielle (graphique 5).

Les marchés canadiens obéiront essentiellement à ces facteurs mondiaux; or, le Canada est plus avancé dans le débat. Le gouvernement majoritaire au pouvoir n'aura pas à se soumettre à une nouvelle élection avant octobre 2019. Il a déjà adopté un train modéré de mesures de relance budgétaires et en adoptera probablement d'autres. Cette intervention devrait alléger la pression imposée à la Banque du Canada et lui permettre de marquer une longue pause avec un risque modéré de nouvelles réductions de taux à l'avenir. Nous nous attendons à ce que les rendements obligataires du gouvernement du Canada restent inférieurs à ceux des États-Unis, notamment en raison des facteurs qui déterminent une croissance plus faible, d'un cycle des ménages plus mature qui pourrait plafonner l'inflation au Canada alors qu'aux États-Unis, elle augmente en douceur, et de plus fortes restrictions dans l'émission à long terme des obligations d'État.

Graphique 4


Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Banque du Japon, ONS, BRFNY, Trésor américain et BCE

Graphique 5
Le \$ US monte généralement après une élection


Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg

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

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

Marché des changes

LE DOLLAR AMÉRICAIN DEVRAIT MONTER JUSQU'EN 2017

Nous restons constructifs quant aux perspectives du **dollar américain (\$ US)** jusqu'à la fin de l'année et au début de 2017. Nous nous attendons à ce que la Fed relève les taux de 25 points de base en décembre pour soutenir le dollar américain et à ce qu'elle relève une nouvelle fois les taux d'intérêt américains pour étayer les larges gains du dollar pendant une bonne partie de 2017. Nous prévoyons trois autres relèvements de 0,25 point en 2017, alors que l'extrémité courte de la courbe des rendements tient à peine compte d'un relèvement de 25 points de base dans les 12 prochains mois. La présidentielle américaine pourrait prolonger la volatilité des marchés jusqu'au début de novembre, mais en supposant une victoire probable d'Hillary Clinton, comme le laissent entendre les sondages actuels, nous nous attendons à ce que le dollar américain se renforce, puisque nous prévoyons que le résultat de l'élection ne détournera pas la Fed de son parcours de durcissement de la politique monétaire. Les écarts sur les taux à court terme, en se creusant, soutiendront l'évolution du dollar américain jusqu'au début de l'an prochain par rapport aux autres grandes devises. À plus long terme, nous nous attendons à ce que la tendance haussière séculaire, en apparence mature, du dollar américain se tempère à la fin de 2017 alors que le taux directeur de la Fed se rapprochera du point neutre et que les autres banques centrales s'éloigneront de paramètres conciliants dans leur politique.

La **livre (GBP)** reste à l'évidence préoccupante pour les investisseurs en devises. La GBP a affiché une piètre tenue au deuxième trimestre à l'issue du référendum sur le Brexit et a été la monnaie la plus faible du G-10 au troisième trimestre lorsque les investisseurs ont tenu compte des incidences de la décision de sortir de l'Union européenne. Le quatrième trimestre s'est mal amorcé pour la GBP : le gouvernement du Royaume-Uni a adopté une position ambitieuse dans les négociations du Brexit et le couple GBPUSD a connu un « effondrement éclair » au début d'octobre alors que le marché a inscrit l'option la plus haute à moins de 1,25 dès l'ouverture des bourses asiatiques peu achalandées, ce qui a fait perdre 6 % à la livre sterling en quelques minutes, avant que le cours se stabilise. Si la livre sterling connaît une léthargie chronique, c'est parce qu'elle a l'habitude de s'adapter aux chocs intérieurs précédents (après avoir baissé de 25 % dans la foulée de la crise financière de 2008 et de 20 % après être sortie du Système monétaire européen en 1992). D'autres pertes paraissent probables, puisque les investisseurs tiennent compte des risques et des conséquences d'un Brexit « exigeant » et sans compromis sur l'économie. Dans le même temps, la Banque d'Angleterre ne paraît pas trop préoccupée par le sort de la livre et pourrait tenter de stabiliser le taux de change dans la seule éventualité où les marchés deviennent chaotiques (pendant plusieurs minutes) ou que les tensions inflationnistes intérieures montent en raison de la léthargie du taux de change. Nous avons réduit notre cible GBPUSD à 1,20 pour le début de 2017, mais nous sommes d'avis que les risques de « débordement » restent importants, puisque les investisseurs sont suspendus à la décision du gouvernement du Royaume-Uni d'amorcer officiellement le processus de sortie de l'Union européenne.

L'**euro (EUR)** fléchira par rapport au dollar américain en réaction à la hausse des rendements américains et du creusement des différentiels de taux. Les écarts sur les rendements des obligations à deux ans entre la zone euro et les États-Unis se sont creusés à un peu plus de 150 points de base; il s'agit de l'avantage de rendement le plus important pour le dollar américain par rapport à cette seule devise à l'extrémité courte de la courbe des rendements depuis dix ans et les écarts devraient continuer de tirer le taux de change EURUSD à la baisse vers notre cible de 1,05 d'ici la fin de l'année. À nos yeux, il est tout à fait improbable que la Banque centrale européenne réduise ses mesures de relance avant la fin prévue du programme actuel de rachat d'actifs de 80 milliards d'euros par mois, en mars 2017. Il n'y a pas eu d'augmentation significative des tensions inflationnistes ni des attentes vis-à-vis de l'inflation depuis le début du programme de la BCE. En fait, dans cette conjoncture, un prolongement de l'assouplissement quantitatif, qui tiendrait toutefois compte d'un moindre volume de rachat d'actifs mensuel, paraît plus probable.

RENSEIGNEMENTS

Shaun Osborne

416.945.4538

Stratégie des marchés des changes

shaun.osborne@scotiabank.com

Qi Gao

65.6305.8396 (Singapore)

Stratégie des marchés des changes

qi.gao@scotiabank.com

Eduardo Suárez

5255.9179.5174 (Mexico)

Stratégie des marchés des changes

eduardo.suarez@scotiabank.com

Eric Theoret

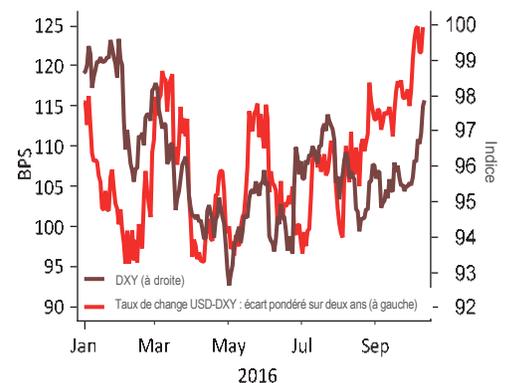
416.863.7030

Stratégie des marchés des changes

eric.theoret@scotiabank.com

Graphique 1

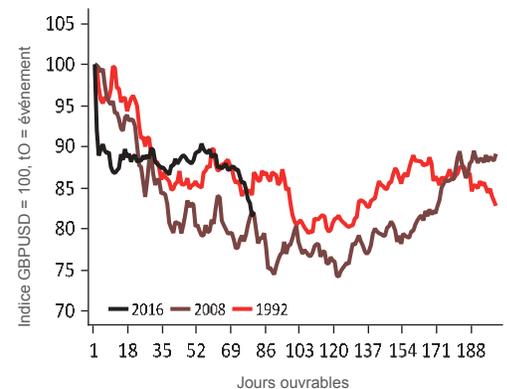
Les écarts pondérés DXY étayent les gains du dollar US



Sources : Macrobond, Stratégie de devises de la Banque Scotia

Graphique 2

Les cours de la livre modelés par les rajustements antérieurs du Royaume-Uni



Sources : Macrobond, Stratégie de devises de la Banque Scotia

Nous nous attendons à ce que le **dollar canadien (CAD)** reste teinté de léthargie par rapport au dollar américain dans les mois à venir. Les cours du brut ont repris parce qu'on espère que l'OPEP et les autres producteurs de pétrole pourront discipliner leur production dans une certaine mesure et relever les prix. Nous ne nous attendons pas à ce que le brut continue d'augmenter considérablement dans les 12 mois à venir; or les prix qui se maintiendront à un niveau proche de 50 \$ le baril permettront d'atténuer, jusqu'à un certain point, l'impact de la hausse des taux d'intérêt américains sur le dollar canadien. Le dollar canadien garde un lien assez constant et positivement corrélé avec les cours du brut à plus long terme. Les tendances de la croissance intérieure restent tempérées, mais nous nous attendons à ce que la Banque du Canada continue de s'abstenir d'intervenir jusqu'à la fin de l'an prochain, alors que nous nous attendons à ce que l'économie prenne de la vitesse, grâce aux mesures adoptées dans le cadre de la politique budgétaire, ce qui sera suffisant pour déclencher une augmentation de 25 points de base du taux à un jour.

Le **yen (JPY)** sera moins performant à plus long terme. La croissance économique discrète, la politique monétaire super conciliante et la piètre dynamique budgétaire feront en sorte que le yen continuera d'être soumis à des tensions à moyen terme et laisseront entendre qu'il ne pourra pas profiter d'un parcours haussier du dollar américain pendant une durée prolongée pour se stabiliser ou s'améliorer à plus long terme. La hausse des rendements réels à long terme viendra soutenir le taux de change USDJPY et permettra au dollar américain de se rapprocher du seuil de 120 yens en 2018.

Pour **les devises des marchés émergents asiatiques**, l'humeur vis-à-vis des risques mondiaux, les tensions géopolitiques et les problèmes intérieurs seront les principaux facteurs de la performance à court terme. Les devises des marchés asiatiques émergents : 1) s'échangeront dans une fourchette sur fond d'incertitude politique, économique et financière et de liquidités mondiales excédentaires avant la présidentielle américaine; 2) fléchiront généralement par rapport au dollar dans la période comprise entre l'élection et la réunion du FOMC prévue pour les 13 et 14 décembre 2016; 3) rebondiront généralement dans la foulée de la décision de la Fed. L'escalade intermittente des tensions géopolitiques dans la péninsule de la Corée et au Cachemire (Myanmar) pourrait nuire au won coréen (KRW) et à la roupie indienne (INR) respectivement.

Le KRW, le ringgit malaisien (MYR) et le dollar de Singapour (SGD) dont les devises les plus vulnérables à un relèvement des taux de la Fed en décembre. Dans le même temps, la roupie indienne très performante et la roupie indonésienne progresseront à moyen terme, grâce aux afflux de capitaux. Le décès du roi de la Thaïlande, à 88 ans, pourrait faire ombre aux perspectives politiques et économiques de ce pays et faire baisser le baht thaïlandais (THB).

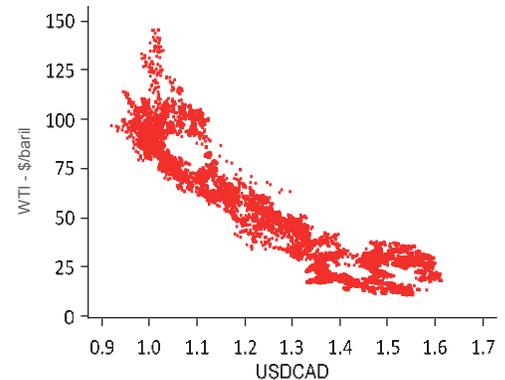
Le dollar américain s'est inscrit à plus de 6,70 par rapport au yuan (CNY) dans la première séance qui a suivi l'entrée du CNY dans le panier de devises qui compose les droits de tirage spéciaux du FMI. Bien que la pression à la baisse sur le CNY puisse s'intensifier dans les mois à venir, nous croyons que la Banque populaire de Chine accentuera ses efforts pour éviter que les attentes vis-à-vis de la dépréciation du CNY se renforcent d'elles-mêmes et éviter les autres pressions entraînant des dévaluations concurrentielles. La stabilité relative du CNY sera essentielle pour permettre à la Fed de hausser son taux directeur en décembre. Toutefois, le durcissement des règles dans l'achat des maisons risque de ralentir l'économie l'an prochain et de peser par la suite sur la valeur du CNY.

L'économie des marchés émergents asiatiques, à vocation exportatrice, profitera du regain de croissance de l'économie américaine et du durcissement de la politique de la Fed. Dans le même temps, les liquidités excédentaires mondiales pourraient continuer d'être en quête d'actifs régionaux pour des rendements supérieurs, mais sans doute dans une moindre mesure. Les devises asiatiques des marchés émergents pourraient baisser légèrement ou continuer de faire du surplace en 2017 et inscrire des gains modestes en 2018.

Le **marché des devises latino-américaines** a été volatil pendant quelques semaines et a été marqué par un certain nombre de thèmes propres aux pays de cette région. En Colombie, la conjoncture s'est détériorée après le scrutin référendaire surprise qui a torpillé l'accord de paix; or, de pair avec le raffermissement des cours du pétrole et l'intervention rapide du gouvernement pour la formulation d'un « plan B », le peso (COP) semble se stabiliser. La réforme budgétaire, attendue incessamment, est un autre facteur qui pourrait soutenir le COP.

Au Mexique, l'apparente chute soudaine et brutale de l'appui de Donald Trump dans les sondages d'opinion a relevé considérablement le peso (MXN), en ramenant le taux de change USDMXN à moins de 18,0, alors que les risques perçus pour l'ALENA et d'autres distorsions dans le flux des capitaux se réduisent avec les espoirs du Parti républicain. Or, ce rebond du MXN pourrait aussi influencer sur la politique monétaire de la Banxico. La Banque centrale avait signalé que le fait déclencheur le plus probable pour un nouveau durcissement serait un plongeon du MXN. Le rebond ponctuel des cours du pétrole devrait lui aussi appuyer le MXN, ce qui pourrait au moins susciter un peu plus d'intérêt à l'endroit des ventes imminentes dans le secteur pétrolier — mais tout dépend de la durabilité du rebond aux yeux des intervenants.

Le Pérou et le Chili continuent d'afficher la tenue la plus vigoureuse sur le marché latino-américain des devises, en raison des cours du cuivre relativement stables et du statut relatif de refuge des deux économies. Il faut toutefois signaler que dans le cas du Chili, la perte de son statut de créancier net cette année pourrait exercer une pression à la baisse sur les notes de crédit souveraines.

Graphique 3
Taux de change USDCAD par rapport aux cours du brut (depuis 1995)


Sources : Macrobond, Stratégie de devises de la Banque Scotia

ANNEXE 1

International	2000-15	2016p	2017p	2018p	2000-15	2016p	2017p	2018p	
									PIB réel (variation annuelle, en %)
Monde (en parité de pouvoir d'achat)	3,9	3,0	3,3	3,4					
Canada	2,1	1,2	2,0	1,9	1,9	1,6	2,2	2,1	
États-Unis	1,9	1,5	2,2	2,2	2,2	1,6	2,4	2,3	
Mexique	2,4	2,4	2,5	2,8	4,5	3,7	3,9	3,8	
Royaume-Uni	1,8	2,0	1,0	1,3	2,2	1,4	2,5	2,0	
Zone euro	1,2	1,4	1,3	1,5	1,9	0,8	1,4	1,7	
Allemagne	1,2	1,5	1,2	1,6	1,6	0,9	1,5	1,8	
France	1,3	1,2	0,9	1,2	1,7	0,9	1,4	1,6	
Russie	4,6	-1,0	1,3	1,4	11,4	7,0	6,3	5,8	
Chine	9,8	6,6	6,2	6,0	2,4	2,0	2,1	2,2	
Inde	7,0	7,5	7,6	7,8	7,2	4,5	5,4	5,7	
Japon	0,9	0,6	0,6	0,5	0,0	-0,1	0,7	1,0	
Corée du sud	4,4	2,6	2,8	3,0	2,8	1,2	1,8	2,3	
Indonésie	5,6	5,0	5,3	5,5	6,2	3,4	4,5	4,7	
Australie	3,0	2,8	2,6	2,5	2,9	1,4	1,9	2,3	
Thaïlande	4,1	3,1	3,2	3,1	2,5	0,8	1,7	2,2	
Brésil	3,4	-3,1	1,2	1,7	6,5	7,5	5,3	4,5	
Colombie	4,3	2,4	2,8	3,5	5,0	6,5	4,5	3,5	
Pérou	5,4	3,8	4,0	4,2	2,7	3,0	2,8	2,8	
Chili	4,3	1,7	2,0	2,6	3,3	3,3	2,9	2,9	
Produits de base									
		(moyenne annuelle)							
Pétrole WTI (\$ US/baril)	64	44	53	57					
Pétrole Brent (\$ US/baril)	67	45	54	58					
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	5,09	2,40	3,30	3,50					
Cuivre (\$ US/lb)	2,36	2,20	2,20	2,20					
Zinc (\$ US/lb)	0,81	0,85	1,25	1,55					
Nickel (\$ US/lb)	7,45	4,30	4,75	6,00					
Aluminium (\$US/livre)	0,87	0,72	0,73	0,74					
Minerai de fer (\$US/tonne)	68	50	47	45					
Charbon métallurgique (\$US/tonne)	127	125	140	120					
Or, à Londres en après-midi (\$ US/once)	845	1 260	1 300	1 300					

ANNEXE 2

Amérique du Nord	2000-15	2016p	2017p	2018p	2000-15	2016p	2017p	2018p
	Canada (variation annuelle, en %)				États-Unis (variation annuelle, en %)			
PIB réel	2,1	1,2	2,0	1,9	1,9	1,5	2,2	2,2
Dépenses de consommation	2,9	2,1	1,8	1,6	2,3	2,7	2,7	2,3
Investissement dans le secteur résidentiel	3,8	3,4	-0,9	-1,1	-0,7	5,4	2,9	3,0
Investissements des entreprises	2,5	-6,4	1,9	3,6	2,4	-0,6	2,6	3,6
Gouvernement	2,3	1,7	2,0	1,7	1,0	0,9	0,9	1,1
Exportations	1,3	0,6	2,8	4,0	3,8	0,0	2,8	3,1
Importations	3,0	-0,9	2,6	3,3	3,5	1,0	3,8	3,7
PIB nominal	4,3	1,9	4,3	4,0	4,0	2,9	4,3	4,2
Indice implicite du PIB	2,2	0,7	2,3	2,0	2,0	1,4	2,0	2,0
Indice des prix à la consommation	2,0	1,5	2,1	2,1	2,2	1,3	2,2	2,4
Indice de référence	1,8	2,0	2,0	2,0	2,0	2,3	2,3	2,3
Bénéfices des sociétés avant impôts	3,9	-9,0	7,0	5,0	5,9	-2,1	5,0	3,0
Emploi	1,4	0,6	0,8	0,8	0,6	1,7	1,4	1,3
Taux de chômage (en %)	7,1	7,0	6,9	6,8	6,3	4,9	4,8	4,8
Solde des paiements courants (en G\$ CA)	-13,2	-69,3	-58,5	-49,1	-521	-494	-517	-548
Balance commerciale (en G\$ CA)	28,4	-34,0	-27,2	-20,7	-668	-753	-804	-856
Solde budgétaire fédéral (en G\$ CA)*	-2,9	-1,0	-30,0	-32,0	-529	-538	-565	-615
pourcentage du PIB	-0,2	0,0	-1,5	-1,5	-3,8	-2,9	-2,9	-3,0
Mises en chantier (en milliers)	199	195	185	182	1,27	1,17	1,30	1,35
Ventes de véhicules motorisés (en milliers)	1 639	1 955	1 945	1 930	15,4	17,5	17,8	17,9
Production industrielle	0,5	-0,6	1,8	1,6	0,8	-0,7	2,5	2,0
	Mexique (variation annuelle, en %)							
PIB réel	2,4	2,4	2,5	2,8				
Indice des prix à la consommation (fin d'année)	4,5	3,7	3,9	3,8				
Solde des paiements courants (en G\$ US)	-15,8	-30,5	-27,5	-28,4				
Balance commerciale (en G\$ US)	-6,8	-15,1	-6,9	-8,0				

* EF 2016 et EF 2017 : sauf les ajustements du moment de l'inscription des dépenses de fin d'exercice.

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

ANNEXE 3

Taux des banques centrales	2016		2017				2018			
	T3	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Amérique	(en %, à la fin de la période)									
Banque du Canada	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	0,75	1,00	1,00	1,25
Réserve fédérale des États-Unis	0,50	0,75	0,75	1,00	1,25	1,50	1,50	1,75	1,75	2,00
Banque du Mexique	4,75	5,00	5,25	5,50	5,75	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
Banque centrale du Brésil	14,25	14,00	13,50	13,00	12,50	11,50	11,00	10,50	10,00	9,50
Banque de la République de Colombie	7,75	7,75	7,75	7,75	7,50	7,25	6,75	6,50	6,50	6,00
Banque centrale de réserve du Pérou	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25
Banque centrale du Chili	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,75	4,00	4,25
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	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,50	1,75
Banque de Japon	-0,10	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15
Banque populaire de Chine	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
Banque de réserve de l'Inde	6,50	6,25	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
Banque de Corée	1,25	1,25	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,25	1,25	1,50
Banque centrale de l'Indonésie	5,00	4,75	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,75	4,75	5,00
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	1,33	1,30	1,30	1,25	1,25	1,25	1,25	1,22	1,22
Dollar canadien (CAD/USD)	0,76	0,75	0,77	0,77	0,80	0,80	0,80	0,80	0,82	0,82
Peso mexicain (USD/MXN)	19,39	19,50	19,44	18,91	18,78	19,04	19,14	18,96	19,01	19,28
Real brésilien (USD/BRL)	3,26	3,30	3,50	3,50	3,55	3,60	3,50	3,50	3,60	3,70
Peso colombien (USD/COP)	2882	2950	3000	3100	3125	3150	2750	2750	2750	2750
Nouveau sol - Pérou (USD/PEN)	3,38	3,35	3,36	3,32	3,33	3,35	3,23	3,22	3,20	3,19
Peso chilien (USD/CLP)	657	677	676	675	675	674	652	652	652	651
Europe										
Euro (EUR/USD)	1,12	1,05	1,05	1,05	1,10	1,12	1,12	1,12	1,15	1,15
Livre sterling (GBP/USD)	1,30	1,21	1,20	1,20	1,25	1,25	1,30	1,30	1,35	1,35
Franc suisse (USD/CHF)	0,97	1,05	1,06	1,06	1,02	1,00	1,00	1,00	0,97	0,98
Couronne suédoise (USD/SEK)	8,58	8,80	9,00	8,45	8,20	8,05	8,05	8,05	8,05	7,67
Couronne norvégienne (USD/NOK)	7,98	8,30	8,20	8,20	8,00	8,00	7,80	7,60	7,40	7,20
Rouble russe (USD/RUB)	62,9	68,5	68,0	67,5	67,0	66,5	68,0	67,5	67,0	66,5
Asie/Océanie										
Yen - Japon (USD/JPY)	101	105	110	110	115	115	117	117	120	120
Dollar australien (AUD/USD)	0,77	0,75	0,73	0,73	0,72	0,72	0,72	0,72	0,75	0,75
Yuan - Chine (USD/CNY)	6,67	6,70	6,70	6,75	6,75	6,80	6,80	6,82	6,82	6,85
Roupie - Inde (USD/INR)	66,6	67,5	66,5	67,0	67,0	67,5	67,0	67,0	66,0	66,0
Won - Corée du sud (USD/KRW)	1101	1140	1120	1140	1140	1150	1140	1140	1120	1120
Rupiah - Indonésie (USD/IDR)	13042	13100	13000	13250	13250	13300	13250	13250	13100	13100
Baht - Thaïlande (USD/THB)	34,6	36,0	36,0	36,5	36,5	37,0	36,5	36,5	36,0	36,0
Canada (rendements, %)										
Bon du Trésor à 3 mois	0,53	0,50	0,50	0,50	0,55	0,80	0,85	1,05	1,10	1,30
Obligation du Canada à 2 ans	0,52	0,60	0,65	0,75	0,85	1,05	1,25	1,45	1,60	1,70
Obligation du Canada à 5 ans	0,62	0,75	0,90	1,05	1,20	1,35	1,50	1,65	1,80	1,85
Obligation du Canada à 10 ans	1,00	1,15	1,25	1,30	1,45	1,55	1,75	1,90	2,00	2,05
Obligation du Canada à 30 ans	1,66	1,80	1,85	1,95	2,05	2,20	2,30	2,35	2,40	2,45
États-Unis (rendements, %)										
Bon du Trésor à 3 mois	0,27	0,55	0,55	0,80	1,05	1,25	1,30	1,55	1,60	1,80
Obligation du Trésor à 2 ans	0,76	0,90	1,00	1,15	1,30	1,50	1,65	1,80	1,95	2,05
Obligation du Trésor à 5 ans	1,15	1,30	1,35	1,45	1,60	1,80	2,00	2,10	2,20	2,30
Obligation du Trésor à 10 ans	1,59	1,80	1,85	1,90	2,00	2,10	2,30	2,40	2,50	2,55
Obligation du Trésor à 30 ans	2,31	2,50	2,55	2,60	2,65	2,75	2,80	2,85	2,90	2,95

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.

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

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

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

Stratégie des titres à revenu fixe (Londres et Paris)

www.gbm.scotiabank.com

© 2016, La Banque de Nouvelle-Écosse

Le présent document, son contenu ou les exemplaires de ce document et de son contenu ne peuvent pas être modifiés d'une manière ou d'une autre, ni être transmis, reproduits ou diffusés à l'intention de tiers sans que la Banque Scotia^{MC} donne par écrit son accord préalable explicite. Ce document, qui n'a pas été préparé par un membre du personnel du service de la recherche de la Banque Scotia, s'adresse exclusivement aux investisseurs institutionnels aguerris et ne comprend ni des conseils de placement, ni des recommandations personnelles d'investir dans un instrument financier, ni non plus une « investment research » (recherche de placement) au sens défini par la Prudential Regulation Authority ou la Financial Conduct Authority du Royaume-Uni. Ce document est publié uniquement à titre d'information et pour discussion. On ne doit pas prendre de décision de placement exclusivement en s'en remettant au contenu de ce document. Il ne constitue pas et ne se veut pas non plus une offre visant à vendre ni une invitation à offrir d'acheter des instruments financiers et ne vise pas à répondre aux objectifs de placement, aux exigences de la situation financière ou aux besoins particuliers précis du destinataire. Il ne vise pas à donner de conseils juridiques, fiscaux, comptables ou autres, et les destinataires doivent s'adresser à leurs propres conseillers professionnels juridiques, fiscaux, comptables ou autres conseillers compétents pour obtenir des conseils professionnels précis avant d'adopter une ligne de conduite, quelle qu'elle soit. L'information reproduite dans ce document est établie à partir de renseignements du domaine public, et bien qu'elle ait été compilée à partir de sources jugées fiables ou obtenue auprès de ces sources, cette information n'a pas été vérifiée indépendamment, et aucune garantie, déclaration ni certitude, explicite ou implicite, n'est donnée ou faite quant à son exactitude, à son exhaustivité ou à son adéquation. L'information reproduite dans ce document en ce qui a trait au rendement comparatif (rétrospectif ou prospectif) ou simulé (rétrospectif ou prospectif) n'est pas un indicateur fiable des rendements éventuels.

Le présent document ne s'adresse pas et n'est pas destiné non plus à quiconque réside ou est domicilié dans un pays où la diffusion de cette information est contraire aux lois. La Banque Scotia et ses administrateurs, dirigeants, employés ou clients peuvent, à l'heure actuelle ou éventuellement, être porteurs ou détenteurs de participations dans des positions à long ou à court terme sur des titres visés dans le présent document et peuvent à tout moment acheter ou vendre ces titres en qualité de mandants ou de placeurs. De plus, la Banque Scotia peut avoir fourni ou peut fournir, aux sociétés visées dans cette communication, des services de gestion bancaire des placements, d'achat de titres sur les marchés financiers ou d'autres services.

^{MC} Marque de commerce de La Banque de Nouvelle-Écosse. Marque utilisée sous licence, le cas échéant. La Banque de Nouvelle-Écosse est autorisée et réglementée par le Bureau du surintendant des institutions financières du Canada. La Banque Scotia, de pair avec l'appellation « Services bancaires et marchés mondiaux », est une dénomination commerciale désignant les activités mondiales exercées dans le secteur des services bancaires aux sociétés, des services bancaires de placement et des marchés financiers par La Banque de Nouvelle-Écosse et certaines de ses sociétés affiliées dans les pays où elles sont présentes, dont Scotia Capital Inc., Scotia Capital (USA) Inc., Scotiabanc Inc., Citadel Hill Advisors L.L.C., The Bank of Nova Scotia Trust Company of New York, Scotiabank Europe plc, Scotiabank (Ireland) Limited, Scotiabank Inverlat S.A., Institución de Banca Múltiple, Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V. et Scotia Inverlat Derivados, S.A. de C.V. – tous membres du groupe de la Banque Scotia et utilisateurs de la marque Banque Scotia. La Banque de Nouvelle-Écosse est constituée au Canada sous le régime de la responsabilité limitée. Scotia Capital Inc. est membre du FCPE. Scotia Capital (USA) Inc. est un courtier-négociant enregistré auprès de la SEC et fait partie de la NASD et de la SIPC. La Banque de Nouvelle-Écosse, Scotia Capital Inc. et Scotiabank Europe plc sont autorisées par la Prudential Regulation Authority du Royaume-Uni. La Banque de Nouvelle-Écosse et Scotia Capital Inc. sont assujetties, au Royaume-Uni, à la réglementation de la Financial Conduct Authority et à la réglementation limitée de la Prudential Regulation Authority. Au Royaume-Uni, Scotiabank Europe plc est autorisée par la Prudential Regulation Authority et réglementée par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails du périmètre de l'application, à La Banque de Nouvelle-Écosse, de la réglementation de la Prudential Regulation Authority du Royaume-Uni. Scotiabank Inverlat, S.A., Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V. et Scotia Derivados, S.A. de C.V. sont toutes autorisées et réglementées par les autorités financières mexicaines.

Stratégie des marchés des changes

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

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