

Les taux et l'incertitude montent

- Si la reprise mondiale est toujours aussi solide, la politique commerciale américaine laisse planer beaucoup d'incertitude. Les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine constituent le risque prépondérant pour les perspectives de l'économie et des marchés financiers. Par contre, la renégociation de l'ALÉNA semble être nettement mieux orientée.
- Même si l'incertitude monte, la conjoncture économique aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Canada continue de confirmer qu'il faut hausser les taux d'intérêt. Ces trois pays devraient donc relever leurs taux d'intérêt à deux autres reprises cette année.
- La forte demande mondiale fait augmenter considérablement les cours de la plupart des produits de base par rapport à l'an dernier, ce dont profitent les pays exportateurs de ces produits, par exemple ceux de l'Alliance du Pacifique, où la croissance devrait être beaucoup plus forte qu'en 2017, malgré l'incertitude politique qui règne dans certains pays.
- Le dollar canadien devrait remonter dans l'année et pourrait même s'apprécier encore plus fortement si la renégociation de l'ALÉNA arrive à terme.

Nous sommes sur le point d'assister à une escalade redoutée depuis longtemps dans les tensions commerciales, qui constitue le risque le plus important de la présidence Trump. Même si nous avons signalé ce risque depuis son élection, nous aurions espéré que les coûts d'un conflit commercial seraient assez élevés pour assurer une ligne de conduite plus rationnelle. En mettant au point cette prévision, nous avons constaté que l'administration Trump donne plus d'importance à l'antagonisme qu'aux coûts économiques, pour les États-Unis, des politiques commerciales de rétorsion. La gravité de la menace d'une guerre commerciale est moins claire pour l'instant : l'administration Trump a proposé d'imposer des sanctions tarifaires sur 150 G\$ US d'importations chinoises, et la Chine promet de réagir par d'autres mesures de rétorsion. Encore faut-il savoir s'il s'agit d'une ruse, comme l'ont été jusqu'à maintenant la plupart des déclarations belliqueuses du président Trump sur différentes questions. Pour l'heure, la montée des tensions commerciales a pour effet d'accroître la volatilité financière, qui se répercute sur presque toutes les catégories d'actifs. Il ne fait toutefois aucun doute qu'une escalade dans le jeu de ping-pong des mesures commerciales de riposte aurait des incidences très fortes pour les États-Unis et la Chine et que ces conséquences se répercuteraient sur d'autres économies, surtout celles qui sont le plus fortement intégrées avec ces pays. Cette menace pèse lourdement sur les résultats économiques et sur les décisions des banques centrales en Amérique du Nord.

La renégociation de l'ALÉNA contraste vivement avec la montée du protectionnisme commercial menée par les États-Unis avec le reste du monde. Il est aujourd'hui évident que les États-Unis veulent continuer de faire partie de l'ALÉNA, puisque l'administration Trump paraît disposée à consentir des compromis sur ses principales exigences, pour pouvoir réviser l'ALÉNA d'ici les élections de mi-mandat de l'automne aux États-Unis. Puisque l'incertitude que laisse planer l'ALÉNA plombe l'activité économique au Canada et au Mexique, un pacte précoce pourrait lever bien des conséquences négatives liées aux négociations commerciales.

Hormis les risques commerciaux, tous les indices laissent entendre que la reprise mondiale reste solide, essentiellement synchronisée et résiliente. La croissance

RENSEIGNEMENTS

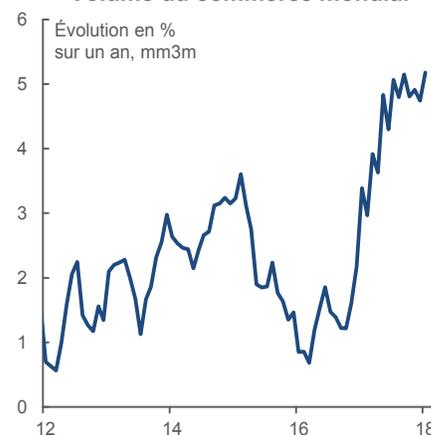
Jean-François Perrault, PVP et économiste en chef
 416.866.4214
 Études économiques de la Banque Scotia
jean-francois.perrault@scotiabank.com

SOMMAIRE

Tour d'horizon	1–3
Canada	4–10
Les provinces	11–13
États-Unis	14–19
La politique monétaire et les marchés financiers aux États-Unis et au Canada	20–29
Mexique	30–31
Amérique latine	32–40
Royaume-Uni	41–42
Zone euro	43–44
Asie-Pacifique	45–51
Produits de base	52–54
Marché des changes	55–56
Tableaux des prévisions sommaires	A1–A3

Graphique 1

Volume du commerce mondial



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bureau de l'analyse des politiques économiques des Pays-Bas.

généralisée est toujours aussi évidente dans la plupart des régions du monde, puisque la consommation et l'activité commerciale sont généralement toujours aussi vigoureuses, malgré les points faibles qui se font jour. Pour témoigner de la vigueur et de la réciprocité dans le renforcement de la reprise mondiale, le volume des échanges mondiaux atteint des niveaux jamais vus depuis le milieu de 2011, malgré les inquiétudes à propos du protectionnisme commercial (graphique 1).

L'élan mondial et la forte croissance de la production industrielle dans le monde ont eu pour effet d'accroître considérablement les cours des produits de base depuis l'an dernier. Cette croissance devrait durer, même si la montée de l'intolérance au risque liée au commerce a eu pour effet de plonger les cours dans une certaine léthargie en mars. Les cours de l'or illustrent sans doute le mieux l'impact de l'intolérance au risque, puisque les cours de la monnaie métallique ont dérogé à leur relation généralement stable avec les taux d'intérêt réels. L'impact de la vigueur de la demande mondiale est parfaitement évident dans le secteur de l'énergie, puisque le WTI devrait atteindre une moyenne de 65 \$ US le baril, ce qui représente une hausse proche des 15 \$ US le baril par rapport aux niveaux de 2017; or, les métaux et les matériaux ont eux aussi tiré largement parti de la vigueur de la demande. Par exemple, le zinc et le nickel devraient s'échanger à environ 25 % de plus que les niveaux de l'an dernier.

En Europe et au Royaume-Uni, l'élan reste solide malgré le fléchissement des indicateurs au début de l'année. En Europe, cette pause s'inscrit dans la foulée de la cadence fulgurante amorcée l'an dernier, tandis qu'au Royaume-Uni, elle s'explique par des facteurs temporaires comme la mise hors service d'un important oléoduc. Au Japon, la croissance devrait se ralentir par rapport au rythme fulgurant de l'an dernier, selon les normes japonaises, et rester supérieure à son potentiel. Parmi les banques centrales de ces trois pays, seule la Banque d'Angleterre devrait, selon nos prévisions, être active en 2018 et relever deux autres fois ses taux cette année. Les tensions inflationnistes sont toujours trop discrètes pour que la BCE et la Banque du Japon relèvent leurs taux dans un avenir prévisible. En Chine, la croissance se ralentira en raison du dénouement des mesures de relance budgétaire prises par les autorités; elle continuera toutefois de frôler les 6,5 %. Puisque la Chine est fidèle à son parcours de réforme structurelle et de libéralisation économique, l'effervescence des tensions commerciales avec les États-Unis représente un risque considérable pour les perspectives. Nous devons adapter nos prévisions si ces risques se matérialisent.

Aux États-Unis, la croissance toujours aussi vigoureuse est vitaminée par les mesures de relance budgétaire, qui viennent la renchérir, cette année et l'an prochain, d'environ un demi-point de pourcentage en moyenne. La confiance continue de culminer et les fondamentaux restent très favorables à une vigueur soutenue, même si la consommation a été lente à démarrer en 2018. Le secteur industriel et celui des services progressent à des rythmes qu'on n'avait pas vus depuis dix ans. Même si l'investissement est vigoureux, les taux d'utilisation de la capacité continuent de monter, ce qui indique qu'il faudra investir davantage. Les dépenses en immobilisations sont elles aussi relancées par les éléments du programme fiscal adopté récemment. L'économie devrait basculer en territoire de demande excédentaire cette année en raison essentiellement de la politique budgétaire, qui accroîtra les tensions inflationnistes, ce qui devrait obliger à durcir la politique monétaire. Notre approche modélisée laisse entendre que les taux directeurs américains devront monter de 125 points de base d'ici la fin de 2019; or, nous prévoyons actuellement que la Fed ne haussera ses taux que deux autres fois cette année, et encore deux autres fois l'an prochain. Certaines considérations justifient cette dérogation par rapport à notre modèle, soit aussi bien la hausse récente des écarts entre le taux LIBOR et l'OIS, dont l'effet est difficile à capter, que l'incertitude liée à la politique commerciale américaine. Le parcours que suivront les taux d'intérêt américains est fortement tributaire de l'évolution des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine.

Au Canada, nous continuons de nous attendre à une croissance au ralenti, mais toujours supérieure au potentiel. Éclairés par notre modèle, nous nous attendons à ce que la croissance du PIB réel continue de se ralentir pour passer de 3,0 % en 2017 à 2,2 % en 2018, puis à 2,1 % en 2019. Ces projections de croissance tiennent également compte de deux ensembles de facteurs intersectoriels et essentiellement compensatoires : l'activité économique canadienne profite des retombées positives des mesures de relance budgétaire américaines, ce qui est contrebalancé par notre hypothèse selon laquelle l'investissement est freiné par l'incertitude que font planer le spectre de l'ALÉNA, l'escalade du discours commercial entre les États-Unis et la Chine et l'adaptation au durcissement récent des normes de crédit hypothécaire au Canada. Exception faite de ces mises en garde, notre modèle macroéconomique laisse entendre que les taux de croissance se relèveront d'environ 30 points de base en 2018 et 10 points de base en 2019.

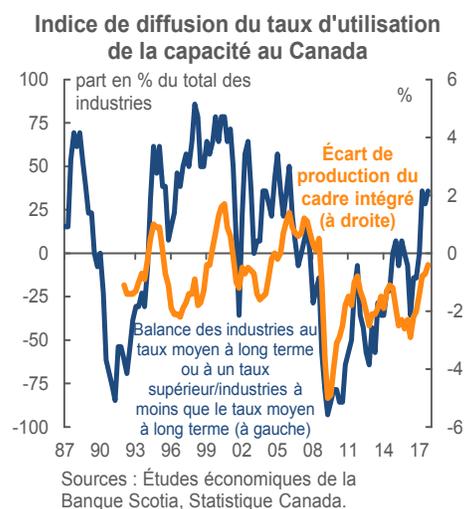
Tableau 1

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

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

La Banque du Canada (BdC) devrait relever encore ses taux. Bien que la croissance de l'économie canadienne se ralentisse, elle devrait rester supérieure à son potentiel. Les pressions qui pèsent sur la capacité sont indéniables et s'accroîtront : la part des industries dont les taux d'utilisation de la capacité sont supérieurs à leur moyenne à long terme est à son plus haut depuis 12 ans (graphique 2), les carnets de commandes augmentent, le taux de chômage s'inscrit à un creux jamais vu depuis 43 ans, et les pénuries de main-d'œuvre sont de plus en plus généralisées. Ces faits nouveaux créent naturellement des impulsions inflationnistes, puisque l'inflation sous-jacente est passée de 1,3 % sur un an à 2,0 % en l'espace de neuf mois. Nos prévisions laissent entendre que l'économie canadienne évoluera nettement en territoire de demande excédentaire en 2018, ce qui relèvera encore l'inflation, dans les deux prochaines années, à un peu plus que la cible de 2 % de la BdC. Pour éviter que l'inflation augmente trop par rapport à sa cible, la BdC devra hausser ses taux de 50 points de base d'ici la fin de 2018 et de 75 autres points de base d'ici la fin de 2019. Ceci dit, les incertitudes liées au commerce se font menaçantes pour ces prévisions. Puisque les cours du pétrole augmentent, que les taux d'intérêt au Canada se relèvent et que les taux d'intérêt aux États-Unis devraient augmenter moins que le prévoit le marché, nous pensons que le dollar canadien s'appréciera à 1,25 USD/CAD (0,80 \$) d'ici la fin de l'année. La conclusion précoce de la renégociation de l'ALÉNA pourrait représenter un choc positif important pour le dollar canadien, en le portant à plus de 1,23 USD/CAD (0,813 \$).

Les perspectives restent généralement vigoureuses pour les pays de l'Alliance du Pacifique (PAC), en raison de la vigueur de l'économie mondiale et de la hausse des prix des produits de base. Au Mexique, une salve d'indicateurs révèle que la demande intérieure et extérieure donne lieu à une accélération considérable de l'activité par rapport à l'an dernier (soit 2,4 % en 2018 contre 2,0 % en 2017), malgré l'incertitude liée à l'ALÉNA et les prochaines élections. Comme dans le cas de nos prévisions sur l'économie canadienne, la fin précoce et concluante de la renégociation de l'ALÉNA pourrait avoir un puissant impact positif sur l'activité économique, même si l'incertitude quant au résultat des élections pourrait peser sur la croissance pendant un certain temps. Au Pérou, la croissance devrait s'accroître vivement par rapport à 2017 (à 3,3 % en 2018, contre 2,5 %), même si la conjoncture politique qui a donné lieu à la démission du président aura pour effet de ralentir la croissance plus que ce que l'on croyait. La capacité de l'État à mettre en œuvre les projets d'infrastructures depuis longtemps retardés et absolument nécessaires constitue un obstacle de taille pour les perspectives. La croissance de l'économie colombienne prendra du mieux cette année en raison de la vigueur de la demande étrangère et des cours des produits de base (à 2,5 % contre 1,8 %); toutefois, la présidentielle est un grand motif d'incertitude, en raison des divergences d'opinion parmi les principaux candidats. À 3,6 %, soit deux points complets de pourcentage de plus que le rythme de l'an dernier, le Chili mènera les PAC cette année, en profitant lui aussi de la conjoncture externe, et devrait récolter les fruits de la nouvelle administration plus favorable à l'entreprise.

Graphique 2


Canada

- Alors qu'aux États-Unis et un peu partout dans le monde, l'économie continue de croître, la croissance du Canada est toujours appelée à se ralentir graduellement dans les deux prochaines années par rapport au pic atteint en 2017; elle reste toutefois étayée par les mesures de relance budgétaire, en deçà de nos frontières et chez nos voisins du Sud. Puisque l'activité économique continue de croître à un rythme supérieur à son potentiel, on s'attend à ce que l'inflation soit supérieure à la cible de 2 % de la Banque du Canada en 2018, ce qui donnera lieu à de nouvelles hausses du taux cible à un jour de la Banque.
- Pour les perspectives à court terme, les risques paraissent nuancés : les probabilités d'un pacte sur la reconduction de l'ALÉNA pourraient s'améliorer, alors que le conflit commercial qui oppose les États-Unis et la Chine menace de fragiliser la croissance mondiale. À moyen terme toutefois, les perspectives commerciales du Canada pourraient être en quelque sorte compliquées par la réforme fiscale américaine et par l'évolution des politiques au Canada.

LENTEMENT, MAIS TOUJOURS AUSSI SÛREMENT

À l'orée de 2018, la croissance de l'économie canadienne s'est ralentie après avoir évolué à un rythme fulgurant en 2017, et l'inflation a monté graduellement, comme nous l'avions prévu auparavant dans nos *Perspectives mondiales*. Les agrégats macroéconomiques canadiens suivent de près les prévisions générées grâce au Modèle macroéconomique mondial de la Banque Scotia (MMMBS), que nous avons lancé l'an dernier et dont il est question dans nos *Perspectives à long terme*. Jusqu'à maintenant, la performance du MMMBS confirme ce que nous pensions : la croissance de l'économie canadienne devrait continuer de fléchir en 2018 et 2019 pour atteindre notre estimation de 1,6 % du potentiel au moment où les ménages commencent à modérer leurs dépenses en réaction au durcissement des conditions de crédit.

Éclairés par notre modèle, nous nous attendons à ce que la croissance du PIB réel continue de se réduire pour passer de 3,0 % en 2017 à 2,2 % en 2018, par rapport à notre projection antérieure de 2,4 %, puis à 2,1 % en 2019, contre 1,9 % dans nos prévisions antérieures, puisque nous croyons désormais qu'il faudra compter un peu plus de temps que nous l'avions prévu auparavant pour que les retombées des mesures de relance budgétaires américaines se matérialisent dans l'économie canadienne par un accroissement de la demande exportatrice (tableaux 1, 2 et 3). En 2019, la croissance sera également musclée par la hausse des cours du pétrole.

Nos projections de croissance révisées tiennent également compte de deux ensembles de facteurs intersectoriels et essentiellement compensatoires : l'activité économique canadienne ne profite pas des retombées positives des mesures de relance budgétaire américaine, ce qui est contrebalancé par notre hypothèse selon laquelle l'investissement est freiné par l'incertitude que font planer le spectre de l'ALÉNA, l'escalade du discours commercial entre les États-Unis et la Chine et l'adaptation au durcissement récent des normes de crédit hypothécaire au Canada. Exception faite de ces mises en garde, notre modèle macroéconomique laisse entendre que les taux de croissance seront de l'ordre de 30 points de base de plus en 2018 et de 10 points de base de plus en 2019 respectivement (tableau 2).

Même si la croissance de l'économie canadienne se ralentit, le rapprochement de l'écart de production et l'excédent de la demande laissent toujours entendre que l'inflation est appelée à se relever dans les deux prochaines années pour dépasser légèrement la cible de 2 % de la Banque du Canada (graphique 1). La section *Politique monétaire et marchés de capitaux* des *Perspectives mondiales* permet de convertir notre prévision macroéconomique et de tracer le parcours prévu pour le relèvement des taux directeurs de la Banque du Canada. Nous continuons de nous attendre à ce que la croissance au ralenti, mais toujours supérieure à son potentiel, donne lieu à deux autres relèvements du taux cible à un jour de la Banque vers la fin de l'année — mais qui seront toutefois plus décalés que nous l'avions projeté auparavant — et à trois autres hausses en 2019.

RENSEIGNEMENTS

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

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

Juan Manuel Herrera
 416.866.6781
 Études économiques de la Banque Scotia
juanmanuel.herrera@scotiabank.com

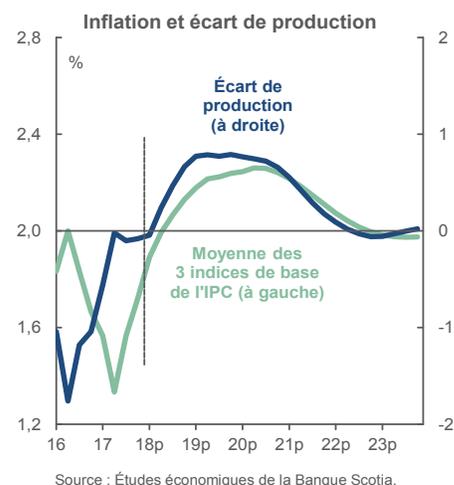
René Lalonde
 416.862.3174
 Études économiques de la Banque Scotia
rene.lalonde@scotiabank.com

Nikita Perevalov
 416.866.4205
 Études économiques de la Banque Scotia
nikita.perevalov@scotiabank.com

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

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

Graphique 1



Source : Études économiques de la Banque Scotia.

LE CONSOMMATEUR EST TOUJOURS LE PILIER DE LA CROISSANCE DE L'ÉCONOMIE CANADIENNE

Le consommateur continue d'apporter une contribution exceptionnelle à l'ensemble du rendement économique du Canada. Une convergence de facteurs très favorables — soit le marché de l'emploi toujours aussi solide, la hausse des salaires, l'accroissement des transferts du gouvernement, l'augmentation de la richesse, les faibles coûts du crédit et l'augmentation de la population — est venue relever, l'an dernier, les dépenses des ménages, qui n'avaient pas été aussi importantes depuis 2010 ; ces dépenses, toujours aussi bien orientées, bien que plus modérées, continuent de prendre de la vitesse en 2018 (tableau 3). Ce bond des dépenses a été mené jusqu'à maintenant par les biens durables à prix élevé, ce qui témoigne de la confiance des consommateurs — or, cette confiance commence à s'étioler du fait de la hausse des prix et du durcissement des mesures macroprudentielles.

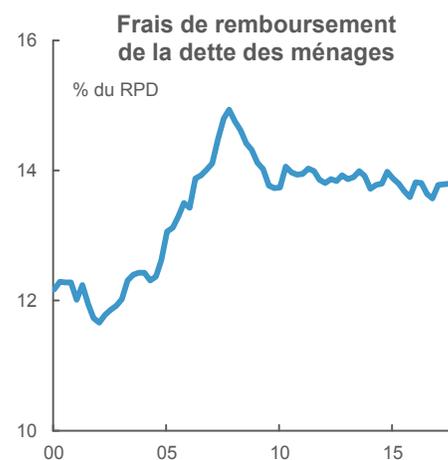
Les facteurs fondamentaux qui étayent la solidité des dépenses des ménages sont toujours en place. L'an dernier, le rythme de l'embauche n'a jamais été aussi vigoureux depuis 10 ans : le marché offre en grande majorité, désormais, des postes à temps plein. Le taux de chômage a baissé pour atteindre un creux de 5,8 %, du jamais vu depuis 43 ans – ce qui équivaut à 4,8 % en reprenant la méthodologie normalisée aux États-Unis, où le taux de chômage est de 4,1 %. Le ratio emploi-population des travailleurs dans la force de l'âge actif (soit les 25 à 54 ans) s'inscrit aujourd'hui à 82,5 %, ce qui représente une légère baisse par rapport à un sommet sans précédent de 82,7 % en décembre 2017.

Si les enquêtes prospectives sur les intentions d'embauche sont toujours aussi optimistes, un certain ralentissement de la croissance de l'emploi paraît inévitable d'ici la fin de 2018. On constate, dans l'ensemble des secteurs et des régions, des pénuries croissantes de main-d'œuvre, puisque le nombre de postes à pourvoir a bondi de 15 % sur un an. La pépinière de travailleurs disponibles auxquels on peut faire appel pour pourvoir ces postes paraît de plus en plus limitée ou ne pas correspondre aux besoins des employeurs, puisque le taux de participation des Canadiens de 15 à 64 ans frôle déjà des records.

L'accélération des gains de salaires devrait pérenniser une saine croissance des revenus, malgré les embauches plus discrètes. La croissance des gains horaires moyens a plus que doublé dans la dernière année pour s'établir à 3 % sur un an sur fond de tension dans les marchés du travail et de hausses des salaires minimums dans certaines provinces. Cette année et en 2019, les nouvelles hausses des salaires minimums en vertu des lois dans 9 des 10 provinces devraient porter la croissance des salaires à 4 % en 2018 et la maintenir aux alentours de 3 % en 2019. De concert avec les gains de l'emploi, la croissance générale des salaires pour l'ensemble du Canada devrait dépasser 5 % en 2018.

La vigueur du secteur du tourisme vient aussi dynamiser la hausse des dépenses, notamment dans l'hébergement et la restauration, les loisirs et les spectacles, ainsi que le transport. Au Canada, les dépenses touristiques corrigées de l'inflation ont crû de 4 % l'an dernier, en raison

Graphique 2



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

Tableau 1

Prévisions canadiennes trimestrielles	2017		2018				2019			
	T3	T4	T1e	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Économique										
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	1,5	1,7	1,8	2,6	2,4	2,4	2,2	1,9	1,6	1,6
PIB réel (variation annuelle en %)	3,0	2,9	2,4	1,9	2,1	2,3	2,4	2,2	2,0	1,8
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	1,4	1,8	2,0	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Moyenne des nouveaux indices de référence (évolution sur un an, en %)	1,5	1,7	1,9	2,0	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2
Financier										
Dollar canadien (USD/CAD)	1,25	1,26	1,29	1,27	1,26	1,25	1,25	1,22	1,22	1,25
Dollar canadien (CAD/USD)	0,80	0,80	0,78	0,79	0,79	0,80	0,80	0,82	0,82	0,80
Taux à un jour de la Banque du Canada (%)	1,00	1,00	1,25	1,25	1,50	1,75	2,00	2,25	2,25	2,50
Bon du Trésor à 3 mois (%)	1,00	1,06	1,15	1,25	1,55	1,80	2,05	2,30	2,30	2,50
Obligation du Canada à 2 ans (%)	1,52	1,69	1,78	1,90	2,10	2,30	2,40	2,50	2,55	2,60
Obligation du Canada à 5 ans (%)	1,75	1,87	1,97	2,10	2,25	2,45	2,55	2,60	2,65	2,70
Obligation du Canada à 10 ans (%)	2,10	2,05	2,09	2,25	2,40	2,50	2,60	2,65	2,70	2,75
Obligation du Canada à 30 ans (%)	2,48	2,27	2,23	2,40	2,60	2,70	2,80	2,85	2,90	2,95

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

de l'accroissement des dépenses des Canadiens qui passent leurs vacances au pays et des visiteurs étrangers au Canada. Même si l'essor du tourisme dans le cadre des fêtes du cent cinquantième du Canada l'an dernier s'est ralenti, les exigences plus rigoureuses imposées dans les déplacements à destination des États-Unis, l'amélioration des formalités à accomplir pour les visas canadiens et l'augmentation de la capacité aérienne à partir des grands marchés touristiques canadiens, dont la Chine, l'Inde et le Mexique, devraient ensemble porter la hausse des visiteurs étrangers en 2018 et 2019. Dans le même temps, le dollar canadien relativement atonique limite les courts trajets des Canadiens qui traversent la frontière pour faire des emplettes aux États-Unis.

Nous continuons de prévoir des tendances relativement saines dans les dépenses de consommation ; il est toutefois improbable que les consommateurs continuent de dépenser au même rythme qu'ils l'ont fait récemment. Le coup de pouce initial le plus vigoureux que l'État a donné aux revenus et aux dépenses grâce au relèvement des allocations pour les enfants en 2016-2017 s'est amenuisé, et l'aide complémentaire apportée aux ménages à faibles revenus est moins importante. On s'attend aussi à ce que les effets sur la richesse se réduisent en raison du fléchissement des prix des logements sur certains marchés et des rendements boursiers ternes jusqu'à maintenant en 2018.

La hausse des coûts du crédit devrait elle aussi rogner les achats des consommateurs. Les frais de remboursement de la dette des ménages en pourcentage du revenu disponible remontent légèrement, et cette tendance devrait se poursuivre puisque la Banque du Canada est sur le point de normaliser les taux d'intérêt. Pendant la plus grande partie des 10 dernières années, la hausse du crédit a été compensée par la baisse des taux d'intérêt, de sorte que dans l'ensemble, le fardeau du financement de la dette n'a à peu près pas bougé (graphique 2). Pour la première fois depuis 2010, les prêts hypothécaires fixes à 5 ans devraient être reconduits à des taux supérieurs à ce qu'ils étaient à l'origine (graphique 3).

À la limite, les ventes d'articles à prix élevé, qui sont plus probablement financés à crédit, notamment les véhicules automobiles, le mobilier et les gros électroménagers, devraient d'abord fléchir. L'accélération de la hausse des prix des voitures neuves et des camions légers neufs a réduit l'accessibilité des véhicules neufs, qui n'a jamais été aussi faible depuis 10 ans, et pèsera aussi probablement un peu sur les ventes nouvelles. Bien des ménages ont commencé à se tourner vers le marché des véhicules d'occasion, puisque les ventes de modèles quasi neufs ont bondi au chiffre estimé de 10 % sur un an en 2017, ce qui dépasse les gains dans les achats de véhicules neufs. Selon les prévisions, les ventes de voitures neuves pour toute l'année 2018 devraient se modérer et s'établir à 2 millions d'exemplaires, ce qui mettra fin à une séquence de cinq années consécutives de ventes sans précédent ; il n'empêche que dans l'ensemble, les volumes resteront extrêmement élevés.

Il semble que les ménages canadiens commencent à prendre des mesures pour se désendetter. La croissance du crédit à la consommation et du crédit hypothécaire s'est ralentie ces derniers mois pour atteindre près de 5,5 % sur un an, ce qui n'est pas loin d'un creux depuis deux ans. Le ratio de la dette sur le marché du crédit des ménages par rapport au revenu disponible a légèrement fléchi pour se solder à 170,4 % au T4 par rapport à un sommet sans précédent de 170,5 % au T3 et a probablement baissé encore au T1 dans la foulée du brusque ralentissement des ventes de logements. Recalculé en fonction des données américaines, le ratio canadien s'inscrit aujourd'hui à 156,4 %, ce qui est inférieur au sommet américain de 168,4 % enregistré en 2007. Les enquêtes sur la confiance des consommateurs laissent entendre qu'ils sont de plus en plus prudents dans leurs achats importants. Globalement, la croissance des dépenses réelles de consommation devrait se ralentir pour passer d'un sommet de 3,5 % en sept ans en 2017 à 2,6 % cette année et à 2,0 % en 2019, ce qui les rapprochera des tendances sous-jacentes de l'évolution des revenus.

LES NOUVELLES RÈGLES HYPOTHÉCAIRES ET LA HAUSSE DES TAUX TEMPÈRENT LA DEMANDE DE LOGEMENTS

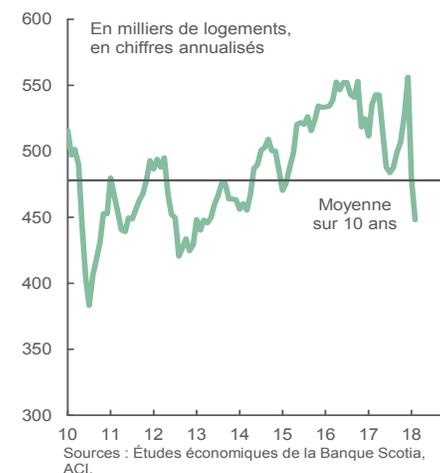
Les nouvelles règles, plus rigoureuses des tests de résistance B-20, qui sont entrées en vigueur le 1^{er} janvier, ont donné lieu à un plongeon plus important que prévu des ventes de logements au début

Tableau 2
Croissance du PIB réel : impact de l'évolution des politiques

	2018p	2019p
Projections modélisées d'après les fondamentaux	2,5	2,2
Moins : rajustements pour l'évolution des politiques	-0,3	-0,1
Règles hypothécaires B-20	-0,1	0,0
Incertitude de l'ALÉNA	-0,1	0,0
Protectionnisme mondial	-0,1	-0,1
Base actuelle	2,2	2,1

Source : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 3
Taux hypothécaires fixes sur cinq ans

Graphique 4
Ventes nationales de logements


de 2018, après que les acheteurs se soient précipités pour conclure leurs transactions avant la fin de 2017 (graphique 4). C'est dans le Grand Vancouver (voir notre récent rapport sur le [Logement en Colombie-Britannique](#)) et dans le Grand Toronto que le récent repli a été le plus brutal : ces deux régions sont en effet disproportionnellement malmenées par les nouvelles règles par rapport aux autres régions, en raison des prix élevés des maisons et de la part relativement importante des prêts hypothécaires non assurés. Les acheteurs, dont certains ne sont désormais admissibles qu'à un crédit hypothécaire moindre par rapport à ce qu'ils envisageaient auparavant, continuent de privilégier les logements plus abordables, notamment les logements en copropriété et les maisons en rangée.

Il est probable que l'on connaisse, au début du T2, une reprise partielle lorsqu'acheteurs et vendeurs s'adapteront aux nouvelles directives. Les fondamentaux de la demande de logements, dont le faible taux de chômage, le raffermissement des gains de salaires, le vieillissement des milléniaux et la vigueur de l'immigration, restent favorables. Bien que l'accessibilité des prix soit de plus en plus tendue dans le Grand Vancouver et dans la région de Toronto-Hamilton, la conjoncture reste saine presque partout ailleurs au Canada.

Malgré tout, les nouveaux tests de résistance, les mesures fiscales annoncées récemment par le gouvernement de la Colombie-Britannique en matière de logement et la hausse des taux d'intérêt devraient dans l'ensemble modérer les ventes de logements au Canada cette année. On s'attend à ce que les ventes nationales de logements baissent de 5 % à 10 % en 2018, avant de se stabiliser en 2019 à des niveaux qui restent statistiquement élevés. Les hausses annuelles des prix des logements dans l'ensemble du pays, mesurées selon le repère composé de l'Indice des prix des logements (IPL) MLS devraient freiner pour passer de 14 % à 3 % environ en 2018, et la majorité des marchés locaux devraient se retrouver en territoire équilibré.

Les mises en chantier de logements devraient se ralentir pour passer de 220 000 logements en 2017 à 208 000 en 2018, puis à 196 000 en 2019, de concert avec la demande démographique sous-jacente et le coup de pouce apporté par des initiatives de promotion du logement abordable. Même si dans l'ensemble, le temps s'est refroidi sur le marché du logement, la confiance des constructeurs reste portée par la hausse des prix des logements neufs, les ventes toujours aussi fortes avant la construction et le fléchissement du parc des logements construits et invendus. On ne relève guère de suroffre dans la grande majorité des principaux marchés au Canada.

LA CONSTRUCTION NON RÉSIDENIELLE PREND DU MIEUX

En 2018-2019, les dépenses privées dans la construction non résidentielle devraient se ressaisir graduellement, après s'être contractées pendant deux ans en 2016 et en 2017. La reprise de l'activité industrielle et la hausse des taux d'utilisation de la capacité amènent certaines entreprises à accroître les dépenses qu'elles consacrent à leurs nouvelles installations, malgré l'incertitude que laisse planer la renégociation continue de l'ALÉNA. Les tendances de l'évolution des intentions de construire des bâtiments industriels se rapprochent de leur plus haut en cinq ans.

Le volume de la construction de bâtiments commerciaux augmente lui aussi. La conjoncture du marché des bureaux dans les centres-villes est toujours aussi tendue à Toronto et à Vancouver, ce qui encourage la promotion immobilière, tandis qu'à Calgary et Edmonton, la conjoncture semble vouloir se stabiliser après des années marquées par des taux d'inoccupation élevés. D'un océan à l'autre, la demande exprimée pour la construction d'entrepôts et d'établissements de distribution neufs reste élevée malgré l'ascension continue du commerce électronique.

LA HAUTE TECHNOLOGIE MÈNE LE RENDEMENT EXCEPTIONNEL DE L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE

Bien que l'économie canadienne ait ralenti ces derniers mois, le secteur manufacturier a mieux tenu le coup, puisque son taux de croissance a été de 3,2 % sur un an en janvier, ce qui est supérieur à la croissance de l'ensemble de l'économie, qui s'est ralentie à 2,7 % sur un an. Or, près de la moitié de tous les groupes de l'industrie manufacturière ont également perdu de la vitesse au début de l'année, au moins autant que l'ensemble de l'économie. Le secteur de la haute technologie fait exception à la règle, puisque la croissance de la production s'est accélérée à 13,9 % sur un an en janvier, ce qui représente son meilleur rendement depuis les premiers mois de 2004. Les commandes passées pour les produits canadiens de haute technologie restent elles aussi vigoureuses, ce qui explique l'augmentation du carnet de commandes, qui a progressé de 8 % dans l'ensemble alors que les stocks ont baissé depuis la fin de 2016.

Tableau 3

Canada	2000-16	2016	2017	2018p	2019p
(variation annuelle en %, sauf indication contraire)					
PIB réel	2,1	1,4	3,0	2,2	2,1
Dépenses de consommation	2,9	2,3	3,4	2,6	2,0
Investissement dans le secteur résidentiel	3,7	3,4	3,0	1,2	0,4
Investissements des entreprises	2,2	-8,8	2,5	4,1	2,5
Gouvernement	2,2	2,7	2,5	2,4	1,5
Exportations	1,3	1,0	1,0	1,6	3,6
Importations	2,9	-1,0	3,6	3,0	2,5
PIB nominal	4,2	2,0	5,3	4,5	4,5
Indice implicite du PIB	2,1	0,6	2,3	2,2	2,4
Indice des prix à la consommation (IPC)	1,9	1,4	1,6	2,2	2,3
IPC de base (IPCX)	1,6	1,9	1,6	2,0	2,2
Bénéfices des sociétés avant impôts	3,6	-1,9	20,2	6,0	1,0
Emploi	1,3	0,7	1,9	1,3	1,0
Taux de chômage (en %)	7,1	7,0	6,3	5,8	5,7
Solde des paiements courants (en G\$ CA)	-17,1	-65,4	-63,9	-58,6	-47,6
Balance commerciale (en G\$ CA)	25,1	-25,9	-23,9	-23,8	-16,0
Solde budgétaire fédéral* (en G\$ CA)	-2,8	-1,0	-17,8	-19,4	-15,1
pourcentage du PIB	-0,2	0,0	-0,9	-0,9	-0,7
Mises en chantier (en milliers)	199	198	220	208	196
Ventes de véhicules motorisés (en milliers)	1 657	1 949	2 041	2 000	1 950
Production industrielle	0,6	0,1	5,1	2,2	1,0
Pétrole WTI (\$ US/baril)	63	43	51	65	68
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	4,94	2,55	3,02	2,80	2,85

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

Au Canada, la transformation du minerai et la construction de machines continuent elles aussi d'inscrire des gains vigoureux, portés par la croissance soutenue de l'investissement des entreprises dans le monde. Selon les données de l'OCDE, les dépenses en immobilisations des grandes puissances économiques membres de cet organisme ont progressé de 4 % sur un an au T4 de 2017 ; il s'agit de la plus forte progression depuis le début de 2014. En fait, ces dépenses représentent le tiers de la croissance de l'ensemble de l'activité économique des pays industrialisés dans la dernière année. En moyenne, les dépenses en immobilisation ne représentent généralement que le tiers environ du total de la croissance dans l'ensemble des pays membres de l'OCDE. Les premières données de l'industrie sur les ventes mondiales de biens d'équipement laissent entrevoir un élan soutenu, mené par une hausse de 40 % sur un an en Asie pour février 2018.

L'UTILISATION QUASI RECORD DE LA CAPACITÉ LAISSE ENTREVOIR UNE HAUSSE DE L'INVESTISSEMENT

Les données mensuelles pour le Canada laissent aussi entrevoir une accélération de la demande intérieure de machinerie, grâce à des cadences d'exploitation industrielle quasi records et au regain de confiance des entreprises. La progression des commandes de machines est généralisée ; c'est toutefois pour la machinerie sidérurgique, ainsi que pour l'équipement de construction et d'exploitation minière, qu'elle est la plus forte. Au Canada, les cadences d'exploitation industrielle ont bondi de 4,6 points de pourcentage dans la dernière année pour s'établir à 86 % ; il s'agit de l'une des augmentations sur un an les plus fortes dans les annales (graphique 5). La cadence actuelle est nettement supérieure à la cadence d'exploitation moyenne de 80,5 % des 10 dernières années, ce qui semble s'expliquer par la vigueur de la demande exprimée pour les produits de l'industrie canadienne et par une certaine hésitation à investir dans la capacité nouvelle dans les secteurs surtout exportateurs qui sont tributaires de l'ALÉNA pour leurs échanges commerciaux avec les États-Unis.

Exception faite du secteur de l'automobile, le carnet de commandes des usines canadiennes a continué de baisser de 10 % sur un an en janvier 2018, malgré les solides gains de production annuelle de 4 % en 2017 ; toutefois, l'augmentation du carnet de commandes s'est modérée par rapport au rythme annualisé de plus de 20 % comptabilisé dans la première moitié de 2017. L'intérêt vigoureux soutenu porté à la machinerie construite au Canada, en raison de la hausse des commandes provenant du marché américain, ainsi que l'augmentation de la demande de produits chimiques et de plastiques, expliquent près de la moitié du gain du carnet de commandes hors de l'automobile dans la dernière année — même si ces secteurs représentent moins du quart du total de l'activité manufacturière canadienne.

Les récentes enquêtes sur les intentions d'investir restent contrastées. Dans l'*Enquête sur les perspectives des entreprises* de la Banque du Canada pour le T1 de 2018, publiée le 9 avril 2018, 44 % des entreprises s'attendent à accroître les dépenses consacrées à la machinerie et à l'équipement dans les douze prochains mois, ce qui représente une légère baisse par rapport à 48 % au trimestre précédent et ce qui est nettement supérieur au creux de 26 % au T4 de 2015. Par contre, la plus récente *Enquête sur les dépenses en immobilisations* de Statistique Canada, qui est à la fois plus vaste et circonstanciée, donne des précisions sur une quatrième baisse annuelle consécutive des intentions d'investir des entreprises canadiennes à mesure qu'avance l'année 2018.

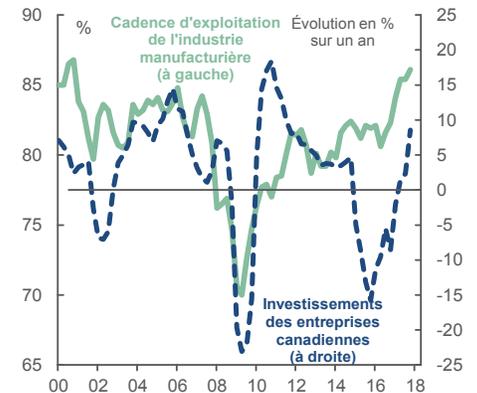
Les données réelles sur l'investissement paraissent plus solides : la capacité tendue et les gains soutenus des nouvelles commandes ont incité les entreprises canadiennes à axer leurs dépenses en immobilisations de 8,6 % sur un an au T4 de 2017. Si l'incertitude qui plane sur l'ALÉNA se dissipe, nous nous attendons à ce que l'investissement des entreprises canadiennes remonte et permette aux dépenses en immobilisations pour toute l'année 2018 de connaître leur croissance la plus fulgurante en six ans, essentiellement grâce aux secteurs surtout exportateurs dans le centre du Canada, qui tournent à plein régime depuis quelques années.

POLITIQUES BUDGÉTAIRES PROCYCLIQUES GRÂCE À LA VIGUEUR DES DÉPENSES

Dans l'ensemble des paliers de gouvernement, on s'attend désormais à ce que la contribution déjà forte apportée par les dépenses en immobilisations au PIB réel du Canada augmente légèrement pour s'établir à 0,5 point de pourcentage dans l'ensemble en 2018 (soit presque le quart du total de la croissance de l'économie, ou 2,2 %) et à 0,3 point de pourcentage en 2019. Le coup de pouce supplémentaire provient de la croissance des plans de dépenses des provinces, surtout les budgets préélectorales et procycliques de l'Ontario et du Québec : nous supposons que les gouvernements actuels lanceront certaines dépenses nouvelles même s'ils sont appelés à changer dans les prochains scrutins provinciaux. Le relèvement des dépenses provinciales dont nous avons tenu compte dans nos prévisions serait encore supérieur, n'eût été i) notre prudence habituelle, puisqu'il est improbable que les ambitieux programmes d'infrastructures soient prêts à être lancés intégralement dans les délais prévus, ii) la décision de l'Alberta de réduire de presque 30 % ses dépenses en immobilisations dans l'exercice financier 2018-2019 et iii) l'austérité soutenue des salaires et l'attrition continue de la fonction publique dans certaines provinces.

Graphique 5

Des cadences d'exploitation quasi record pour porter les investissements



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

Cette année, le budget fédéral faisait état d'initiatives nouvelles et de dépenses supplémentaires incrémentielles dans les initiatives existantes, qui viendront largement effacer : i) la réduction des dépenses dans la Mise à jour de l'automne d'Ottawa; et ii) les améliorations nettes apportées par la plus forte croissance du PIB. Ces dépenses supplémentaires viennent aussi remanier la composition des dépenses fédérales par rapport aux plans antérieurs : ainsi, durant l'exercice 2018-2019, les investissements planifiés dans les infrastructures, soit 1,9 G\$ CA, sont rééchelonnés sur les exercices ultérieurs afin de permettre de réaffecter les fonds actuels au financement de la recherche et du développement et d'améliorer la participation des femmes à la population active. Les efforts consacrés par le gouvernement fédéral pour entre autres se pencher sur la création d'un programme national d'assurance-médicaments auront probablement pour effet de relever, dans les 10 prochaines années, l'évolution du parcours des dépenses structurelles des provinces dans l'ensemble.

Les difficultés que représente, pour la compétitivité du Canada, la récente réforme de la fiscalité des particuliers et des entreprises aux États-Unis n'ont jusqu'à maintenant donné lieu qu'à des réactions limitées de la part du gouvernement fédéral et des gouvernements provinciaux du Canada. Quelques provinces se consacrent à l'allègement du fardeau réglementaire, en particulier dans les évaluations environnementales ; nous prévoyons toutefois qu'il faudra probablement faire plus pour conforter les points forts relatifs du Canada.

COUP DE POUCE À L'EXPORTATION GRÂCE AUX MESURES DE RELANCE AMÉRICAINES, MAIS LIVRAISON PÉTROLIÈRE LIMITÉE PAR LA CAPACITÉ D'EMPORT

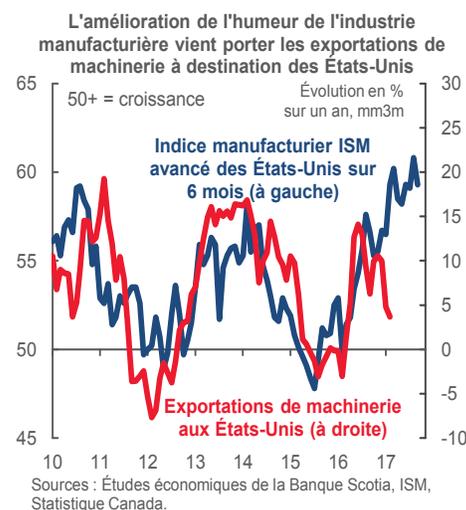
La croissance des exportations, discrète au T4 de 2017, est en proie à une léthargie au T1 de 2018 dans la foulée de la fermeture d'une usine de construction automobile qui a renouvelé son outil industriel à la fin de 2017. Toujours est-il que dans l'ensemble, la croissance des exportations devrait s'accélérer pour passer de 1,0 % en 2017 à 1,6 % en 2018 (tableau 3). La construction de machinerie au Canada devrait en particulier profiter de la hausse de l'investissement des entreprises américaines, nécessaire pour alléger les pressions qui s'accroissent rapidement sur la capacité du secteur industriel américain, dans lequel certains indicateurs de confiance restent proches de leurs sommets depuis 2011 (graphique 6). La vigueur du marché de l'emploi et la hausse des revenus des ménages aux États-Unis devraient également relancer les exportations canadiennes de biens de consommation. La relance économique n'est toutefois pas limitée au territoire américain : l'accélération de la croissance en Europe, en Amérique latine et en Inde et la croissance toujours aussi solide en Chine devraient porter la demande de biens industriels et de consommation canadiens.

En 2017, les exportations de produits énergétiques ont crû de 10,7 % sur un an en volume, ce qui représente le rythme annuel de croissance le plus fulgurant dans les annales statistiques ; toutefois, ce rythme élevé de croissance s'explique essentiellement par le rebond du secteur dans la foulée des incendies forestiers de 2016 en Alberta. Nous nous attendons à un ralentissement de la croissance du volume des exportations dans les prochains 18 à 24 mois. Même si la production augmente, les goulets d'étranglement dans le transport du brut en raison de la capacité tendue de transport par oléoduc (lire notre rapport [ici](#)) ont réduit le prix que touchent les producteurs et ont creusé le rabais de prix sur le pétrole canadien dans l'Ouest par rapport au repère du WTI. Bien que les exportations par chemin de fer puissent alléger certaines contraintes d'emport dans l'Ouest canadien, les exportations de brut repoussent les limites de la capacité ferroviaire au Canada, ce qui nuit à l'exportation d'autres produits : ainsi les exportations de canola et de blé ont inscrit de brusques chutes en glissement mensuel en février en raison de l'offre insuffisante de wagons et de locomotives.

LE RISQUE QUI PÈSE SUR L'ALÉNA A BEAU SE DISSIPER, LA RENÉGOCIATION EST LOIN D'ÊTRE TERMINÉE

L'administration américaine semble depuis peu impatiente de conclure un accord de principe sur un pacte renégocié et modernisé de l'ALÉNA, et il se peut qu'un pacte préliminaire soit annoncé dans les prochaines semaines ou les prochains mois. Cette impatience récente semble s'expliquer en partie par la volonté du représentant américain au Commerce (RAC) de montrer que l'on progresse avec le Canada et le Mexique dans la renégociation de l'ALÉNA en prévision de l'échéance du 1^{er} mai afin de proroger les exemptions auxquelles ces pays ont droit au titre des sanctions tarifaires des États-Unis sur l'acier et l'aluminium. Ce nouveau sentiment d'urgence dans la renégociation de l'ALÉNA pourrait aussi s'expliquer par la volonté du RAC de se consacrer aux conflits commerciaux avec la Chine, qui ne cessent de se multiplier. Pour annoncer un accord de principe dans la renégociation de l'ALÉNA, il faudrait probablement que les trois parties fassent preuve d'un peu plus de souplesse, en misant sur les progrès récents accomplis dans la révision des règles d'origine dans le secteur de l'automobile. Les révisions très modestes apportées à l'Accord de libre-échange États-Unis-Corée (KORUS), considérées comme une victoire par la Maison-Blanche à la fin de mars, laissent toutefois entendre que la barre est désormais moins haute qu'on le supposait auparavant pour ce qui est de la satisfaction du président américain à l'endroit d'un pacte révisé sur l'ALÉNA.

La menace de l'imposition de sanctions tarifaires américaines sur l'acier et l'aluminium canadiens (et mexicains) si on ne s'entend pas sur l'ALÉNA d'ici la fin d'avril, n'est qu'un discret moyen de coercition pour obliger à conclure les pourparlers. À lui seul, le Canada intervient pour environ 16 % dans les importations d'acier américaines et 45 % dans les importations d'aluminium des États-Unis (graphique 7), qui soit auraient du mal, soit ne

Graphique 6


pourraient pas remplacer ces importations en s'en remettant à eux-mêmes, ni à court, ni à moyen terme. C'est pourquoi les États-Unis devraient probablement continuer d'importer l'acier et l'aluminium canadiens en apportant des changements relativement modestes, ce qui laisse entendre que le fardeau des sanctions tarifaires imposées reviendrait essentiellement à l'industrie et aux consommateurs américains.

Lorsqu'on annoncera un accord de principe, il restera énormément de travail à faire pour conclure les négociations et faire ratifier le pacte final dans les trois pays. Ainsi, selon les formalités du Congrès américain, il faudrait compter au moins 195 jours pour faire adopter la ratification par scrutin si, dans l'ensemble, les révisions apportées au pacte sont modestes ; si les changements sont plus importants, il faudrait compter au moins 285 jours avant qu'un scrutin soit convoqué. Dans un cas comme dans l'autre, le compteur du Congrès ne se mettra en marche que lorsque l'accord final — et non un accord de principe — aura été conclu parmi les négociateurs des trois pays.

Le Canada et le Mexique devront faire fructifier très judicieusement leurs nouveaux pouvoirs de négociation dans les pourparlers de l'ALÉNA. Les incertitudes qui planent sur l'ALÉNA continueront probablement de peser sur l'activité économique canadienne au moins jusqu'à ce qu'on annonce la conclusion d'un accord préliminaire. Or, ces incertitudes ne seront pas complètement dissipées tant qu'on ne s'entendra pas sur la version finale de l'ALÉNA et qu'on ne l'aura pas ratifiée — et cette ratification devra presque certainement attendre 2019, malgré l'impatience actuelle du représentant américain au Commerce d'avancer plus rapidement. Puisque l'horizon de l'ALÉNA s'éclaircit, le taux de croissance du PIB réel canadien pourrait augmenter de 10 points de base en 2018 (tableau 2).

BAISSE DES RISQUES À COURT TERME ET INTENSIFICATION DES RISQUES À LONG TERME

Depuis nos dernières *Prévisions mondiales* trimestrielles, les risques immédiats pour l'économie canadienne sont restés nuancés. Pour l'heure, les données très préliminaires laissent entendre que le quasi-plein emploi sur les marchés du travail au Canada paraît absorber les hausses récentes des salaires minimums, alors que ces coups de pouce donnés aux revenus viennent probablement améliorer les finances des ménages en transformant l'extrémité inférieure de la fourchette de la répartition des salaires. Dans le même temps, la pression dans certains secteurs des marchés du logement les plus fébriles au Canada a commencé à s'amenuiser, alors que la hausse de l'endettement des ménages a pour sa part commencé à se tasser puisque les Canadiens s'adaptent au durcissement des normes hypothécaires et réévaluent leur tolérance à l'endettement créé par les dépenses de consommation.

Le discours américain sur l'ALÉNA est également devenu plus constructif : l'offensive récente pour conclure rapidement les pourparlers constitue une bonne nouvelle pour le Canada, puisqu'elle laisse probablement entendre que l'effet de douche des incertitudes liées à l'ALÉNA se tempérera et que les révisions qui seront apportées au pacte seront relativement minimalistes. Les mesures de relance budgétaire procycliques adoptées aux États-Unis comme au Canada viennent elles aussi étayer encore la croissance, mais au détriment, éventuellement, d'une intervention plus vigoureuse des banques centrales des deux pays, ce qui est généralement le vecteur de la fin des périodes d'expansion très prolongées. L'évolution rapide des affrontements commerciaux entre les États-Unis et la Chine pourrait dénouer la synchronisation de la croissance mondiale au moment même où elle prenait racine.

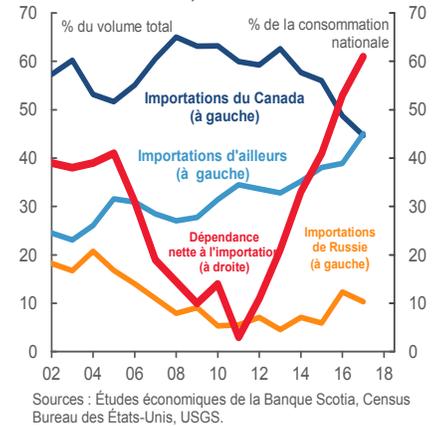
Par contre, les perspectives à moyen terme du Canada se sont légèrement assombries. L'économie ouverte du Canada est largement tributaire du commerce, et les sanctions tarifaires de riposte que s'échangent les États-Unis et la Chine, même si elles se dénouent rapidement, comme elles l'ont fait auparavant, pourraient ralentir plus rapidement que nous l'avions déjà prévu la croissance économique du Canada. Le [Modèle de probabilité de récession](#) des Études économiques de la Banque Scotia laisse entendre que la faible probabilité d'une récession au Canada à l'heure actuelle augmentera sensiblement d'ici 2021, lorsque les retombées des mesures de relance budgétaire actuelles des États-Unis sur le Canada se seront dissipées.

Les réformes fiscales américaines ont éliminé les avantages fiscaux offerts par le Canada aux entreprises par rapport aux États-Unis, tandis que le gouvernement fédéral et les gouvernements provinciaux ont adopté un ensemble de réformes d'intérêt public à long terme axées sur une plus grande durabilité environnementale et une meilleure inclusion sociale — notamment la hausse des salaires minimums, le durcissement des règles sur l'équité salariale, la tarification du carbone et les processus d'approbation de projets plus vastes — qui pourraient ensemble faire du Canada une destination relativement plus compliquée pour les investisseurs et pour les entreprises par rapport aux États-Unis. L'attrait du Canada comme destination pour l'investissement étranger direct semble se ternir depuis 2015, puisque l'investissement s'est réduit de près de moitié pour passer de 58 G\$ CA en 2015 à 31 G\$ CA en 2017. Le fléchissement de l'investissement de l'étranger dans l'énergie et l'exploitation minière explique une grande partie de la baisse, puisque la volatilité des cours du pétrole, de concert avec l'incertitude qui règne sur l'environnement réglementaire et l'infrastructure d'exportation du secteur, semble miner la confiance des investisseurs dans la réalisation de projets qui réclament d'entrée de jeu de lourds investissements en immobilisations. Les apports dans le secteur manufacturier se sont eux aussi nettement ralentis en 2016 et pendant la plus grande partie de 2017, peut-être en raison des inquiétudes commerciales, même s'ils ont remonté vers la fin de l'an dernier.

La compétitivité représente plus que la somme d'une baisse des impôts et de la permissivité des politiques ; or, le Canada devra probablement faire davantage, dans les années à venir, pour renchérir l'ensemble des caractéristiques qui en font une destination attrayante pour les investisseurs et pour les travailleurs.

Graphique 7

Les États-Unis comptent sur les exportations d'aluminium, surtout du Canada



Les provinces

- L'Alberta la Colombie-Britannique devraient continuer de mener la croissance jusqu'en 2019. Selon les prévisions, toutes les provinces inscriront des gains cette année et en 2019, même si seulement deux provinces seront épargnées par le ralentissement de la tendance prévu après le regain de 2017.
- Pour une deuxième année de suite, les provinces prévoient, pour l'exercice 2017-2018 (EF18), un déficit global inférieur à 10 G\$ CA (0,4 % du PIB). Les Budgets du printemps prévoient un déficit combiné qui pourrait atteindre 17 G\$ CA pour l'EF19, en attendant les résultats des élections cette année en Ontario, au Nouveau-Brunswick et au Québec.

ESSOR SOUTENU

Pour les trois grandes provinces productrices de pétrole du Canada, on s'attend à un coup de pouce important grâce aux gains considérables prévus cette année pour les cours du WTI et du Brent et à l'augmentation plus modérée des cours du bitume Western Canadian Select. On suppose toutefois qu'au moins deux des trois grands projets d'oléoduc — la remise en état de la Ligne 3 et le Trans Mountain Expansion ou le Keystone XL — iront de l'avant comme prévu. Dans l'ensemble, les sept autres provinces amorcent 2018 sur une progression plus rapide que leurs taux tendanciels sous-jacents, malgré les contraintes de capacité qui se font jour. Dans ces provinces, la part des chômeurs à plus long terme a glissé pour atteindre des niveaux qu'on n'avait pas vus depuis 2012 (graphique 1), et la fraction des travailleurs à temps partiel à la recherche d'un emploi à temps plein en 2017 a atteint un creux jamais vu depuis la récession.

Dans l'ensemble des sept provinces consommatrices de pétrole, la création d'emplois devrait se ralentir dans les deux prochaines années par rapport au rythme vigoureux atteint en 2017. Puisque la croissance se modère, il faudra du temps pour absorber le bond des postes à temps plein, qui a frôlé ou dépassé les 2,0 % dans six provinces l'an dernier. La hausse des salaires, mesurée dans plusieurs enquêtes, semble prendre de la vitesse dans les zones de plus forte croissance, en raison des pénuries de main-d'œuvre dans certains cas. Dans le centre du Canada, les taux de chômage se situent à des creux historiques. Le repli des salaires en 2015-2016 en Alberta et en Saskatchewan, qui a pesé sur les moyennes nationales au début de 2017, est en train de s'infléchir. La tendance haussière des salaires minimums s'est accentuée, en raison de la progression dans les deux chiffres dans les quatre plus grandes provinces depuis la fin de 2016 et de l'indexation annuelle dans un certain nombre d'autres provinces, ce qui porte les hausses constantes graduelles. Les gains de l'emploi dans les secteurs d'activité dans lesquels les salaires sont élevés, par exemple les services professionnels, scientifiques et techniques, où les salaires hebdomadaires se situaient à 38 % de plus que la moyenne de toutes les industries en 2017, dynamisent également les revenus des ménages, et l'emploi a augmenté dans neuf provinces (graphique 2).

Dans les derniers mois, l'inflation des prix à la consommation de base a monté dans l'Île-du-Prince-Édouard, en Nouvelle-Écosse, au Manitoba et en Colombie-Britannique, et à l'exception du Manitoba, les services sont une source fréquente de hausse des prix. Dans les prochains trimestres, dans les régions où la croissance est supérieure à la tendance, la hausse de l'inflation devrait diminuer le pouvoir d'achat réel de l'accroissement des salaires. Sectoriellement, les mises en chantier qu'on n'attendait pas aussi nombreuses l'an dernier, ainsi que l'investissement massif dans les infrastructures vient muscler les coûts de construction des immeubles d'appartements, hormis les prix des terrains (graphique 3).

Un léger ralentissement caractérise nos prévisions sur la consommation et le logement dans la plupart des provinces, en raison des nouvelles restrictions hypothécaires, de la modération dans la création d'emplois, du fardeau de la dette et de la hausse des taux d'intérêt. Pour la

RENSEIGNEMENTS

Mary Webb

416.866.4202

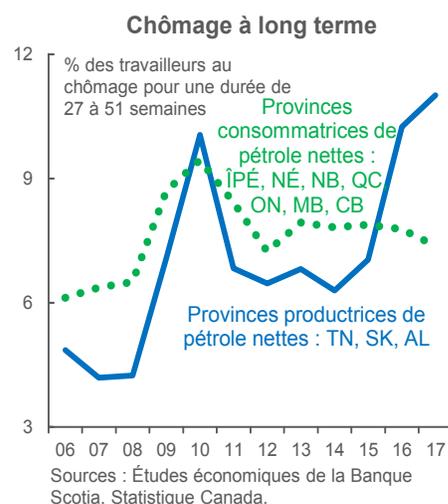
Études économiques de la Banque Scotia
mary.webb@scotiabank.com

Marc Desormeaux

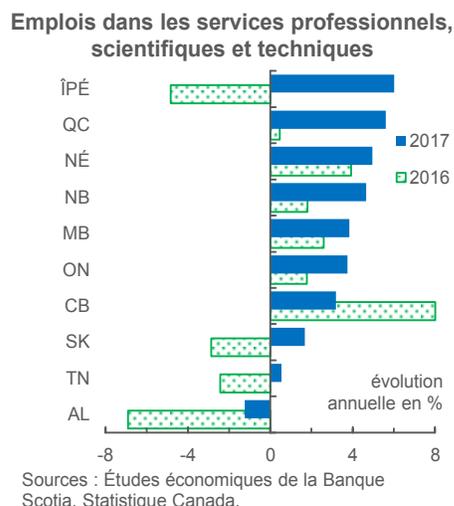
416.866.4733

Études économiques de la Banque Scotia
marc.desormeaux@scotiabank.com

Graphique 1



Graphique 2



première fois dans les annales, six des provinces essentiellement consommatrices de pétrole ont comptabilisé en 2017 une croissance de plus de 6 % des ventes au détail, progression qui est probablement insoutenable. Les ventes unitaires de véhicules automobiles devraient baisser dans sept provinces cette année et l'an prochain (tableau 1) alors que l'activité moins vigoureuse sur le marché du logement devrait endiguer les dépenses consacrées aux autres biens durables. Les statistiques à la hausse pour 2017, par exemple l'accroissement du nombre de visiteurs étrangers dans sept provinces, confirment la croissance tendancielle des recettes touristiques. Le dollar canadien, qui devrait s'établir à une moyenne d'environ 0,80 \$ (US) ainsi que les différents investissements dans le tourisme régional, déjà réalisés ou en cours, devraient porter les autres gains.

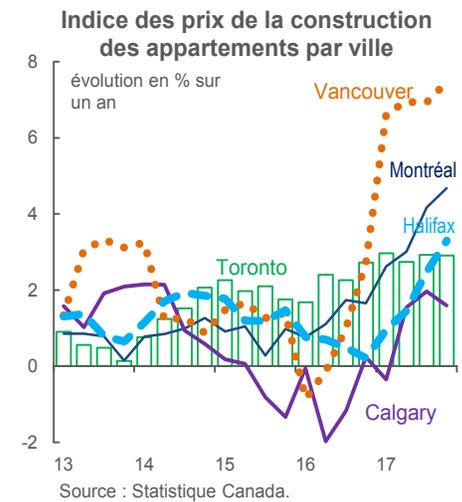
On s'attend à ce que les problèmes d'accessibilité des prix des logements perdurent dans les plus grandes villes de la Colombie-Britannique et dans le Grand Golden Horseshoe en Ontario. Toutefois, on prévoit un meilleur équilibre sur les marchés du logement dans la plupart des autres régions, puisque les options abordables d'accès à la propriété et les taux d'inoccupation des logements à louer s'établissent généralement à un seuil de 3 % ou plus, ce qui indique que l'offre répond à la demande. En Nouvelle-Écosse, un regain dans la construction d'habitations multifamiliales explique 55 % des mises en chantier de logements des trois dernières années, ce qui vient transformer la silhouette d'Halifax et laisser un parc immobilier suffisant pour faire baisser les mises en chantier provinciales à moins de 4 000 logements par an jusqu'en 2019. À Québec, les prix moyens des transactions résidentielles n'ont quasiment pas bougé depuis 2013, tandis que Montréal a constaté un bond de 5,5 % des prix des logements en 2017, en raison de la forte création d'emplois dans les RMR et de l'allègement considérable de l'impôt sur le revenu des particuliers au Québec. Les parcs de logements achevés et invendus, qui augmentent depuis la correction des prix des produits de base en 2014, restent élevés à Calgary, à Edmonton et à Saskatoon et, dans une moindre mesure, à Regina. Cette offre devrait ralentir la construction de résidences neuves et limiter les gains de prix, malgré le raffermissement de la demande de logements.

La reprise projetée de l'investissement des entreprises cette année se concentrera parmi les provinces consommatrices de pétrole et dans la machinerie et l'équipement (ME). Selon l'enquête de Statistique Canada sur les intentions d'investissement dans les immobilisations, les achats nominaux de ME ont rebondi de 4,2 % pour les provinces essentiellement consommatrices de pétrole (graphique 4). Ce chiffre pourrait bien sous-estimer la hausse finale en raison des contraintes de capacité déclarées, en particulier dans le centre du Canada et en Colombie-Britannique, et des perspectives prévues sur les marchés. Le relèvement attendu de l'investissement dans la ME dans les provinces consommatrices de pétrole est corroboré par le pic atteint à la fin de 2017 dans les importations de machinerie industrielle et par le bond, l'an dernier, des commandes et des livraisons intérieures de machinerie.

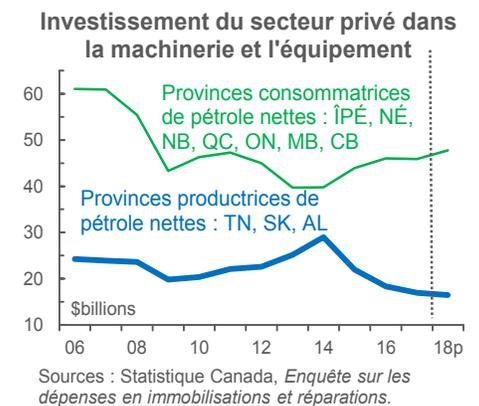
Il est improbable que les investissements des entreprises dans les trois provinces productrices de pétrole, après trois années de baisse substantielle, commencent à reprendre le terrain perdu avant 2019-2020. Bien que l'on s'attende à ce que les achats de ME de ces provinces se stabilisent dans la prochaine année et à ce que l'exploration pétrogazière traditionnelle dans l'Ouest canadien reste vigoureuse, la construction de nouvelles installations d'extraction de sables bitumineux est plus limitée après les récentes et fortes augmentations de capacité et l'achèvement du quatrième gisement pétrolier extracôtier de Hebron, à Terre-Neuve-et-Labrador. Hormis le secteur pétrogazier, la construction non résidentielle devrait progresser cette année dans des secteurs comme la construction de bâtiments commerciaux, les oléoducs et les services publics.

En 2018 comme en 2017, les exportations nettes devraient porter la reprise des trois provinces productrices de pétrole. Leurs importations seront limitées par leurs timides projets d'investissement commercial alors que leur production pétrolière continuera de monter, malgré un certain ralentissement par rapport aux gains de l'an dernier. Pour ce qui est des exportations de produits non énergétiques, la Colombie-Britannique devrait continuer de profiter de ses liens étroits avec l'Asie (graphique 5), et l'Accord économique et commercial global avec l'Union européenne ouvre des perspectives à toutes les régions. En Ontario, les exportations nettes pèsent sur la croissance. Puisque la vigueur des dépenses intérieures de cette province fait augmenter ses importations, la baisse de 7,5 % prévue dans le domaine du montage des véhicules automobiles dérogera aux gains attendus dans des secteurs comme la machinerie.

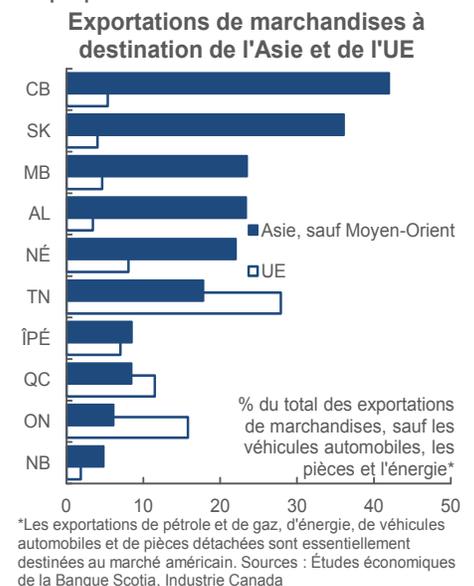
Graphique 3



Graphique 4



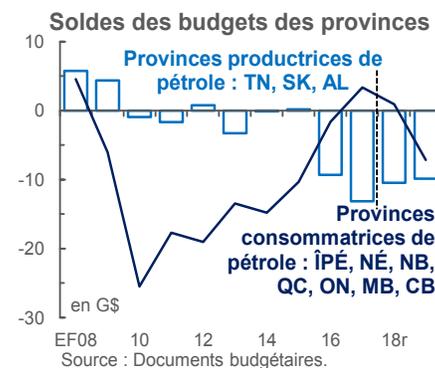
Graphique 5



DIVERGENCE POTENTIELLE DANS LES PARCOURS BUDGÉTAIRES DES PROVINCES

Le creusement du déficit global des provinces dans l'EF19 est essentiellement attribuable aux excédents budgétaires plus modestes de la Colombie-Britannique et du Québec et au déficit de 6,7 G\$ CA de l'Ontario, même si les prochaines élections dans le centre du Canada pourraient modifier les prévisions (graphique 6). Les trois provinces productrices de pétrole continuent de réduire leur déficit, qui devrait s'être amélioré, selon les prévisions, de 3 G\$ CA (-25 %) depuis l'EF17. Cette année, les nouvelles priorités budgétaires portent sur l'amélioration de la disponibilité et de l'abordabilité des soins offerts aux enfants, l'accroissement de l'offre de logements locatifs à prix moindres, la consolidation des efforts d'attraction et de rétention des immigrants et la promotion de l'innovation, en plus de la participation de chaque région aux supergrappes industrielles sélectionnées par Ottawa pour les océans, l'intelligence artificielle, l'industrie manufacturière de pointe, les industries des protéines et la technologie numérique. La hausse des frais d'amortissement et d'intérêt issue, depuis plusieurs années consécutives, du relèvement des impératifs d'investissement dans les infrastructures et de rémunération des employés, après une longue période d'austérité, fait partie des défis à relever.

Graphique 6


Tableau 1

Les provinces	(variation annuelle en %, sauf indication contraire)											
	CA	NL	PE	NS	NB	QC	ON	MB	SK	AB	BC	
PIB réel												
2000–16	2,1	2,5	1,7	1,3	1,2	1,7	2,0	2,3	2,0	2,7	2,8	
2016	1,4	1,9	2,3	0,8	1,2	1,4	2,6	2,2	-0,5	-3,7	3,5	
2017e	3,0	-1,5	2,2	1,6	1,4	2,8	2,9	2,3	1,9	4,3	3,5	
2018p	2,2	0,5	1,8	1,4	1,0	2,1	2,1	2,0	1,8	2,5	2,6	
2019p	2,1	1,2	1,6	1,0	0,7	1,9	2,0	1,8	2,0	2,3	2,4	
PIB nominal												
2000–16	4,2	5,6	4,2	3,4	3,3	3,6	3,8	4,4	5,3	5,9	4,5	
2016	2,0	2,6	4,0	2,8	3,6	2,7	4,3	2,3	-4,0	-4,9	4,8	
2017e	5,3	3,1	4,0	3,2	3,0	4,2	5,1	4,0	4,8	7,6	5,6	
2018p	4,5	3,6	3,6	3,1	2,7	4,0	4,5	3,9	3,8	5,3	4,8	
2019p	4,5	4,5	3,6	2,9	2,4	4,1	4,4	3,6	4,3	5,3	4,8	
Emploi												
2000–16	1,3	0,8	1,0	0,6	0,4	1,3	1,3	0,9	1,1	2,3	1,4	
2016	0,7	-1,5	-2,3	-0,4	-0,1	0,9	1,1	-0,4	-0,9	-1,6	3,2	
2017	1,9	-3,7	3,1	0,6	0,4	2,2	1,8	1,7	-0,2	1,0	3,7	
2018p	1,3	-0,8	1,5	0,5	0,3	1,5	1,5	0,6	0,4	1,5	1,6	
2019p	1,0	-0,5	0,8	0,2	0,1	0,8	1,0	0,6	0,6	1,1	1,2	
Taux de chômage (%)												
2000–16	7,1	14,3	11,2	8,8	9,6	8,0	7,1	5,1	5,0	5,1	6,6	
2016	7,0	13,4	10,7	8,3	9,5	7,1	6,5	6,1	6,3	8,1	6,0	
2017	6,3	14,8	9,8	8,4	8,1	6,1	6,0	5,4	6,3	7,8	5,1	
2018p	5,8	14,9	9,9	8,2	8,0	5,5	5,5	5,3	5,8	7,0	4,8	
2019p	5,7	15,0	10,0	8,0	8,0	5,4	5,4	5,2	5,7	6,9	4,8	
Mises en chantier de logements (en milliers d'unités)												
2000–16	199	2,6	0,7	4,3	3,5	44	71	5,1	5,2	34	28	
2016	198	1,4	0,6	3,8	1,8	39	75	5,3	4,8	25	42	
2017	220	1,4	0,9	4,0	2,3	46	79	7,5	4,9	29	44	
2018p	208	1,3	0,9	3,8	2,1	42	77	6,3	5,0	28	42	
2019p	196	1,3	0,8	3,8	2,1	38	71	6,3	5,0	30	38	
Ventes de véhicules automobiles (en milliers d'unités)												
2000–16	1 657	29	6	48	38	413	635	47	45	216	180	
2016	1 949	33	9	54	44	458	807	55	51	220	218	
2017	2 041	33	9	59	42	453	847	62	56	245	235	
2018p	2 000	32	8	58	40	445	821	61	56	248	231	
2019p	1 950	30	8	56	39	434	791	60	56	250	226	
Soldes budgétaires, exercice terminé le 31 mars (en M\$ CA)												
2000–16*	-2 803	-93	-38	-30	-153	-768	-5 115	-142	307	1 064	319	
2016	-987	-2 206	-13	-13	-261	2 191	-3 515	-839	-1 520	-6 442	811	
2017	-17 770	-1 148	-1	150	-119	2 361	-991	-764	-1 218	-10 784	2 737	
2018p**	-19 400	-812	1	134	-115	850	642	-726	-595	-9 066	151	
2019p	-15 100	-683	1	29	-189	0	-6 704	-521	-365	-8 802	219	

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Statistique Canada, SCHL et Document budgétaires. Manitoba : EF04–FF16; Alberta : EF05–EF16. ** EF18 et EF19 du fédéral et des provinces : Documents budgétaires. EF 19 du gouvernement fédéral : sans le rajustement du risque de 3,0 G\$.

États-Unis

- Les fortes hausses des dépenses fédérales autorisées pour 2018 et 2019 mettront un terme à une séquence de huit années au cours desquelles la politique budgétaire a, dans l'ensemble, apporté une maigre contribution nette à la croissance. De concert avec les récentes baisses d'impôts, le relèvement des dépenses constituera une importante mesure de relance budgétaire pour l'économie américaine, qui connaît tardivement un solide regain dans une période prolongée d'expansion.
- Les risques viennent toujours de l'économie intérieure. Dans l'ensemble, la léthargie de l'épargne publique et privée viendra probablement creuser davantage les déficits commerciaux, et il pourrait devenir plus difficile, pour la Maison-Blanche, de brandir à nouveau le spectre d'une guerre commerciale avec la Chine.

LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE S'ÉCHAUFFE ALORS QUE LES QUERELLES COMMERCIALES S'INTENSIFIENT

À Washington, les récentes décisions d'intérêt public ont ranimé les préoccupations de l'époque Reagan et Bush à propos de la multiplication des « doubles déficits » des États-Unis, en raison de l'assouplissement de la politique budgétaire intérieure et du creusement des écarts dans le compte courant externe. Dans la foulée de la réforme fiscale de décembre et de la hausse des dépenses de l'ordre de 300 G\$ US sur les deux prochaines années en vertu de la Loi sur le budget bipartisan de février, le déficit fédéral américain est appelé à se creuser pour passer de 3,4 % du PIB en 2017 à 4,7 % du PIB en 2019. Après huit années au cours desquelles la politique budgétaire américaine a apporté à la croissance une contribution marginale ou négative, c'est le gouvernement qui interviendra pour le cinquième de la croissance américaine (graphique 1). L'initiative planifiée pour les infrastructures par la Maison-Blanche pourrait constituer une autre mesure de relance.

Toujours est-il que nos prévisions pour la croissance réelle ont été rognées par rapport à la projection des *Tables de prévisions* de mars, qui passe de 2,7 % en 2018 à 2,6 % pour l'ensemble de l'année, puisque nous nous attendons à ce que les consommateurs prennent une légère pause au début de 2018. La croissance est révisée à la hausse en 2019, de 2,2 % à 2,4 %, lorsque se produiront les effets des baisses d'impôts et des hausses de dépenses. En 2018 et 2019, la croissance est légèrement amoindrie par le creusement du déficit commercial américain, puisque les mesures de relance budgétaire devraient, dans l'ensemble, permettre à la croissance des dépenses de consommation de devancer l'épargne globale.

Dans une économie qui s'échauffe déjà, l'ensemble des mesures de relance budgétaire substantielles et des nouvelles sanctions tarifaires sur une part importante des produits importés de la Chine et sur les fournisseurs étrangers d'acier et d'aluminium laisse entrevoir une multiplication des pressions qui pèseront sur les prix — ce qui obligera encore plus la Fed à continuer de relever ses taux. Rien que pour les fondamentaux, le *Modèle macroéconomique mondial de la Banque Scotia* (MMMBS), que nous avons lancé l'an dernier et dont il est question dans nos *Perspectives à long terme*, permet d'entrevoir un parcours des taux qui cadre avec les messages en pointillé du FOMC en mars. Nous avons cependant décidé de ne pas changer nos prévisions sur le relèvement des taux américains et nous continuons de penser qu'il y aura deux autres hausses de 25 points de base en 2018, suivies d'encore deux autres en 2019, ce qui porterait le taux des fonds fédéraux à seulement 2,75 % à la fin de 2019 (tableau 1). Cette décision s'explique par deux faits majeurs de la conjoncture : le récent durcissement de la conjoncture financière sur les marchés des capitaux (qui font une partie du travail de la Fed) et l'intensification des risques pour la croissance de l'économie américaine et de l'économie mondiale en raison du ton qui monte, sur les politiques commerciales, entre les États-Unis et la Chine. Nous justifions notre point de vue par une analyse plus fouillée dans le texte *Politique monétaire et marchés des capitaux* dans les *Perspectives mondiales*.

Pour les États-Unis, les risques proviennent toujours de l'économie intérieure. L'approche capricieuse de la Maison-Blanche en matière de politique commerciale, de concert avec les fortes mesures de

RENSEIGNEMENTS

Brett House, VP et économiste en chef adjoint
416.863.7463

Études économiques de la Banque Scotia
brett.house@scotiabank.com

Carlos Gomes

416.866.4735

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

Juan Manuel Herrera

416.866.6781

Études économiques de la Banque Scotia
juanmanuel.herrera@scotiabank.com

René Lalonde

416.862.3174

Études économiques de la Banque Scotia
rene.lalonde@scotiabank.com

Nikita Perevalov

416.866.4205

Études économiques de la Banque Scotia
nikita.perevalov@scotiabank.com

Adrienne Warren

416.866.4315

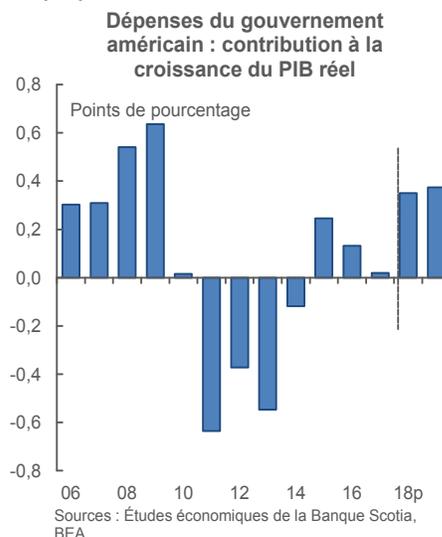
Études économiques de la Banque Scotia
adrienne.warren@scotiabank.com

Mary Webb

416.866.4202

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

Graphique 1



relance budgétaire de Washington dans une économie en fin de cycle qui n'en a pas besoin, porte les marques d'erreurs stratégiques qui freinent généralement les périodes d'expansion de longue durée.

LE SOLIDE MARCHÉ DE L'EMPLOI PORTE LA PROGRESSION CONSTANTE DES DÉPENSES DES MÉNAGES

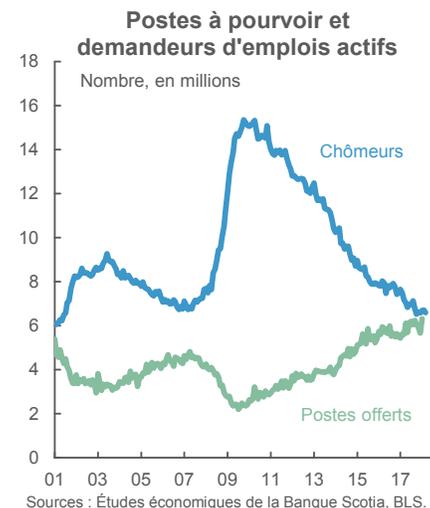
Les consommateurs américains ont pris une légère pause au début de 2018, après s'être engagés dans une mini folie dépensière pour terminer l'année 2017. Les solides fondamentaux, dont le vigoureux marché de l'emploi et les bilans assainis des ménages, laissent entendre que cette récente pause sera de courte durée. La confiance des consommateurs culmine à un sommet sans précédent depuis 17 ans, et les projets d'achats majeurs restent élevés. Dans l'ensemble, on prévoit que la croissance des dépenses réelles des consommateurs progressera de 2,6 % en 2018, ce qui sera égal à la progression des deux années précédentes, avant de se ralentir à 2,4 % en 2019.

La croissance de l'emploi aux États-Unis s'est légèrement modérée au début de 2018, mais reste solide grâce à des gains d'emplois qui s'établissent à une moyenne d'un peu plus de 200 000 nouveaux postes chaque mois. Les gains de l'embauche se sont généralisés dans l'ensemble des industries des biens et des services du secteur privé. Le rythme global de l'embauche devrait se faire plus discret cette année en raison de la conjoncture de plus en plus tendue sur le marché du travail. Le taux de chômage s'inscrit toujours à un creux de 4,1 % en 17 ans — ce qui est inférieur à la fourchette à long terme de la Réserve fédérale, soit 4,2 %-4,8 %. Les demandes d'indemnités de chômage sont proches d'un creux jamais vu depuis 50 ans.

Les comptes rendus sur les pénuries de main-d'œuvre se généralisent de plus en plus. Le nombre de postes créés a atteint 6,3 millions en janvier, soit 4,1 % de l'ensemble des postes offerts; il s'agit de la plus forte part dans les annales depuis 2001. La hausse du nombre de postes à pourvoir suit désormais de près la baisse du nombre d'Américains au chômage et en quête de travail (graphique 2). Ce qui est de bon augure, c'est que la vigueur de l'embauche commence à réattirer dans la population active les travailleurs découragés. Le taux de participation des travailleurs dans la force de l'âge de travailler a augmenté pour s'établir à 82,0 % au T1 de 2018, ce qui est sans précédent depuis 2010 et ce qui est supérieur à un creux cyclique de 80,7 % en 2015 (graphique 3).

La tendance de la croissance des salaires s'est fortifiée et devrait s'accélérer cette année en raison du quasi-plein-emploi sur le marché du travail. Le pouvoir d'achat des ménages est rehaussé par les augmentations des salaires minimums dans de nombreux États et par les baisses d'impôts qui ont commencé à se mettre en place au début de février 2018. Les baisses d'impôts favorisent disproportionnellement les ménages dont les revenus sont supérieurs et qui ont une moins forte propension à dépenser, ce qui devrait réduire l'impact macroéconomique de ces baisses. Dans le même temps, certains ménages à faibles revenus et à revenus moyens

Graphique 2



Graphique 3



Tableau 1

Prévisions trimestrielles pour les États-Unis	2017		2018				2019			
	T3	T4	T1e	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Économique										
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	3,2	2,9	2,2	2,6	2,5	2,5	2,4	2,3	2,1	2,1
PIB réel (variation annuelle en %)	2,3	2,6	2,8	2,7	2,6	2,5	2,5	2,4	2,3	2,2
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	2,0	2,1	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
Indice de référence (variation annuelle en %)	1,7	1,7	1,9	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Financier										
Euro (EUR/USD)	1,18	1,20	1,23	1,25	1,28	1,30	1,30	1,33	1,35	1,35
Livre sterling (GBP/USD)	1,34	1,35	1,40	1,40	1,42	1,47	1,48	1,48	1,50	1,50
Yen - Japon (USD/JPY)	113	113	106	108	110	110	110	110	108	105
Fed Funds Rate (limite supérieure, %)	1,25	1,50	1,75	1,75	2,00	2,25	2,25	2,50	2,50	2,75
Bon du Trésor à 3 mois (%)	1,04	1,38	1,70	1,85	2,05	2,30	2,30	2,55	2,60	2,80
Obligation du Trésor à 2 ans (%)	1,48	1,88	2,27	2,40	2,55	2,70	2,80	2,95	3,00	3,05
Obligation du Trésor à 5 ans (%)	1,93	2,21	2,56	2,65	2,75	2,90	2,95	3,00	3,10	3,15
Obligation du Trésor à 10 ans (%)	2,34	2,40	2,74	2,85	2,95	3,00	3,05	3,10	3,15	3,25
Obligation du Trésor à 30 ans (%)	2,86	2,74	2,97	3,00	3,15	3,20	3,25	3,30	3,35	3,40

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

pourraient supporter une hausse des primes d'assurance santé en raison de l'élimination du mandat fédéral individuel en vertu de la nouvelle loi fiscale, ce qui pourrait avoir pour effet de distraire certaines dépenses discrétionnaires.

LA VIGUEUR DES FINANCES DES MÉNAGES FORTIFIE LA CONFIANCE

La solidité des bilans des ménages vient elle aussi relancer la confiance et les dépenses. Malgré l'alourdissement de la dette, la progression de l'évaluation des propriétés et de la valorisation sur les marchés boursiers a porté la valeur nette des ménages à un niveau encore supérieur et sans précédent, qui représente en moyenne presque sept fois le revenu disponible en date du T4 de 2017. En supposant un effet de richesse de 3 cents par dollar, la hausse de 7 200 G\$ US de la valeur nette des ménages américains l'an dernier a pu renchérir de plus d'un point de pourcentage la hausse annuelle des dépenses de consommation en 2017. Le propriétaire d'une maison moyenne a gagné presque 13 000 \$ US sur la valeur nette de son logement l'an dernier.

Les frais de remboursement de la dette par rapport au revenu disponible sont proches d'un creux sans précédent; ils ont toutefois probablement atteint un plancher puisque les taux d'intérêt se remettent à monter. Le relèvement de la croissance des revenus a permis de consolider le taux d'épargne, qui avait plongé à un creux, sans précédent depuis dix ans, de 2,5 % à la fin de 2017, mais qui a par la suite remonté à plus de 3 %. Les taux de défaillance sur les prêts sont faibles, même s'ils ont légèrement remonté pour certains types de crédit.

L'ACCROISSEMENT DES DIFFICULTÉS DE L'ACCÈS À LA PROPRIÉTÉ

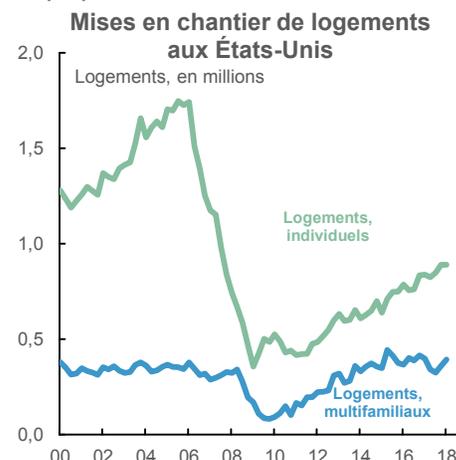
Les fondamentaux de la demande de logements aux États-Unis, dont la forte croissance de l'emploi, le faible taux de chômage et la hausse des revenus, continuent essentiellement de porter le marché. Les milléniaux vieillissent et commencent à acheter des propriétés, ce qui fait monter le taux d'accès à la propriété pour la première fois depuis l'effondrement du marché du logement en 2007. Les établissements de crédit continuent d'alléger graduellement les normes hypothécaires.

Or, la progression des ventes de logements reste atonique. Les acheteurs potentiels sont aux prises avec une pénurie chronique d'inscriptions, qui frappe en particulier les maisons les plus accessibles. Le parc de logements existants à vendre a plongé à son plus creux depuis au moins 35 ans. La disette d'inscriptions à prix moindre maintient à environ 30 % la part des primo-accédants dans l'ensemble des ventes de logements, par rapport à un niveau typique de l'ordre de 40 %. Les ventes dans le haut de gamme ont été exceptionnelles; elles ont toutefois pu être ralenties par les nouvelles règles fiscales, qui ont abaissé les déductions au titre des taux d'intérêt et de l'impôt foncier. La National Association of Realtors (NAR) estime que 5 % à 6 % environ des propriétaires de logements sont touchés par les nouveaux plafonds.

Dans l'ensemble, la hausse des taux hypothécaires et des prix des maisons, qui progressent au double environ du rythme de la croissance des salaires, donne lieu à un effritement graduel de l'accessibilité des prix des logements. Le taux hypothécaire fixe sur 30 ans a augmenté de presque 50 points de base depuis le début de l'année pour atteindre un sommet sans précédent depuis le début de 2014. La hausse des taux hypothécaires vient aussi réduire la demande des « acheteurs de logements plus chers », ce qui pourrait asphyxier l'offre nouvelle de logements existants inscrits.

Les mises en chantier de logements aux États-Unis devraient monter à 1,26 million cette année, puis à 1,30 million en 2019, contre 1,20 million en 2017. Malgré la reprise qui se poursuit, le niveau global de la construction d'habitations unifamiliales reste nettement inférieur aux tendances historiques, en raison des pénuries de main-d'œuvre et de la hausse du coût des terrains et de la construction. Les mises en chantier d'habitations multifamiliales ont fortement rebondi après la récession de 2008-2009; or, elles semblent avoir atteint leur pic pour le cycle actuel, sur fond de ralentissement de la demande locative et de la hausse du nombre de logements construits (graphique 4).

Graphique 4



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

Tableau 2

États-Unis	2000-16	2016	2017	2018p	2019p
	(variation annuelle en %, sauf indication contraire)				
PIB réel	1,9	1,5	2,3	2,6	2,4
Dépenses de consommation	2,4	2,7	2,8	2,6	2,4
Investissement dans le secteur résidentiel	-0,4	5,5	1,8	2,3	2,1
Investissements des entreprises	2,3	-0,6	4,7	5,1	2,8
Gouvernement	1,0	0,8	0,1	2,1	2,2
Exportations	3,6	-0,3	3,4	3,3	2,5
Importations	3,4	1,3	4,0	4,8	3,2
PIB nominal	3,9	2,8	4,1	4,7	4,5
Indice implicite du PIB	2,0	1,3	1,8	2,0	2,1
Indice des prix à la consommation	2,2	1,3	2,1	2,4	2,4
IPC de base	2,0	2,2	1,8	2,2	2,3
Bénéfices des sociétés avant impôts	5,5	-2,1	4,4	2,7	0,5
Emploi	0,7	1,8	1,6	1,4	1,1
Taux de chômage (en %)	6,2	4,9	4,4	4,0	3,9
Solde des paiements courants (en G\$ US)	-507	-452	-466	-554	-612
Balance commerciale (en G\$ US)	-673	-753	-811	-908	-982
Solde budgétaire fédéral (en G\$ US)	-150	-585	-665	-812	-990
pourcentage du PIB	-1,0	-3,1	-3,4	-4,0	-4,7
Mises en chantier (en millions)	1,27	1,17	1,20	1,26	1,30
Ventes de véhicules motorisés (en millions)	15,5	17,5	17,1	17,4	17,3
Production industrielle	0,6	-2,0	1,6	2,8	1,1
Pétrole WTI (\$ US/baril)	63	43	51	65	68
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	4,94	2,55	3,02	2,80	2,85

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

PERSPECTIVES NUANCÉES POUR LA CONSTRUCTION NON RÉSIDENIELLE

Les dépenses privées dans la construction non résidentielle progressent à un rythme modéré. La forte demande d'établissements d'entreposage et de distribution porte l'expansion de la construction commerciale, et dans les projets de transport privés, notamment les améliorations aéroportuaires, l'investissement est en forte hausse. Sur le marché des bureaux, l'activité devrait rester plus discrète, en raison du nombre élevé de locaux construits et puisqu'on s'attend à un ralentissement de la croissance de l'emploi, du fait du quasi-plein-emploi sur le marché du travail américain. L'investissement des cadences de capacité de fabrication devrait ouvrir la voie à une légère reprise de la construction industrielle en 2018-2019.

ESSOR GÉNÉRALISÉ DU SECTEUR DES SERVICES

Dans le secteur des services, l'activité — qui représente environ 70 % de la production et de l'emploi aux États-Unis — progresse à un rythme presque sans précédent depuis 10 ans (graphique 5). La reprise est généralisée. Le renforcement de la confiance des entreprises et des investissements porte la demande de services professionnels, scientifiques et techniques; l'expansion soutenue de la capacité de commerce électronique des détaillants américains dynamise les secteurs de l'entreposage et du transport; enfin, le vieillissement de la population accélère la demande de services dans le domaine des soins de santé. Parmi les 18 industries qui font l'objet de l'enquête d'ISM sur les entreprises non manufacturières, seulement deux secteurs se contractent : les arts, le divertissement et les loisirs d'une part et, d'autre part, l'hôtellerie et la restauration.

Dans ces deux derniers secteurs, la léthargie pourrait s'expliquer, du moins en partie, par l'anémie chronique du tourisme international. Ralenties par la vigueur du dollar et les nouvelles restrictions imposées aux voyageurs, les visites de touristes étrangers aux États-Unis dans les trois premiers trimestres de 2017 ont baissé de 4 % sur un an, ce qui a entraîné la reprise généralisée du tourisme mondial. L'an dernier, l'Espagne a devancé les États-Unis au deuxième rang des pays les plus visités dans le monde.

ACCÉLÉRATION DANS L'INDUSTRIE

Aux États-Unis et partout ailleurs dans le monde, l'activité industrielle continue de prendre de la vitesse et la reprise de l'emploi manufacturier s'étend à l'ensemble du territoire américain. La production industrielle, qui a monté de plus de 4 % sur un an au début de 2018, ce qui représente son meilleur rendement depuis 2011, porte l'emploi manufacturier à son rythme le plus fulgurant sur un an depuis les vingt dernières années. En fait, la croissance du nombre d'employés salariés dans le secteur manufacturier américain l'emporte actuellement sur l'ensemble de la croissance de l'emploi aux États-Unis, ce qu'on n'avait pas vu depuis que l'économie mondiale venait à peine de se rétablir de l'effondrement économique d'il y a dix ans (graphique 6).

Les nouvelles commandes de biens industriels continuent de progresser à un rythme encore plus rapide que la production, aux États-Unis comme partout ailleurs dans le monde, ce qui laisse entrevoir une nouvelle accélération de la production industrielle et de la croissance de l'emploi manufacturier dans les prochains mois. Par exemple, les nouvelles commandes de biens manufacturés aux États-Unis ont bondi de 6,6 % sur un an au début de 2018, et la progression est encore plus forte partout en Europe, puisque les commandes augmentent de plus de 9 % sur un an.

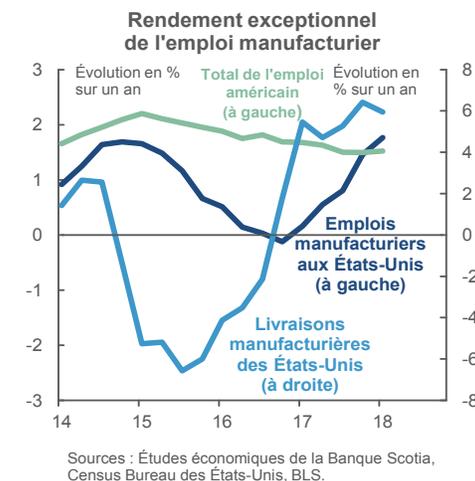
Le secteur économiquement vulnérable des ressources reste lui aussi à l'avant-garde de la croissance de l'emploi et des commandes avec l'accélération de la croissance économique américaine. Les nouvelles commandes de métaux et de produits transformés montent constamment de plus de 10 % sur un an depuis mai 2017, et la croissance de l'emploi du secteur progresse au double du rythme de la croissance générale de l'emploi. Il s'agit du rendement le plus exceptionnel du secteur des ressources depuis les premiers mois de 2012, ce qui confirme que l'activité économique générale continue de prendre de la vitesse, aux États-Unis comme presque partout ailleurs dans le monde.

Dans la haute technologie, la demande reste elle aussi vigoureuse, comme en fait foi le bond de 36 % sur un an des commandes de semi-conducteurs aux États-Unis jusqu'à la fin de février 2018 et des gains de plus de 22 % sur un an partout dans le monde. Il s'agit de la plus forte poussée de croissance de la demande depuis le début de 2011; cette reprise est étayée par l'accélération de l'investissement des entreprises. Récemment, les dépenses consacrées aux produits de haute technologie ont monté aux États-Unis pour atteindre le rythme de croissance le plus fulgurant des dix dernières années, ce qui énergise la croissance de l'emploi dans le secteur des ordinateurs et du matériel périphérique, dont la cadence est la plus forte dans les annales. Les États-Unis représentent environ 20 % des dépenses mondiales dans le secteur de la haute technologie.

Graphique 5



Graphique 6



ACCÉLÉRATION DE L'INVESTISSEMENT DES ENTREPRISES

Aux États-Unis, l'investissement des entreprises « tourne à plein régime » : les dépenses de machinerie et d'équipement ont progressé de 9 % sur un an au T4 de 2017, avant même la récente réforme de la fiscalité des entreprises aux États-Unis, qui permet de mieux traiter les dépenses en immobilisations. La croissance des commandes de biens d'équipement de base, indicateur de l'investissement des entreprises, a encore pris de la vitesse dans les premiers mois de 2018, grâce à une augmentation de plus de 2,5 points de pourcentage des cadences d'exploitation dans l'année écoulée. Prépondérant en capitaux, le secteur de la haute technologie inscrit le plus fort taux d'utilisation de la capacité de tout le secteur manufacturier, puisque les constructeurs d'ordinateurs et de matériel périphérique tournent à 97 % de leur capacité, même après le récent bond de la production et de l'embauche dans la dernière année. Toutefois, dans l'ensemble, les cadences d'exploitation de l'industrie manufacturière ont bondi de 2,5 points de pourcentage sur un an jusqu'en février, même en excluant la technologie, ce qui constitue une conjoncture favorable pour l'investissement des entreprises.

LES GRANDES MESURES DE RELANCE BUDGÉTAIRE RÉÉTALONNENT LES PERSPECTIVES AMÉRICAINES

La Loi sur le budget bipartisan de 2018 autorise, pour les exercices 2018 et 2019, des dépenses fédérales qui débordent atypiquement le cadre d'une récession ou d'un conflit mondial. Cette loi met un terme à la tendance qui dure depuis huit ans et selon laquelle les dépenses publiques apportent une contribution modeste ou négative au PIB réel. Les dépenses fédérales devraient l'emporter largement sur la croissance minimale des dépenses réelles attendue de la part des États et des administrations locales, ce qui fera monter la contribution globale du gouvernement à la croissance du PIB réel, qui passera de 0,1 à 0,35 point de pourcentage dans l'année civile 2018 et à environ 0,4 point de pourcentage en 2019. Le plan d'infrastructures à long terme devrait être prioritaire dans l'ordre du jour des travaux du Congrès américain après les élections de mi-mandat en novembre et constituera une nouvelle mesure de relance budgétaire procyclique pour l'économie américaine.

Ces dépenses supplémentaires, de concert avec la réforme de la fiscalité des contribuables et des entreprises aux États-Unis, donnent un coup de pouce budgétaire moyen d'un demi-point de pourcentage à la croissance du PIB réel américain cette année et l'an prochain. La réaction projetée de la croissance à ces mesures de relance globales massives serait plus importante si la reprise économique américaine n'était pas déjà bien avancée. Puisque l'écart de production des États-Unis est comblé, les mesures de relance devraient justifier les nouvelles hausses de taux de la Fed, prévues dans le tableau 1 et expliquées dans la section [Politique monétaire et marchés des capitaux](#).

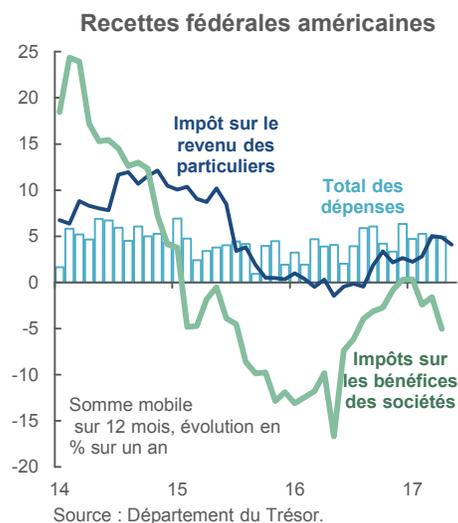
D'ici l'exercice 2019, l'ensemble de ces mesures de relance devrait porter le déficit fédéral américain à 1 000 G\$ US (soit environ 4,75 % du PIB), ce qui représente essentiellement le double du déficit budgétaire de 2015 de 438 G\$ US (2,4 % du PIB). La tendance discrète dans l'encaissement des recettes fiscales fédérales constatée durant l'exercice 2016-2017, et qui pourrait s'expliquer par la gestion des recettes en prévision des avantages de la réforme fiscale, semble se résorber (graphique 7), grâce au relèvement de la croissance économique. Durant le deuxième semestre de l'exercice 2018, on s'attend à un certain impact, sur les recettes, de la révision des barèmes des retenues d'impôt sur le revenu des particuliers, en vigueur depuis la mi-février, et en raison de l'allègement du fardeau fiscal des revenus accrédités et des bénéfices des sociétés américaines. Alors que les administrations des États américains se dépêchent dans l'analyse de l'impact de la réforme fiscale fédérale sur leur définition du revenu imposable et des déductions et exemptions admises, les projets de budget des États pour l'exercice 2019 laissent jusqu'à maintenant entrevoir de légères hausses des dépenses réelles, en partie pour des raisons d'assurance, pendant que les programmes fédéraux continuent d'évoluer.

LE DÉFICIT COMMERCIAL SE CREUSE ENCORE À CAUSE DE LA HAUSSE DES DÉPENSES ET DES MESURES DE RELANCE BUDGÉTAIRE

L'an dernier, les exportations de biens américains ont crû comme jamais depuis 2011 même si le déficit commercial du pays continue de se creuser alors que la croissance des importations a dépassé celle des exportations pour la quatrième année consécutive. Le déficit commercial sur les biens des États-Unis atteindra probablement un sommet sans précédent dans les prochains trimestres, puisque les mesures de relance budgétaire américaines dynamiseront la demande de biens étrangers. Or, les sanctions tarifaires imposées par l'administration américaine sur différents produits pourraient restreindre des importations dans certains secteurs. Les exportations américaines pourraient elles aussi être fragilisées si les pays touchés par les sanctions ripostent en imposant leurs propres sanctions sur les biens américains. La Chine a annoncé des mesures commerciales en réaction i) aux sanctions tarifaires américaines sur l'acier et l'aluminium et ii) aux sanctions tarifaires américaines sur des exportations de 50 G\$ US de la Chine à destination des États-Unis. La Maison-Blanche a menacé de sanctionner encore 100 G\$ US d'importations de la Chine, ce qui donnera sans doute lieu à des mesures de rétorsion de la part de Beijing, même si les commentaires plus récents laissent entrevoir la possibilité d'un compromis.

Les pressions sur la capacité se multiplient dans le secteur industriel américain : exprimée en dollars, les livraisons manufacturières ont atteint un record en janvier. Les entreprises américaines devraient relever leurs dépenses pour répondre à la demande toujours aussi vigoureuse du secteur des ménages, dans une conjoncture économique marquée par un regain d'optimisme, ce qui obligera probablement à accroître les importations de matières premières et intermédiaires, ainsi que de machinerie industrielle — ce qui contredit directement les objectifs de la Maison-Blanche de comprimer le déficit commercial américain.

Graphique 7



LA CROISSANCE DE L'OFFRE DE TITRES DE DETTE DE L'ÉTAT POURRAIT OBLIGER À ACCROÎTRE LA PARTICIPATION ÉTRANGÈRE

Les achats officiels nets de bons du Trésor américain (BTA) par les institutions officielles se réorientent pour atteindre des niveaux positifs après un dénouement massif des positions qui s'est amorcé à la fin de 2014. Les acheteurs étrangers, officiels et privés, ont été les clients les plus importants des BTA en 2017. L'émission accrue des titres en raison du creusement des déficits et la volonté de reconstituer les soldes de liquidités, de concert avec l'allègement du bilan de la Fed, devraient accroître considérablement l'offre nouvelle de titres de dette commercialisables du Gouvernement américain sur les marchés (exception faite des positions de la Fed) dans les années à venir, surtout après 2020.

Les nouvelles hausses de la participation étrangère sur le marché des BTA, qui s'établit aujourd'hui à 52 % environ du total des BTA détenus par des intérêts privés (en baisse par rapport à un niveau proche de 60 % en 2014), seront probablement nécessaires — puisque les tensions commerciales sont venues remettre en question l'activité projetée de la Chine sur le marché des bons du Trésor. La multiplication des tensions géopolitiques pourrait toutefois attirer les investisseurs en quête de valeurs sûres.

Les achats étrangers de titres de dette des sociétés américaines se sont stabilisés depuis la fin de 2014, tandis que les acquisitions nettes de titres boursiers américains sont sorties du territoire négatif au milieu de 2016, puisque les indices des marchés boursiers aux États-Unis ont fait beaucoup mieux que leurs pendants ailleurs dans le monde en 2017. Le discours protectionniste pourrait éloigner les investisseurs internationaux des titres boursiers américains et des investissements directs aux États-Unis, surtout dans les secteurs dans lesquels les investisseurs étrangers détiennent de fortes positions sur les chaînes d'approvisionnement intégrées vulnérables aux mesures de rétorsion des autres pays en réaction à la politique commerciale.

Le creusement attendu du déficit du compte courant américain réclamera aussi un financement supplémentaire de l'étranger. Même si la politique officielle américaine attise les conflits commerciaux avec d'autres pays, les choix de la politique intérieure sont appelés à rendre les secteurs public et privé américains plus tributaires du capital étranger. Les marchés du crédit pourraient toutefois se désengorger lorsque l'offre plus vaste de BTA sur le marché viendra relever les taux du marché.

LES RISQUES DE L'ÉCONOMIE INTÉRIEURE

Puisque l'économie américaine semble vouloir amorcer en mai la deuxième séquence d'expansion la plus longue dans les annales dans ce pays, les principales menaces qui se dressent contre la continuité de la reprise proviennent essentiellement des choix de la politique intérieure. Alors que le monde entier s'habitue à parler de « croissance mondiale synchronisée », une des sources essentielles de cette synchronisation est sur le point de se « désynchroniser ».

La décision de Washington de muscler les mesures de relance budgétaire grâce à la réforme fiscale, à l'augmentation des dépenses budgétaires et à d'autres investissements dans les infrastructures risque d'induire à la fois un durcissement des conditions financières sur les marchés et d'amener la Fed à décider de dénouer plus rapidement ses mesures de conciliation monétaire. Dans l'ensemble, la libéralisation de la politique budgétaire et le durcissement de la politique monétaire dans une économie déjà en surchauffe accroissent considérablement le risque d'une erreur stratégique qui pourrait mettre inutilement un terme à la longue « embellie » de croissance modérée et d'inflation modérée.

L'approche adoptée par la Maison-Blanche dans la réforme des relations commerciales des États-Unis avec leurs principaux partenaires commerciaux représente un danger potentiellement plus grand pour l'économie américaine comme pour l'économie mondiale. Le conflit commercial qui couve avec la Chine pourrait facilement s'étendre à d'autres circuits économiques. Si les États-Unis donnent suite à leur menace d'imposer des sanctions tarifaires sur une valeur pouvant atteindre 150 G\$ US d'importations chinoises environ, les mesures de rétorsion de Beijing pourraient alors s'appliquer à toutes les importations chinoises provenant des États-Unis. Dans ces affrontements marqués par la surenchère, la Chine ne pourrait plus exercer de « représailles » qui lui permettraient d'imposer d'autres sanctions, alors que les États-Unis auraient imposé de nouvelles sanctions au tiers seulement de leurs importations chinoises.

Beijing pourrait alors décider d'intensifier les barrières commerciales non tarifaires et privilégier les entreprises non américaines dans ses marchés publics. En définitive, l'éventail des options de Beijing est limité à la fois par la demande chinoise de produits industriels, technologiques et agricoles américains et par l'obligation de préserver un environnement concurrentiel parmi les fournisseurs de la Chine. Beijing pourrait aussi réduire ses achats de bons du Trésor américain, ce qui pourrait durcir encore les conditions financières aux États-Unis en relevant les taux d'intérêt; or, la marge de manœuvre de la Chine est également limitée sous cet angle. Les occasions permettant de remplacer les titres libellés en dollar US d'autres pays par des BTA sont très rares; par conséquent, la décision de limiter les achats de BTA ou de réduire les positions sur ces titres pourrait induire une appréciation de la monnaie chinoise et rendre les exportations de la Chine moins concurrentielles. La Chine pourrait aussi *accroître* ses achats de BTA afin de dévaluer le RMB par rapport au dollar US, ce qui risque toutefois d'accélérer la déstabilisation de la sortie des capitaux.

La marge de manœuvre dont dispose la Maison-Blanche dans son affrontement avec la Chine est aussi probablement réduite par les entreprises du secteur privé et l'électorat, par exemple le secteur de l'agriculture, dont les débouchés seraient amoindris et dont les coûts des intrants seraient augmentés du fait de la réciprocité des sanctions tarifaires avec la Chine. Pour tenir compte de ces intérêts, les sénateurs et les représentants américains pourraient décider de s'opposer au renouvellement automatique, attendu le 1^{er} juillet, du pouvoir de promotion du commerce (PCC) en vigueur depuis 2015. La perte du PCC ou l'imposition de restrictions plus lourdes dans son application pourraient compliquer la ratification des révisions à apporter à l'ALÉNA si ces révisions ne sont pas adoptées avant la fin de juin.

Bien que Washington et Beijing soient aux prises avec des contraintes dans la poursuite d'une guerre commerciale, il y a un danger, puisqu'entre-temps, ces contraintes, qui pourraient ne pas être exécutoires, pourraient causer beaucoup de tort à l'économie mondiale et au système du commerce international.

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

- Les prévisions pour la politique de la Réserve fédérale en 2018-2019 n'ont pas changé. On s'attend à deux autres hausses cette année et à encore deux autres l'an prochain.
- Les autres changements de taux directeurs de la Banque du Canada sont décalés par rapport au cycle prévisionnel précédent. Nous nous attendons à deux nouvelles hausses sur le S2 de 2018, puis à trois l'an prochain.
- Nos prévisions restent favorables à un nouvel aplanissement de la courbe des rendements au Canada comme aux États-Unis (graphiques 1, 2 et 3 et tableau 1), et nous continuons de nous attendre à ce que les taux directeurs canadiens restent beaucoup plus avantageux par rapport aux bons du Trésor.

BANQUE DU CANADA – UN PARCOURS INCERTAIN VERS UN DÉNOUEMENT INCERTAIN

Les prévisions internes de la Banque Scotia prévoient deux autres hausses de taux au S2 de 2018, sur le parcours qui nous mènera à un taux de 2,5 % d'ici la fin de 2019.

Il faut tenir compte de trois grandes catégories d'incertitudes :

- Premièrement, il faut estimer le point final définitoire ou le taux neutre pour le durcissement de la politique monétaire à long terme, ce qui viendra également éclairer la mesure dans laquelle le taux directeur pourrait être appelé à être rajusté cumulativement.
- Deuxièmement, il faut évaluer les fondamentaux d'une conjoncture stable, aujourd'hui comme demain, pour savoir dans quel délai ce point final pourrait être atteint. Nous allons commenter brièvement ces considérations; toutefois, nous invitons également le lecteur à consulter la section consacrée au Canada dans ces *Perspectives mondiales*, qui porte sur l'évolution réelle de la conjoncture.
- Troisièmement, il faut évaluer les risques de la politique commerciale et de la conjoncture géopolitique, qui pourraient continuer de déroger à l'ensemble des fondamentaux d'une conjoncture stable et au cadre de la stabilité financière de manière à éclairer le parcours des taux directeurs.

1. Le taux neutre comme fil directeur

On doit d'abord se demander où se trouve le point final du parcours du taux directeur qui met en équilibre les risques inflationnistes à plus long terme gravitant autour de la cible de 2 % comme point milieu de la fourchette des taux directeurs de 1 %–3 %. Le taux neutre corrigé de l'inflation existe en théorie à l'intersection de l'horizon temporel où le PIB réel est égal au PIB potentiel, ce qui indique qu'il n'y a aucun relâchement pendant que l'économie évolue selon la cible inflationniste de 2 % de la BdC. On pourrait faire valoir qu'en comblant les écarts, nous nous trouvons déjà, par définition, au point d'équilibre, de sorte que la politique monétaire accuse du retard sur la courbe de l'inflation. Cette évolution pourrait être contrecarrée par l'incertitude qui règne pour ce qui est de savoir si l'économie pourra tourner longtemps au point d'atteindre un relâchement réduit ou nul malgré les risques divers pour la demande et l'offre de l'équation du relâchement. Il se pourrait aussi que des considérations indépendantes de ce relâchement fassent monter l'inflation, et on relève des interrogations importantes quant à la durabilité des données inflationnistes actuelles. Nous reviendrons sur ces dernières interrogations; mais pour l'instant, penchons-nous sur l'estimation du taux neutre même.

Le taux neutre se situe probablement dans la moitié inférieure de la fourchette publiée par la BdC; or, nous attendons des indications actualisées de la part de la BdC au moment d'écrire ces lignes.

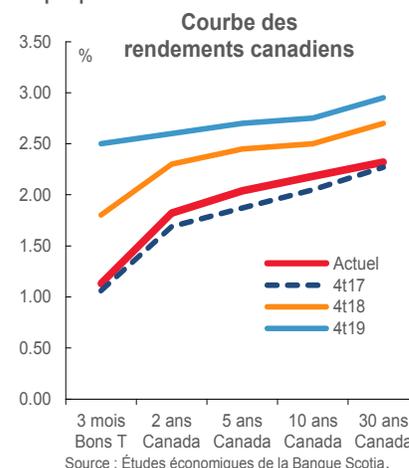
RENSEIGNEMENTS

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

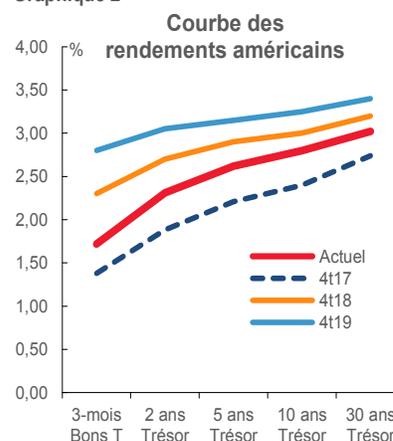
416.863.7707

Études économiques de la Banque Scotia
derek.holt@scotiabank.com

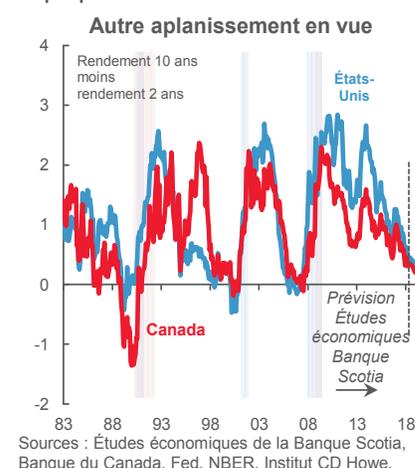
Graphique 1



Graphique 2



Graphique 3



[Ce document](#) publié l'automne dernier a renforcé l'estimation modifiée d'avril lorsque la BdC a réduit son taux directeur neutre corrigé de l'inflation pour le ramener dans une fourchette de 0,5 %–1,5 %, ce qui représentait 25 points de base de moins qu'en avril 2016 et 50 points de base de moins par rapport à son estimation précédente de 1 %–2 % en 2014 (veuillez cliquer [ici](#)). Corollairement, une cible inflationniste de 2 % se traduit par le taux directeur neutre nominal compris entre 2,5 % et 3,5 %, avec un point milieu de l'ordre de 3 %. Un taux neutre inférieur pourrait s'expliquer par les incertitudes de la demande, par exemple les risques qui pèsent sur la politique commerciale mondiale, qui viennent malmener le mieux-être et la productivité dans le bilan de la croissance à plus long terme.

Le point milieu actuel de 3 % de la BdC correspondrait ou pourrait même être légèrement supérieur à l'estimation révisée de 2,9 % du Federal Open Market Committee (FOMC). Le Canada peut-il adopter un taux directeur neutre au niveau de celui de la Fed, voire supérieur, surtout si on commence à se pencher sur la moitié supérieure de la fourchette? Cela paraît peu plausible puisque corollairement, cette interrogation laisse en partie entendre que les perspectives de croissance à long terme du Canada seraient probablement égales ou supérieures à celles de l'économie américaine. Les États-Unis, qui ont une masse de capitaux plus importante et probablement moins d'obstacles internes qui se dressent contre l'évolution du capital et de la main-d'œuvre, pourraient donc, à terme, continuer de bien réussir dans l'intégration des technologies nouvelles, ce qui relève le taux de croissance non inflationniste à long terme des États-Unis à un niveau supérieur à celui du Canada et, par le fait même, ce qui vient relever le taux directeur neutre des États-Unis par rapport au taux canadien.

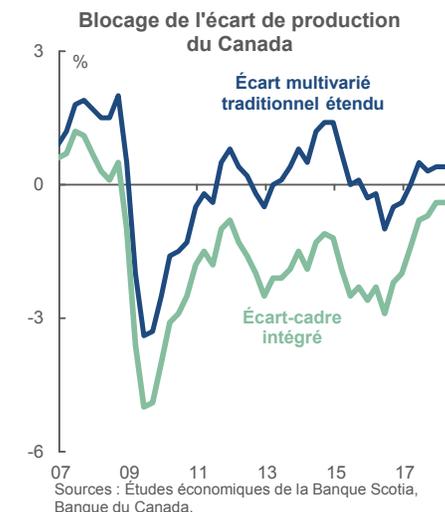
Le mystère sera bientôt résolu. Le sous-gouverneur de la BdC, Tim Lane, a récemment fait savoir que « nous présenterons une évaluation plus complète de la croissance de la production potentielle, ainsi que du taux d'intérêt neutre, dans le *Rapport sur la politique monétaire* d'avril. » Décider d'établir des hausses de taux et, ainsi, de maintenir les mesures de relance existantes pour une plus longue durée constitue un risque éclairé par l'hésitation à atteindre trop rapidement le taux neutre compte tenu de la réaction limitée du taux directeur, implicite dans une crise éventuelle qui serait causée par une estimation aussi faible. L'accélération des hausses de taux pour atteindre le taux neutre comporte des incidences incertaines sur les risques de la stabilité financière, en les amplifiant à plus court terme, mais aussi en inculquant une plus grande rigueur dans les décisions financières ultérieures du marché. La question de la fixation du taux neutre revêt donc une importance décisive pour éclairer la prise en compte des risques, en aval et sur le sommet de la courbe des taux canadiens. Au taux directeur actuel de 1,25 % et à un taux neutre éventuel de 2,5 %–2,75 %, la conjoncture monétaire est détendue, sans toutefois l'être outrageusement, ce qui apporte à la BdC une certaine marge de manœuvre dans l'exploration des risques du taux directeur à plus court terme. Toujours est-il qu'il est raisonnable d'émettre des réserves sur une tendance pour les banques centrales à revoir les objectifs des taux directeurs chaque année, ce qu'elles ont l'habitude de faire depuis peu. La possibilité de prévoir la croissance potentielle à long terme — et le taux neutre par le fait même — est très limitée d'abord et avant tout; il faut donc commencer par fixer le taux neutre et le revoir rarement.

2. Les fondamentaux d'une conjoncture stable

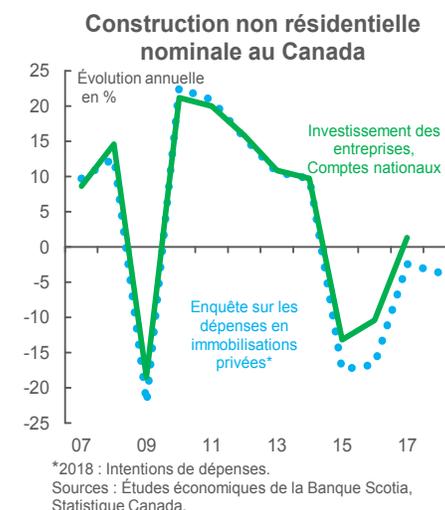
Deuxièmement, il faut évaluer les fondamentaux actuels et prévisionnels. Tenons compte des points suivants.

Les écarts de production servent d'indice d'un relâchement et annoncent simultanément qu'il n'y a guère plus de marge de manœuvre pour la croissance sans augmenter la pression inflationniste, tout en conseillant la prudence dans les étapes suivantes immédiates (graphique 4). En moyenne, les deux écarts de production de la BdC sont essentiellement fermés; or, les mesures n'ont pas beaucoup évolué dans les trois derniers trimestres au cours desquels la croissance a atteint en moyenne un rythme trimestriel d'environ 1 %. À mon avis, la BdC a largement minimisé le fait qu'il n'y a aucune pression importante sur le cadre de ses écarts de production puisqu'elle a plutôt choisi de mettre l'accent sur les taux de croissance de l'année complète, qui ne tiennent pas compte des arguments sur la vitesse que prend la croissance. Toujours est-il que nous prévoyons toujours un nouveau durcissement graduel des contraintes de capacité, ce qui veut dire que la BdC pourrait avoir une raison de s'abstenir d'intervenir afin de réévaluer son analyse des pressions qui pèsent sur le relâchement; or, nous pensons que de légères pressions se feront jour à nouveau.

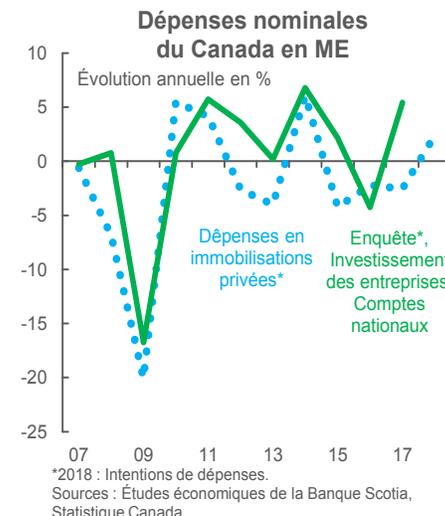
Graphique 4



Graphique 5



Graphique 6



La conjoncture de l'investissement est incertaine; toutefois, une masse de capital en expansion viendrait atténuer les risques de hausse de l'inflation par une expansion de l'offre selon les estimations du PIB potentiel, en données constantes, alors que le contraire se vérifie également. À ce jour, on a constaté un rebond assez vigoureux de l'investissement des entreprises par rapport à l'an dernier; or, les intentions récentes des investisseurs ont été anémiques, notamment parce que l'investissement dans l'énergie se stabilise et que l'ALÉNA et d'autres risques pour le commerce mondial inquiètent les administrateurs de sociétés (graphiques 5 et 6). Toujours est-il que M. Lane a récemment résumé ce qu'en pense la BdC : « [...] bien qu'il soit encore trop tôt pour savoir à quel point l'économie crée une production potentielle supplémentaire, les solides données publiées la semaine dernière sur l'investissement sont encourageantes. » M. Poloz, gouverneur de la BdC, a bien résumé l'influence de cette affirmation sur la réflexion de la BdC : « La banque a conclu qu'il y a toujours une marge d'offre potentielle inexploitée dans l'économie, ce qui est important, puisque cela signifie que le Canada pourrait être en mesure de produire une meilleure croissance économique, d'étendre son économie, et par le fait même, d'accroître le revenu par habitant, sans faire monter l'inflation. »

Ce qui n'est sans doute guère étonnant, c'est que le bouclage de ce relâchement fait peser une pression à la hausse sur la moyenne des trois indicateurs de l'inflation selon la tendance centrale (graphique 7). Selon l'IPC de synthèse et les indicateurs de la tendance centrale, la BdC atteint déjà sa cible inflationniste. Il y a de très bonnes raisons (à la fois durables et transitoires) qui expliquent que les mesures de la tendance centrale aient pu s'accélérer pour atteindre la cible. Le modèle de la courbe de Phillips de M. René Lalonde, de la Banque Scotia, a assez bien réussi à prévoir la hausse graduelle de l'inflation de base dans la dernière année (graphique 8). On s'attend à ce que l'économie entre dans une conjoncture dans laquelle la demande sera légèrement excédentaire (graphique 9). L'inflation de base a augmenté un peu plus rapidement que prévu récemment, probablement pour des raisons transitoires (veuillez cliquer [ici](#) pour prendre connaissance de l'analyse). La BdC cible une fourchette inflationniste de 1 %–3 %; or, on ne sait pas vraiment si l'économie basculera vraiment dans le territoire de la demande globale excédentaire, ce qui ferait peser des risques sur l'extrémité supérieure de la fourchette cible de l'inflation. Nous ne prévoyons pas qu'il en sera ainsi; toutefois, nos prévisions intègrent cette année un léger durcissement du taux directeur et des effets décalés sur l'inflation.

La vigueur des marchés du travail coïncide avec l'amélioration de la croissance des salaires. La mesure privilégiée de la BdC est l'indicateur commun des salaires (veuillez cliquer [ici](#)). Bien qu'on n'ait pas publié régulièrement cet indicateur, deux de ses composants ont augmenté considérablement ces derniers temps, notamment la mesure plus fortement pondérée issue de l'enquête sur les salaires et qui est diaboliquement volatile (graphique 10). Une partie de cette accélération est probablement transitoire et témoigne de l'impact des hausses du salaire minimum dans plusieurs provinces et des autres hausses qui se produiront d'ici la fin de l'année. Il y a d'autres facteurs de hausse

Graphique 7

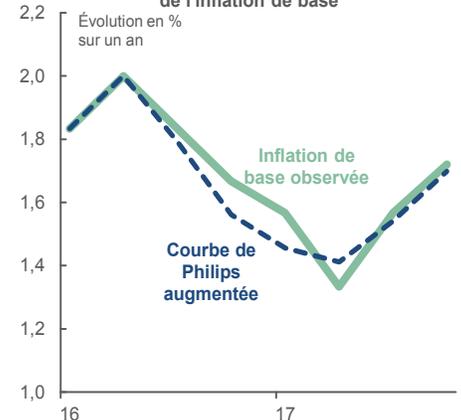
Inflation « de base » moyenne



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

Graphique 8

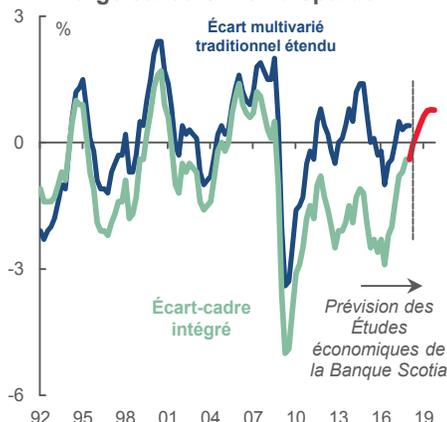
Simulation dynamique de l'inflation de base



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

Graphique 9

Marge canadienne : disparue !



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

Graphique 10

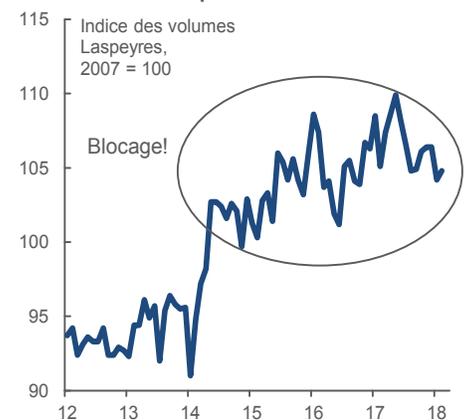
Croissance des salaires au Canada



*Salaires horaires pondérés des employés salariés et horaires. Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Statistique Canada.

Graphique 11

Volumes des exportations canadiennes



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

éventuellement transitoires, dont l'élimination de la désinflation antérieure des salaires en raison du choc des produits de base. Toujours est-il que le creux sur le marché du travail continue de s'amenuiser, ce qui devient une justification plus durable pour une éventuelle inflation des salaires.

Or, la BdC n'est pas seulement préoccupée par la croissance. Elle l'est aussi par la composition de la croissance au cœur de la rotation tant espérée qui affranchit l'économie d'une dépendance excédentaire à l'endroit de l'inflation des marchés du logement et des dépenses de consommation et qui lui permet de miser sur des sources plus constructives de croissance et de niveaux de vie à plus long terme, notamment les exportations et l'investissement. À ce titre, il y a eu très peu de progrès inscrits dans la durée (graphique 11).

Une combinaison de risques prospectifs et d'évaluations rétrospectives de facteurs constitue pour le crédit une conjoncture qu'il est difficile d'évaluer. Certaines mesures – comme l'indice de haut rendement canadien de Bloomberg – restent très élevées. D'autres mesures comme la croissance du crédit des ménages ne sont guère utiles, à notre avis. Il est logique de s'attendre à une croissance du crédit par rapport à la solidité du marché le printemps dernier (graphique 12). Sur un mois, on ne peut guère tirer de conclusion puisque les données hypothécaires portent sur la zone morte qu'on appelle l'hiver canadien. Quoiqu'il en soit, la croissance de l'encours des soldes hypothécaires comptabilisés rend compte des décisions adoptées après les approbations préalables et les engagements de taux arrêtés à la fin de 2017. Bien qu'il n'y ait encore aucune information publique sur l'évolution de la saison du printemps, les approbations préalables constituent des données essentielles. Les données sur les hypothèques comptabilisées ne feront que rendre compte de ce qui s'est produit au printemps au moment où l'été battra son plein. Entre autres, il est prématuré de se demander si les établissements de crédit distincts des banques pourront combler le vide.

3. Les dérogations prévisionnelles

La troisième question concerne l'ALÉNA et d'autres risques géopolitiques. Dans la mesure où cette conjoncture éclaire les risques de la politique de la BdC, il n'y a guère de données qui laisseraient entendre, au moment d'écrire ces lignes, que la BdC devrait décider de réduire considérablement son jugement prévisionnel négatif par rapport à ses perspectives à cause des incertitudes qui pèsent sur l'ALÉNA ou sur les politiques commerciales mondiales. La situation pourrait changer brusquement dans un sens ou dans l'autre. De part et d'autre, on a la volonté de négocier, ce qui fait pencher la balance des probabilités vers le côté plus constructif des prévisions. Or, des divergences importantes perdurent, et aux États-Unis, au Canada et au Mexique, les trois législateurs devraient adopter une version 2.0 de l'ALÉNA. Avant que la BdC ait la conviction que les risques de la politique commerciale s'orientent plus favorablement, il est prématuré de s'attendre à ce qu'elle modifie son jugement prévisionnel à ce point de jonction. La question sera revue dans les cycles prévisionnels ultérieurs et lorsque des données nouvelles seront publiées; pour l'instant, il est probable que la BdC continue de rogner les perspectives de croissance prévues relativement à l'ALÉNA pour tenir compte de l'incertitude des politiques commerciales dans le cycle prévisionnel d'avril. On ne sait toujours pas si cela veut dire que la BdC devrait réduire son jugement négatif dans les prévisions de croissance en raison de l'évolution de la conjoncture des politiques commerciales mondiales.

LA RÉSERVE FÉDÉRALE – DURCISSEMENT MONÉTAIRE REHAUSSÉ PAR LES MARCHÉS

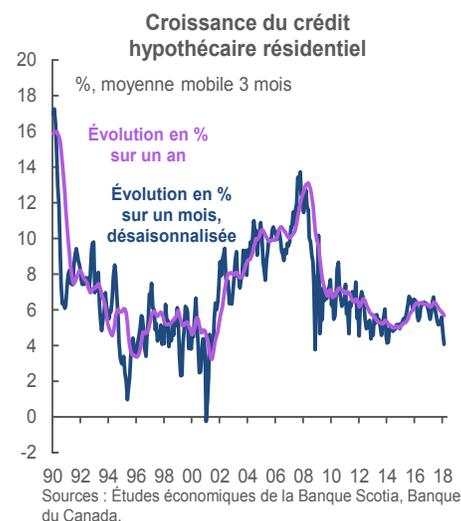
Les prévisions internes de la Banque Scotia prévoient deux autres hausses de la Réserve fédérale cette année et encore deux autres l'an prochain, sur le parcours qui nous conduira à un taux directeur nominal de 2,75 % d'ici la fin de 2019. Le durcissement, en quelque sorte, de la conjoncture financière, les incertitudes de la politique commerciale, les considérations de fin de cycle, les effets de la politique budgétaire sur les marchés obligataires, l'intensification de l'allègement du bilan de la Fed et la possibilité que l'amélioration des données inflationnistes s'expliquent en partie par des considérations transitoires sont au nombre des enjeux qui donnent lieu à une incertitude considérable et qui expliquent les raisons pour lesquelles, à l'heure actuelle, nous réduisons les prévisions consensuelles pour un taux cible de 3 % d'ici la fin de l'an prochain. À ce stade, nous sommes conscients de l'essor de l'économie et de l'application des mesures de relance budgétaire aux prévisions; nous hésitons toutefois à durcir les prévisions à ce point de jonction en raison des inconnues trop nombreuses, qui prennent la forme de points vulnérables sur le marché financier et d'incertitudes qui pèsent sur la politique commerciale. Ces risques viendront s'éclaircir dans notre prochain cycle prévisionnel. Nos quatre autres hausses prévues d'ici la fin de 2019 représentent une hausse de moins que le consensus de Bloomberg et sont beaucoup plus allégées que les prévisions les plus fortes des instituts, qui prévoient sept hausses au cours de cette durée à un rythme de l'ordre d'une hausse par trimestre.

Nous allons nous pencher sur ces grands facteurs d'incertitude, puisqu'ils viennent éclairer les prévisions.

1. Les mots d'ordre de la politique

Il y a d'abord une légère incertitude en ce qui a trait à la politique-cadre globale de la Fed et à ses objectifs ultimes, de même qu'à leur évolution éventuelle. La nomination de John Williams à la tête de la Réserve fédérale de New York est, à la limite, conciliante et pourrait laisser entrevoir une

Graphique 12



volonté d'adopter des points de vue plus variés sur la politique monétaire parmi ceux qui prendront place à la table du président Powell. Le comité régional a pris cette décision sans aucun doute éclairée par de nombreuses sources, et qui a été approuvée par le Conseil des gouverneurs de la Fed.

M. Williams, qui est favorable aux objectifs de la politique de la Fed à court terme, a publiquement tendance à être plus ouvert d'esprit en ce qui concerne un taux directeur neutre nominal moindre de 2,5 % par rapport au consensus de 2,9 % du FOMC, à une cible inflationniste supérieure qui laisse entrevoir un taux neutre réel toujours inférieur et la prise en compte d'autres politiques-cadres comme le ciblage au niveau des prix ou le ciblage du niveau du PIB national. Le Congrès définit le mandat et il a fallu des années pour adopter un mandat mixte il y a une quarantaine d'années, de sorte que M. Williams ne produira pas d'effet immédiat sur la politique-cadre et que la Fed établit les paramètres en respectant la politique-cadre, notamment en ce qui concerne sa cible inflationniste et son taux neutre. M. Williams pourrait très bien s'exprimer depuis une plus haute tribune sur ces questions. S'il croit toujours à un taux neutre de 2,5 %, c'est qu'il s'agit alors du deuxième point le plus creux sur le tracé en pointillé à plus long terme de la Fed, dans une fourchette de votes de 2,25 %–3,5 %. La situation permanente du scrutin de la Fed de New York à la table est donc devenue au moins aussi conciliante qu'à l'époque de son efficace prédécesseur, Bill Dudley, et pourrait même le devenir encore plus.

2. Stabilité financière

La conjoncture financière en général reste stimulative, mais beaucoup moins en raison des risques qui pèsent sur cette conjoncture, ce qui doit inciter la Fed à la prudence et ce qui, à mon avis, vient rogner les risques du taux directeur par rapport à notre scénario de base, qui prévoit deux autres hausses cette année, par rapport à un plus grand nombre de hausses que prévu. Effectivement, à en juger par certaines mesures comme l'écart entre le taux LIBOR et l'OIS, les États-Unis ont peut-être déjà l'équivalent d'une hausse supplémentaire des taux de la Fed cette année. Les documents comme [celui-ci](#), qui émanent de la Fed de New York, démontrent effectivement que le taux directeur est axé sur la gestion des risques dans les prévisions de croissance et sur le rôle que peut jouer l'incertitude dans la conjoncture financière.

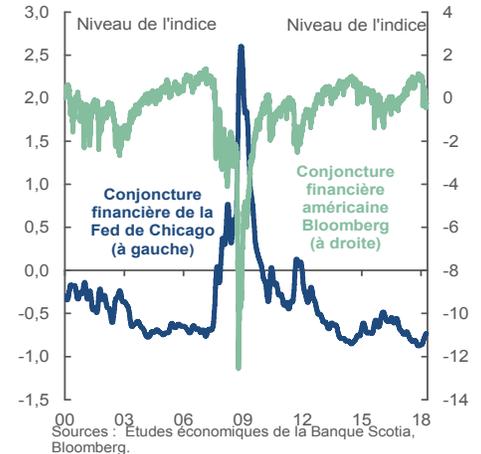
Il est important d'insister sur les mesures les plus informatives de la conjoncture financière. Des mesures trop vastes comme l'indice national de la conjoncture financière de la Fed de Chicago regroupent une centaine de variables de différentes fréquences et les niveaux d'actualisation sont variés (graphique 13). Par exemple, les opinions des responsables du crédit sont prises en compte chaque trimestre et, par le fait même, de façon très décalée. La mesure de Bloomberg (graphique 13) tient compte des titres qui témoignent d'un parti pris envers les plus performants. À la limite, nous préférons les mesures dérivées des marchés de la dette et des changes, qui sont plus rapprochées de la conjoncture économique de base, puisqu'elles reprennent en compte les frais de financement de la dette.

Le creusement des écarts entre le taux LIBOR et l'OIS est influencé par des facteurs incertains, mais qui, du point de vue des marchés de la dette liés au taux LIBOR, n'en donnent pas moins l'impression d'imposer l'équivalent de deux hausses supplémentaires de taux au-delà des hausses pratiquées par la Réserve fédérale, avec une hausse de 25 points de base jusqu'à maintenant cette année. Toutefois, il va de soi que les titres de dette ne sont pas tous liés au taux LIBOR, et nous pensons qu'environ 30 % des prêts consentis aux ménages et aux entreprises et des titres de dette américains sont liés au taux LIBOR. Le creusement d'environ 50 points de base des écarts entre le taux LIBOR et l'OIS depuis novembre revient donc à moins d'une hausse de taux supplémentaire de la Fed réalisée selon ce circuit, en plus de la hausse de taux de la Fed en mars. Pour les tenants de « quatre hausses », on devrait être rassurés, puisque l'évolution des marchés monétaires vient renchérir les trois hausses de la Fed en 2018, dont celle de mars. Il va de soi que les effets sont plus importants pour les entreprises dont la dette est liée au taux LIBOR; or, l'impact n'est pas considérable, bien qu'il vaille la peine de la surveiller à terme, compte tenu de la forte incertitude qui plane sur les facteurs.

En ce qui concerne les facteurs, la hausse des émissions de bons du Trésor n'est qu'une partie de l'explication, puisqu'elle fait baisser les prix et augmenter les taux de rendement exigés parce que

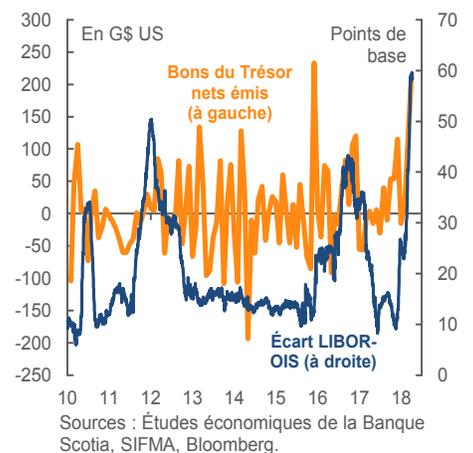
Graphique 13

Ces mesures pourraient sous-estimer la tension financière



Graphique 14

L'écart LIBOR-OIS n'est pas qu'une question de bons du Trésor



Graphique 15

Les marchés des changes : avertissement sur l'économie américaine?



a) le lien historique entre les écarts et les émissions est imparfait, b) l'écart se situe à un sommet depuis 10 ans, ce qui est loin d'être le cas de l'émission des bons du Trésor (graphique 14) et c) les émissions de bons du Trésor sont déjà en chute libre et tout le monde s'attend à ce que ce plongeon se poursuive. Alors pourquoi les écarts ne réagissent-ils pas?

Les autres facteurs de l'écart entre le taux LIBOR et l'OIS pourraient continuer de creuser cet écart pendant un certain temps. La loi sur les réductions d'impôts et les emplois (TCJA) y contribuent probablement. Auparavant, les revenus étaient imposés à un taux statuaire unique de 35 %, alors qu'on pouvait reporter indéfiniment les impôts exigibles à l'étranger. Désormais, les entreprises doivent payer leurs impôts sur tous leurs bénéfices, quelle qu'en soit la source, alors que le taux de 21 % appliqué aux bénéfices réalisés aux États-Unis baisse à environ la moitié de ce taux et peut-être moins pour les liquidités rapatriées de l'étranger. On assiste à un basculement des liquidités pour payer les impôts, ce qui consiste essentiellement à vendre les titres liquides et, corollairement, à exercer une pression à la hausse sur les taux du marché monétaire. Si le rapatriement des liquidités est le facteur d'influence, une part importante des bénéfices d'un peu moins de 3 000 milliards de dollars détenus à l'étranger pourrait, en vertu de la TCJA, être soumise à la conversion pour une durée prolongée. Le creusement de l'écart entre le taux LIBOR et l'OIS pourrait aussi s'expliquer par d'autres facteurs, dont le signal sur les risques de contrepartie dans un monde où se multiplient les tensions commerciales sur fond de vulnérabilité des actifs financiers et de considérations de fin de cycle. Si ce dernier ensemble d'influences est le facteur porteur, il faudrait, probablement, préconiser la prudence, au lieu de ne pas tenir compte des perspectives d'un nouveau creusement des écarts sur notre horizon prévisionnel et se servir de cette hypothèse pour éclairer les attentes de la Fed.

Hormis les rendements des bons du Trésor, qui se sont relevés cette année et qui se sont répercutés sur les taux hypothécaires, l'augmentation des frais de couverture de change représente une autre considération. Les frais de couverture EURUSD n'ont pas été aussi élevés depuis la période qui a précédé la crise financière mondiale, alors que les frais de couverture du yen en dollar sont également considérables. Une partie de l'explication réside dans la base de devises qui sert de bouchon pour la parité des intérêts couverts. Bien que les marchés des changes puissent parfois être trop réactifs aux risques de synthèse, ils continuent de représenter les facteurs les plus efficaces en général et pourraient laisser entrevoir des risques ultérieurs sur l'évolution du marché des devises, qui pourrait être liée de nouveau aux fondamentaux. Il faut donc décaler les frais de couverture EURUSD et noter qu'ils pourraient attendre leur tour dans la croissance du PIB américain (graphique 15).

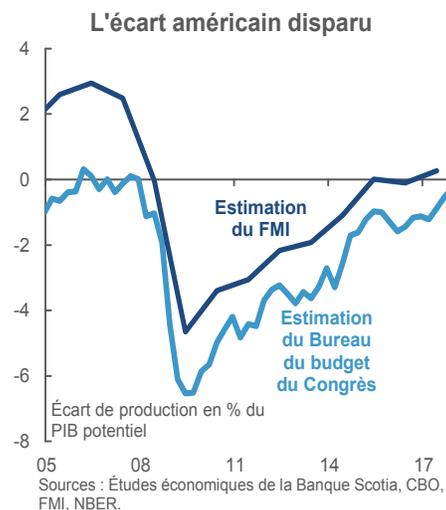
3. Fondamentaux

La croissance, l'inflation et la dynamique des salaires aux États-Unis sont constructives, puisqu'elles viennent conforter un bilan laissant entrevoir un nouveau durcissement de la politique monétaire. Le lecteur trouvera de plus amples renseignements sur les perspectives américaines dans la section des *Perspectives mondiales* consacrée aux États-Unis. C'est pourquoi nous allons mettre l'accent sur les raisons pour lesquelles l'inquiétude que laisse planer une accélération du durcissement par rapport aux prévisions doit être tempérée par les influences éventuellement transitoires sur le complexe des salaires et des prix.

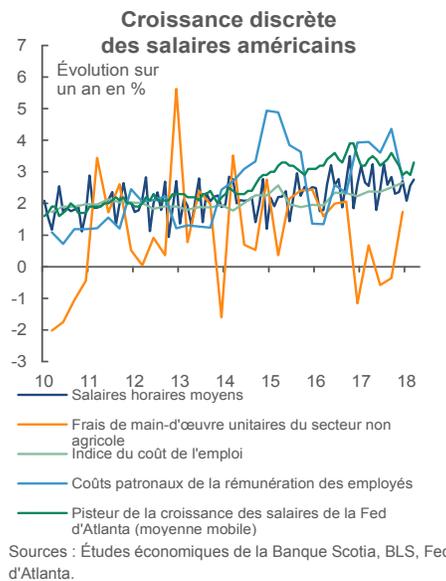
L'écart de production américain laisse entrevoir le bouclage de la capacité de rechange (graphique 16). Les écarts de production constituent un indicateur sommaire pour les risques d'inflation prospectifs; or, dans nos prévisions de base, nous supposons qu'avec l'aide de la politique budgétaire, la croissance du PIB réel l'emportera sur la limite de vitesse non inflationniste de l'économie et fera incrémentiellement basculer l'économie américaine en territoire d'excédent de la demande globale en 2018-2019. C'est ce qui explique notre prévision fondamentale de 100 points de base pour les hausses de taux d'ici la fin de 2019. À terme toutefois, l'impulsion budgétaire disparaîtra et viendra mettre au jour une croissance sous-jacente moins forte, qui pourrait très bien se transformer en une croissance potentielle si elle n'est pas sous-ciblée. La Fed doit aujourd'hui se rappeler ces risques, compte tenu des décalages longs et variables de la politique monétaire.

Bien que les considérations relatives à la capacité de rechange basculent en faveur d'une hausse de l'inflation à la longue, il y a aussi des frais transitoires qui pourraient compenser ces considérations au fil du temps. L'un de ces faits essentiels est l'influence du dollar américain. Les travaux de recherche antérieurs de la Fed (veuillez cliquer [ici](#)) indiquent qu'une appréciation ou une

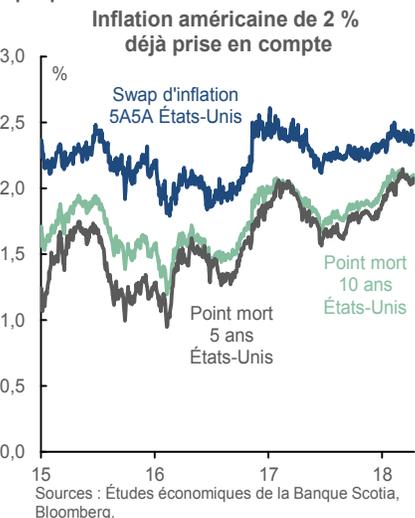
Graphique 16



Graphique 17



Graphique 18



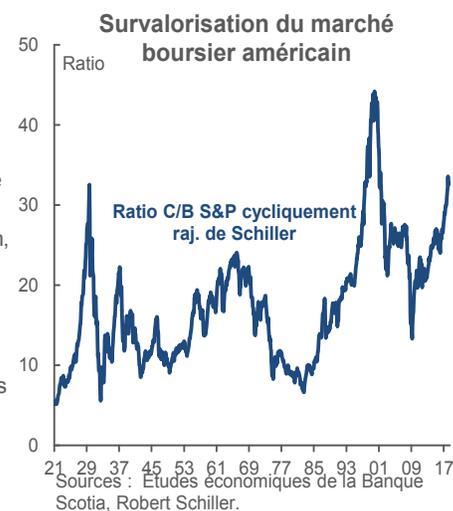
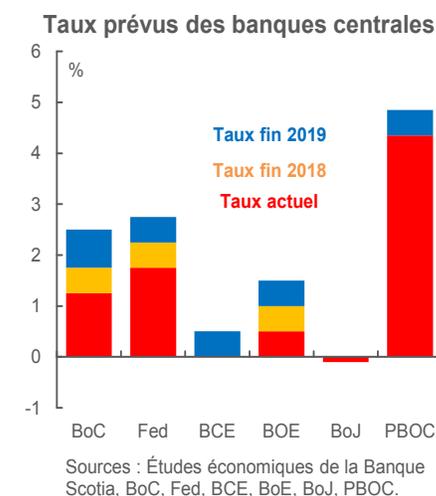
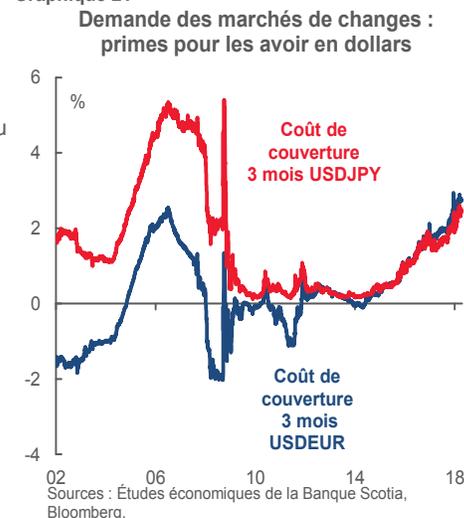
dépréciation pondérée du commerce de 10 % pour le dollar en général fait baisser ou monter de 0,5 % l'inflation fondamentale des dépenses de consommation en l'espace de deux trimestres, pour ensuite tomber à 0,3 % dans une année. La hausse du dollar US jusqu'au début de l'an dernier a sans doute tenu un rôle contributif dans le ralentissement de l'inflation alors que la légère hausse des dépenses de consommation de base récemment pourrait s'expliquer par la léthargie du dollar.

Si l'évolution de la croissance des salaires est incertaine, il faut tenir compte de différentes mesures. Le graphique 17 fait état des différentes mesures de la croissance des salaires, et nous n'entrevoions pas de ruptures selon les tendances récentes. Les salaires horaires moyens peuvent évoluer en fonction des changements distorsionnés de la répartition des revenus au cours d'une même période. À 2,6 % sur un an, cette mesure ne révèle aucune tendance après une brève accélération en 2015. Une autre mesure porte sur l'indicateur des salaires de la Fed d'Atlanta, qui permet de suivre les salaires médians des sources construites et qui est supérieur à la mesure de la croissance des salaires moyens; or, elle s'est décélérée légèrement dans les 12 à 18 derniers mois. Une autre mesure est celle de l'indice du coût de l'emploi du BLS, qui rajuste les transformations compositionnelles parmi les salariés, mais qui n'est publiée qu'une fois par trimestre; cette mesure s'est légèrement accélérée. Les coûts purs des employeurs pour la rémunération des employés, qui proviennent du même rapport du BLS, ne viennent pas rajuster les transformations compositionnelles et se sont accélérés plus rapidement jusqu'à ce que la croissance se ralentisse au S2 de 2017. Les coûts unitaires de main-d'œuvre, qui rajustent essentiellement la rémunération en fonction de la croissance de la productivité, se sont récemment accélérés; or, à 1,7 % sur un an à peine, ils restent anémiques, ont baissé pendant environ quatre trimestres auparavant et ont connu de nombreux faux départs de courte durée dans cette mesure au cours de la période qui a suivi la crise financière mondiale (CFM). En bref, les mesures nuancées sur des durées relativement courtes dans le contexte de ces nombreux faux départs nécessitent beaucoup plus de données pour démontrer uniformément une accélération des pressions sur les salaires. Personne n'est sans doute plus au courant de cette évolution que la Réserve fédérale, puisque les représentants du FOMC ont à tort signalé la progression des salaires dans la période qui a suivi la CFM, pour constater qu'il n'y avait eu aucune suite.

LES COURBES DES RENDEMENTS — PEU DE DONNÉES NOUVELLES POUR INFLUENCER LES PRÉVISIONS D'APLANISSEMENT DE LA COURBE

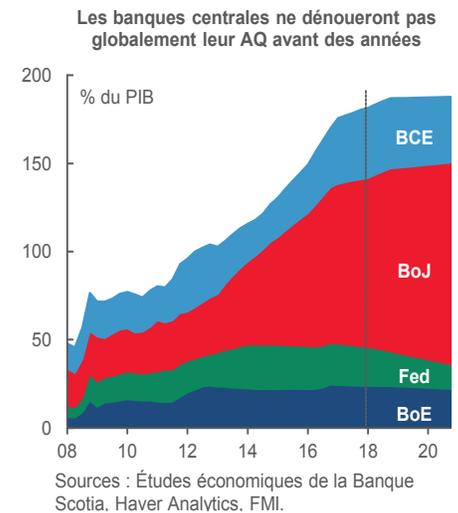
Dans nos prévisions, nous continuons de nous attendre à un aplanissement baissier des courbes des rendements à 2 ans/10 ans aux États-Unis et au Canada sur la durée de l'horizon provisionnel; ces prévisions se confirment assez bien pour le premier trimestre de 2018. On s'attend à des courbes très aplanies, mais non infléchies, bien qu'on doive analyser l'infléchissement des courbes en adoptant un point de vue différent à l'heure actuelle. Par exemple, il est plausible que la réduction de l'ordre de 100 points de base de la prime à terme des bons du Trésor, en raison des politiques de l'assouplissement quantitatif — même si ces politiques se dénouent lentement — ait pour effet de rendre la courbe actuelle incomparable aux pentes des courbes des cycles antérieurs et permette d'entrevoir une plus grande marge pour l'infléchissement des courbes selon un écart négatif approfondi des rendements à 2 ans/10 ans, avant de s'inquiéter des signaux potentiels de croissance. La plupart des principaux facteurs des prévisions du marché obligataire ne changent pas aujourd'hui par rapport à notre cycle provisionnel antérieur, et nous les reprenons ci-après en les actualisant.

1. **Inflation** : Les mesures fondées sur le marché ont culminé, quand elles ne se sont pas réduites au début de l'année, et cadrent généralement avec un taux d'inflation stable à plus long terme de l'ordre de 2 % (graphique 18). Une plus grande partie de notre hausse prévisionnelle de l'inflation des dépenses de consommation américaines et de l'inflation de l'IPC canadien devrait influencer les taux directeurs à court terme plutôt que les rendements obligataires nominaux à plus long terme. Le marché des titres indexés sur l'inflation, qui est prêt pour la hausse prévue des données inflationnistes, est toutefois sensible aux risques haussiers et baissiers; or, les rendements implicites réels sont déprimés pour d'autres raisons.
2. **Intolérance au risque** : Il est prudent de continuer de faire preuve de circonspection par rapport aux valorisations traditionnellement élevées des marchés boursiers (graphique 19), sans toutefois le faire avec insistance. Il se peut que l'anémie des marchés boursiers jusqu'à maintenant cette année et la pression limitée qui s'exerce sur les rendements s'expliquent par les efforts de rééquilibrage des portefeuilles, qui pourraient continuer d'étayer les titres de dette souveraine et maintenir l'appétence pour les actifs refuges dans les portefeuilles diversifiés.

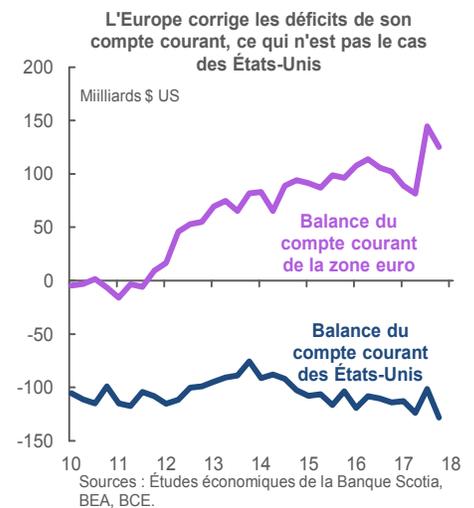
Graphique 19

Graphique 20

Graphique 21


3. **Incidences des taux directeurs sur les transactions de portage mondiales :** Selon les prévisions, les économies anglo-américaines devraient continuer de durcir leur politique monétaire, en particulier aux États-Unis et au Canada, et la BoE relèvera probablement à nouveau ses taux en mai. Les perspectives sont comparativement optimistes pour les taux directeurs des autres grandes banques centrales (graphique 20). On s'attend généralement à ce que la BCE et la BoJ s'en tiennent à des taux directeurs nuls ou négatifs jusqu'à la fin de l'année et fort possiblement l'an prochain. Le Japon ne devrait guère accomplir de progrès dans la réalisation de sa cible inflationniste de 2 %, ce qui vient éclairer cette opinion. Le gouverneur Kuroda a été reconduit dans ses fonctions pour un autre mandat, et il faudra une politique conciliante en prévision de la hausse prévue de la taxe de vente l'an prochain. En outre, la vigueur de l'euro continue de restreindre les données sur l'inflation « superfundamentale » aux alentours de 1 % sur un an, alors même que les signaux de croissance ont peut-être déjà culminé, ce qui vient aussi éclairer cette opinion. Après avoir culminé en février, le rendement à 10 ans a de nouveau chuté pour se retrouver au point où il se situait au début de janvier, sans doute pour tenir compte des difficultés qu'affronte la BCE dans l'évolution de sa politique. La décision de dénouer le bilan pourrait être prise plus tard cette année; or, pour *durcir* la politique monétaire, il faudrait des données plus évidentes sur les progrès accomplis par rapport à la cible inflationniste de moins de 2 %. Corollairement, cette hypothèse d'un faible risque des taux directeurs hors des économies anglo-américaines limite le potentiel d'une hausse des primes à terme des obligations du gouvernement du Japon et des obligations des États européens. Toujours corollairement, cette hypothèse pourrait imiter la mesure dans laquelle d'autres marchés d'obligations souveraines pourraient dégager leurs positions, notamment sur les bons du Trésor, sans donner lieu à un arbitrage grâce à des transactions de portage à couverture de change.
4. **Arbitrage des devises :** En enchaînant avec ce dernier point, une considération actuelle limitative dans la mesure de l'appétence étrangère pour les bons du Trésor américains a été la brusque hausse des frais de couverture de change (graphique 21). Une hausse considérable des rendements sur les bons du Trésor pourrait dépasser les frais de couverture de change et induire des achats renouvelés au-delà d'un certain seuil de taux qui, à notre avis, ne sera pas beaucoup supérieur à 3 %.
5. **Dénouement de l'assouplissement quantitatif :** Seul le bilan de la Fed devrait être allégé sur notre horizon prévisionnel, ce que le marché sait déjà, grâce aux plans de réinvestissement largement diffusés par la Fed (graphique 22). La réduction des rachats de la BoJ est souvent interprétée à tort comme le signal de la décision de durcir les taux directeurs sans maîtriser la substitution dans la réalisation d'une cible des rendements nominaux « de l'ordre de 0 % » des obligations du gouvernement du Japon à 10 ans, ce qui constitue une menace crédible qui pèse sur les transactions de vente à découvert. Nous ne nous attendons pas du tout à ce que cette cible change et nous prévoyons que si jamais elle est modifiée, elle ne le sera que légèrement. La BCE a réduit ses rachats à 30 G€ par mois cette année au moins jusqu'en septembre 2018. Les limites imposées dans d'autres rachats d'obligations par la clé du capital et différentes limites qui empêchent de la modifier veulent probablement dire que les rachats progressifs prendront fin plus tard cette année ou peu de temps par la suite. On peut donc s'attendre vraisemblablement à une période prolongée de réinvestissement des titres du bilan puisque la BCE s'en tient probablement au plan d'action de la Fed, qui consiste à réduire le réinvestissement, puis à l'éliminer uniquement lorsque le retour à la normale des taux directeurs est bien enclenché grâce à une série de hausses de taux. Nous ne nous attendons pas à ce que ce changement dans le réinvestissement intervienne avant la fin de la décennie au plus tôt.
6. **Déséquilibre mondial entre l'épargne et l'investissement :** Les déséquilibres qui ont provoqué une surabondance de l'épargne mondiale ont été évoqués comme facteurs pour expliquer les faibles rendements obligataires dans la période qui a précédé et qui a suivi la crise (veuillez cliquer [ici](#)). Dans l'évolution qui a conduit à la crise, les excédents du compte courant des marchés émergents ont eu pour effet d'exporter le capital thésaurisé dans des pays comme les États-Unis et ont joué un rôle majeur, à l'époque, dans les excédents des marchés financiers américains, notamment quand la Chine a racheté des titres

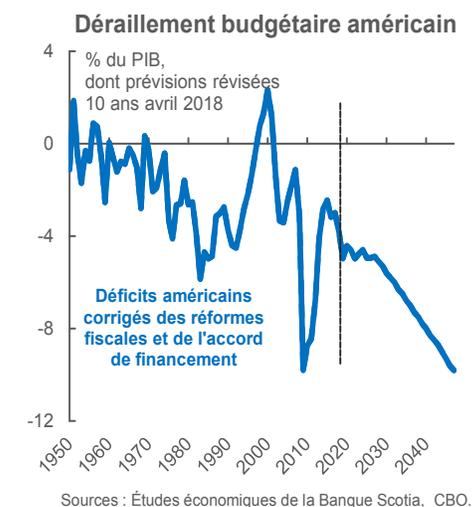
Graphique 22



Graphique 23



Graphique 24



hypothécaires qui se sont finalement révélés de piètre qualité. Dans la mesure où le lien entre le marché des bons du Trésor américains et le reste du monde est en cause aujourd'hui, ces déséquilibres ont cessé de s'améliorer tout de suite après la crise (graphique 23). Pour financer un déficit du compte courant américain, les États-Unis restent tributaires d'importants apports du reste du monde dans le compte de capital. Toutefois, à l'heure actuelle, une plus grande partie de cet apport provient des importants surplus du compte de capital des autres puissances économiques, notamment la zone euro, et en particulier l'Allemagne, ainsi que le Japon. Cet effet devrait renforcer l'appétence des spéculateurs pour les instruments financiers américains, dont les bons du Trésor. Il y a toutefois un risque énorme, puisque si les États-Unis deviennent plus protectionnistes vis-à-vis de la Chine malgré la baisse des excédents du compte courant de ce pays, qui sont passés de 10 % de son activité économique il y a presque 10 ans à 1 % environ aujourd'hui, corollairement, toute détérioration de la position des transactions de la Chine entraîne une baisse des rentrées nettes de devises, de sorte qu'elle peut moins investir à l'étranger, notamment dans les bons du Trésor américains. Il y a toutefois une limite à cette logique, puisque toute vente par la Chine ferait baisser la valeur de ses propres avoirs en bons du Trésor, soit 1 200 G\$ US, qui ont culminé en août dernier. Le Canada accuse aussi des déficits relativement énormes dans son compte courant par rapport aux excédents d'avant la crise. Il faut aussi noter que dans l'ensemble, le réalignement, au cours de la dernière décennie, de l'épargne mondiale a mobilisé plus de 11 500 G\$ US de réserves de change mondiales, ce qui représente plus de cinq fois les avoirs en bons du Trésor SOMA de la Fed et une augmentation d'environ 70 % par rapport à la fin de 2008. Cette thésaurisation de l'épargne donne un énorme pouvoir commercial aux pays dans lesquels cette épargne est concentrée, notamment la Chine et le Japon, ainsi que la dizaine d'autres pays dont les réserves sont supérieures à 200 G\$ US et d'autres pays qui ont des réserves moindres.

7. **Taux directeurs neutres** : Nos estimations des taux de croissance potentielle à long terme pour les grandes puissances économiques qui sont généralement les plus importants marchés d'émission de titres de dette n'ont pas changé beaucoup par rapport aux récents comptes rendus prévisionnels. Par exemple, à nos yeux, les réformes fiscales adoptées aux États-Unis ne permettent guère de rehausser la croissance à long terme. Par extension en quelque sorte, nos estimations des taux directeurs neutres n'ont pas beaucoup changé elles non plus. À notre avis, les taux directeurs neutres des États-Unis et du Canada s'inscriront dans la fourchette de 2,5 %-3 %. Nos estimations des taux directeurs neutres et les hypothèses sur les primes à terme viennent ancrer la prise en compte, dans la courbe, des éventuelles interventions de la Fed sur les taux directeurs.
8. **Politique budgétaire** : Les États-Unis étaient déjà sur la voie d'un déficit budgétaire élevé, et qui ne cesse de progresser, avant même d'adopter des réformes fiscales limitées. Les passifs non financés au titre de la sécurité sociale et les dépenses consacrées aux soins de santé expliquaient l'essentiel des inquiétudes. En ajoutant encore 1 500 G\$ US aux déficits cumulatifs dans la prochaine décennie, on vient détériorer encore plus les déficits prévus, comme l'indique le graphique 24. Cette conjoncture s'est détériorée modérément avec le programme de 300 G\$ de dépenses supplémentaires adopté en février et appliqué sur 2018-2019; or, par nature, il s'agit d'un effet transitoire sur les besoins en financement. L'impact des déficits sur les rendements obligataires est controversé et incertain. Par exemple, les déficits énormes de l'après-crise n'ont guère eu d'effet sur les rendements obligataires à cause d'autres facteurs comme l'appétence pour les valeurs refuges et les politiques des banques centrales. La plupart des économistes souscrivent toujours à la thèse d'un effet positif à long terme des déficits sur les rendements obligataires; or, les estimations vont dans tous les sens. Deux études qui datent d'avant la crise et qui portent sur les effets produits avant que d'autres incidences se manifestent (veuillez cliquer [ici](#) et [ici](#)) ont laissé entendre que chaque hausse d'un point de pourcentage du ratio du déficit sur le PIB pouvait à la longue relever de 20 à 60 points de base les rendements obligataires à plus long terme. Si les projections du déficit

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

	2017		2018				2019			
	T4	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	
	(fin de trimestre, en %)									
Canada	T4	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	
Taux cible à un jour de la BdC	1,00	1,25	1,25	1,50	1,75	2,00	2,25	2,25	2,50	
Taux de base	3,20	3,45	3,45	3,70	3,95	4,20	4,45	4,45	4,70	
Bons du Trésor à trois mois	1,06	1,15	1,25	1,55	1,80	2,05	2,30	2,30	2,50	
Obligations du Canada à deux ans	1,69	1,78	1,90	2,10	2,30	2,40	2,50	2,55	2,60	
Obligations du Canada à cinq ans	1,87	1,97	2,10	2,25	2,45	2,55	2,60	2,65	2,70	
Obligations du Canada à dix ans	2,05	2,09	2,25	2,40	2,50	2,60	2,65	2,70	2,75	
Obligations du Canada à 30 ans	2,27	2,23	2,40	2,60	2,70	2,80	2,85	2,90	2,95	
États-Unis	T4p	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	
Taux cible des fonds fédéraux	1,50	1,75	1,75	2,00	2,25	2,25	2,50	2,50	2,75	
Taux de base	4,50	4,75	4,75	5,00	5,25	5,25	5,50	5,50	5,75	
Bons du Trésor à trois mois	1,38	1,70	1,85	2,05	2,30	2,30	2,55	2,60	2,80	
Bons du Trésor à deux ans	1,88	2,27	2,40	2,55	2,70	2,80	2,95	3,00	3,05	
Bons du Trésor à cinq ans	2,21	2,56	2,65	2,75	2,90	2,95	3,00	3,10	3,15	
Bons du Trésor à dix ans	2,40	2,74	2,85	2,95	3,00	3,05	3,10	3,15	3,25	
Bons du Trésor à 30 ans	2,74	2,97	3,00	3,15	3,20	3,25	3,30	3,35	3,40	

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

restent généralement inchangées lorsque l'incidence à long terme d'autres considérations comme les politiques des banques centrales se résorbe, l'avenir pourrait mettre en lumière une perspective très négative des marchés obligataires en raison de l'envergure de la détérioration prévue des déficits américains. Toujours est-il que le ratio du déficit par rapport au PIB reste assez constant, dans la fourchette de 4,5 % à 5 %, à partir de 2019 jusqu'à la fin des années 2020, par rapport à 3,5 % l'an dernier et à 4 % cette année. Les États-Unis engagent des déficits de cette importance, voire plus, pendant l'essentiel de la période écoulée depuis les années 1980. La plus grande partie de l'éclatement réel des projections du CBO intervient plus tard sur l'horizon prévisionnel lorsque ce ratio commence à se relever dans les années 2030 et atteint 10 % d'ici la fin des années 2040. Il va de soi qu'il faut prendre les projections à long terme du CBO avec beaucoup d'humour, puisque cet organisme a fait ses preuves dans la prévision des déficits et de la dette publique à plus long terme, et à plus forte raison en tenant compte de leur capacité — ou de la capacité de qui que ce soit d'autre — à projeter des taux d'intérêt et d'autres variables à long terme. Quoi qu'il en soit, par rapport à la capacité de croissance de l'économie américaine, l'essentiel de la détérioration des déficits qui pourrait éventuellement inquiéter les marchés obligataires reste très lointain et sera porté par l'évolution à long terme des frais des soins de santé et de la sécurité sociale. Nous ne croyons pas que le parti pris à plus court terme des marchés sera probablement excessivement malmené par ce qui pourrait advenir de ce ratio sur le long horizon prévisionnel. Le ratio du déficit par rapport au PIB augmente pour passer de 3,5 % en 2017 à 4,5 % l'an prochain, ce qui est incrémentiellement négatif pour les marchés obligataires, mais légèrement, surtout dans le contexte des autres facteurs divers.

9. **Prime à terme** : Des études (veuillez cliquer [ici](#)) laissent entendre que les rendements des bons du Trésor américains à 10 ans accusent une baisse d'environ 1 % par rapport à ce qu'ils seraient normalement en l'absence d'un gonflement du bilan de la Fed et en maîtrisant d'autres incidences. Nous ne nous attendons pas à ce que cette prime à terme soit subitement rétablie lorsque la Réserve fédérale éliminera ses réinvestissements et commencera à contracter son bilan plus tard l'an prochain, en nous en remettant à la plupart des autres points exposés dans la présente section pour éclairer ce parti pris. Il est plutôt probable que les marchés reprennent en compte graduellement la partie de la prime à terme qui est portée par la politique d'allègement du bilan de la Fed, ce qui se produit déjà modestement.
10. **Maturité du cycle** : Il s'agit déjà de la deuxième séquence de croissance de l'économie américaine en durée dans les annales. D'ici le début de l'an prochain, si la croissance reste soutenue, le cycle actuel serait le plus long de l'histoire américaine. L'incertitude quant au spectre de la récession maintiendra probablement l'appétence pour les valeurs refuges comme les titres de dette souveraine des économies évoluées. Nous croyons que ce risque n'en est pas moins souvent exagéré. Les grandes variables ne laissent pas toutes entendre que des risques pèsent sur les fins de cycle. Par exemple, le remboursement de la dette des ménages américains en pourcentage des revenus est à son plus creux depuis 30 ans et demi, et à nos yeux, la croissance des salaires nominaux semble avoir atteint le milieu du cycle, dans le meilleur des cas. Dans ce contexte, grâce aux effets de richesse et aux réformes fiscales limitées, mais régressives, le consommateur américain pourrait encore disposer d'une grande marge de manœuvre pour continuer de porter la croissance des dépenses.
11. **Régimes de retraite et compagnies d'assurance** : En plus des banques centrales, les régimes de retraite ont été d'importants acheteurs de titres durant le S2 de 2017, en partie pour rééquilibrer leurs portefeuilles, faute de quoi le marché obligataire se serait détérioré, puisque les avoirs chinois en bons du Trésor ont graduellement régressé depuis qu'ils ont culminé en août après avoir augmenté par rapport au S1 de 2017. Des régimes de retraite publics et privés détiennent plus de 2 250 G\$ US en bons du Trésor, et à notre avis, si les bons du Trésor américain à 10 ans montent pour atteindre la barre des 3 %, les gestionnaires ambitieux verrouilleraient les rendements pour répondre aux besoins des retraités. Effectivement, les transformations de la répartition des actifs dans le stock existant d'obligations et d'actions pourraient facilement faire basculer considérablement les cours relatifs plus que les risques entourant l'augmentation de la dépendance à l'endroit du financement étranger. La capitalisation des marchés boursiers américains s'établit à environ 29 000 G\$ US et la capitalisation des marchés boursiers mondiaux se chiffre à 80 000 G\$ US. Par comparaison, la dette publique du gouvernement fédéral américain s'inscrit à 21 000 G\$ US. Le ralentissement de l'évolution des changements incrémentiels dans le stock de la dette publique émise à l'intention des acheteurs étrangers et américains peut facilement être englouti par les transformations dans la répartition des actifs.

Mexique

- En raison des tendances favorables de plusieurs variables, nous nous attendons à une amélioration graduelle de l'économie mexicaine cette année et en 2019.
- L'évolution de la renégociation de l'ALÉNA et les résultats des élections mexicaines en juillet sont les facteurs les plus importants dont il faut tenir compte.

MOMENTS DÉFINITOIRES À L'HORIZON

Plusieurs indicateurs récents laissent entendre que l'économie mexicaine prend de la vitesse. En janvier, l'Indicateur mondial de l'activité économique réelle (IMAER) a progressé de 2,1 % sur un an, ce qui représente un sommet dans les quatre derniers mois, malgré la léthargie chronique de la production minière (-5,0 % en données réelles sur un an) en raison des problèmes particuliers qui fragilisent l'extraction du pétrole. Par contre, la construction a augmenté de 4,0 % sur un an en janvier, après avoir crû de 3,6 % en décembre; elle reprend ainsi un rythme plus vigoureux, après des résultats négatifs dans la plus grande partie de 2017. Ce rebond est très opportun dans le climat actuel très incertain que nous connaissons. Le secteur des services a gagné 2,9 % sur un an en janvier, grâce à une performance bien orientée du commerce (+5,4 % sur un an dans le commerce de détail), de la restauration et de l'hôtellerie (+4,4 % sur un an) et du transport (+3,2 % sur un an).

Les données sur l'emploi, qui cadrent essentiellement avec les statistiques sur l'activité économique, sont bien orientées : dans les deux premiers mois de 2018, il s'est créé 278 000 nouveaux emplois, soit 17 % de plus qu'il y a un an. Le taux de chômage déclaré a atteint 3,21 % en février, ce qui représente le niveau le plus faible pour le même mois depuis 2003. Les ventes au détail corrigées de l'inflation, en progressant de 0,5 % sur un en janvier, après s'être contractées pendant cinq mois, ont elles aussi bien commencé l'année. L'activité financière fait également partie de l'avalanche des bonnes nouvelles : les dépôts réels ont gagné 4,8 % sur un an en février, en s'accroissant par rapport aux quatre mois précédents, alors que le crédit bancaire consenti au secteur privé s'est adjugé 6,3 % sur un an, ce qui représente le rythme le plus fulgurant en huit mois. Il est utile de signaler qu'une partie de l'amélioration constatée dans les taux réels de croissance s'explique par la baisse rapide de l'inflation sur un an, qui s'est établie à 5,55 % en janvier et à 5,34 % en février, après avoir terminé 2017 à 6,77 %.

Du point de vue externe, et malgré le discours négatif de l'administration Trump, le commerce mexicain est en plein essor, comme on peut le constater dans le graphique 2. Dans les deux premiers mois de l'année, le total des exportations a bondi de 12,4 % sur un an : les exportations de pétrole ont progressé de 30,4 %, et les exportations de voitures, de 13,9 %. Le total des importations a augmenté de 12,9 % : les importations de biens d'équipement ont inscrit une hausse météorique de 19,4 % sur un an, ce qui laisse entendre que l'investissement augmente. Le total des échanges commerciaux a crû de 75 G\$ US dans la dernière année jusqu'en février. On pourrait expliquer la croissance des exportations par la reprise de l'économie américaine, l'augmentation des cours du pétrole et la dévalorisation du peso, alors que le dynamisme des importations laisse entendre que le rythme interne de l'activité économique est aussi en train de continuer de se rétablir. En outre, les rentrées de fonds progressent toujours à des rythmes vigoureux (+6,9 % sur un an en février) et totalisent 29,1 G\$ US dans les 12 derniers mois jusqu'en février.

À terme, nous nous attendons à une augmentation graduelle du rythme de l'activité économique, avec un taux de croissance de 2,4 % du PIB réel en 2018. Le marché interne devrait continuer d'étayer la reprise économique, puisque la consommation des ménages progresse toujours à des rythmes plus vigoureux (+3,1 %) et que l'investissement réussit à atteindre un taux de croissance modeste, mais bien orienté (+1,2 %). La création d'emplois devrait se poursuivre à un rythme comparable (+806 000), alors que les rentrées de fonds

RENSEIGNEMENTS

Mario Correa

52.55.5123.2683 (Mexique)

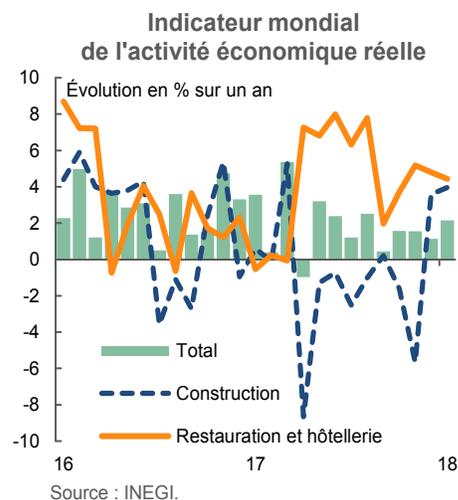
Scotiabank Mexico

mcorrea@scotiabcb.com.mx

Mexique	2017	2018p	2019p
PIB réel (évolution annuelle en %)	2.0	2.4	2.8
IPC (% sur un an, fp)	6.8	4.3	3.8
Taux directeur banque centrale (% , fp)	7.25	7.75	7.00
Peso mexicain (USDMXN, fp)	19.66	19.46	19.71

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



Graphique 2



devraient être légèrement supérieures à 30 G\$ US. Dans notre scénario de base, l'inflation se réduira à 4,3 % d'ici la fin de l'année, et la Banco de Mexico devrait décréter une autre hausse du taux directeur de sa politique monétaire d'ici le milieu de l'année.

Si l'on tient compte exclusivement des tendances économiques actuelles, la conjoncture s'annonce relativement saine. Toutefois, de nombreux autres facteurs auront un impact considérable sur le rendement de l'économie mexicaine et feront peser une lourde incertitude sur les prévisions. La renégociation de l'ALÉNA est le premier facteur sans doute le plus pertinent, en raison des nombreux hauts et bas et des divergences de points de vue. Notre scénario de base a été construit selon l'hypothèse voulant que cette renégociation se poursuive jusqu'en 2019 et que les parties finissent par s'entendre sur une modeste amélioration du pacte. Si M. Trump met brusquement fin à la renégociation de l'ALÉNA ou que la version 2.0 du pacte est adoptée, notre prévision économique pourrait changer considérablement.

Le deuxième facteur de plus en plus pertinent est l'élection mexicaine : Lopez Obrador mène tous les sondages récents. Le candidat en tête des sondages a fait de nombreuses déclarations controversées, en évoquant l'évolution des politiques économiques pour revenir à un modèle plus centralisé, dans lequel le gouvernement joue un rôle prépondérant dans l'orientation de l'économie; il a également fait savoir qu'il pourrait suspendre le chantier, en cours, du nouvel aéroport de Mexico. Selon l'une des grandes hypothèses de notre scénario de base, ce pays restera fidèle à une politique économique saine, sans égard au résultat de l'élection. S'il y a des changements importants et que la prochaine administration affaiblit la cohérence de la politique économique, les perspectives économiques pourraient changer considérablement.

Brésil

- La conjoncture politique de la réforme et de la présidentielle continueront probablement de faire peser un risque de volatilité sur les marchés de changes et de taux d'intérêt. Les grandes réformes paraissent improbables au moins jusqu'en 2019, et pour l'heure, on ne sait même pas vraiment qui sont les aspirants à l'élection présidentielle ni quels seront leurs plans de réforme et de redressement budgétaire.
- La croissance est toujours probablement la première source de bonnes nouvelles, puisque les effets de base, les taux d'intérêt moindres et le rebond des cours des produits de base font tous souffler des vents favorables sur l'économie brésilienne. En raison de la baisse des taux d'intérêt et de l'inflation, les ménages contribuent de plus en plus fortement à la demande intérieure. La production industrielle, qui a déçu en février, reste bien orientée.
- Pour ce qui est de la politique monétaire, comme la plupart des acteurs du marché, nous nous attendons à ce que la BCB abaisse encore son taux directeur de 25 points de base à sa prochaine réunion en mai; toutefois, nous nous attendons aussi à ce que le Brésil amorce le cycle de normalisation de sa politique monétaire avant la plupart des autres pays, éventuellement à la fin de 2018 ou au début de 2019.

LES RÉFORMES S'ANNONCENT AU MIEUX POUR 2019 — LES MARCHÉS EN TIENNENT COMPTE

Puisqu'on s'attend désormais à ce que la réforme des pensions se matérialise en 2019 dans le meilleur des cas, après l'échec de la proposition visant à l'approuver en février, et que les élections dressent un portrait très difficile à décrypter, les inquiétudes se multiplient parce que le redressement budgétaire qu'attendent les marchés reste hors d'atteinte. Pour l'instant, on ne connaît pas vraiment les principaux aspirants à la présidentielle d'octobre; or, les sondages récents classent constamment non loin de la tête les candidats que les acteurs du marché considèrent comme des populistes à tendance droitiste ou gauchiste. Puisqu'on ne connaît pas vraiment, pour l'instant, les principaux candidats, nous ne pouvons même pas commencer à essayer de deviner ce que seront leurs plans pour former le nouveau gouvernement — y compris leurs plans de réforme ou de redressement budgétaire. C'est pourquoi, à l'heure actuelle, les bonnes nouvelles pour le Brésil en 2018 proviendront probablement des données macroéconomiques, solides jusqu'à maintenant. En raison de la déception causée par les réformes, de concert avec l'incertitude politique, le BRL (-0,1 %) est la pire des grandes monnaies latino-américaines, si l'on excepte le VEF ou l'ARS. Pour ce qui est du crédit, le scénario est le même. Après que les échanges se soient inscrits à des creux qui gravitent autour de 140 points de base, les swaps sur défaillance de crédit à 5 ans du Brésil se situent désormais à nouveau au-dessus de 160 points de base, ce qui se rapproche du niveau de pays comme la Russie, la Turquie et l'Afrique du Sud — tous aux prises avec d'importantes difficultés.

LA CROISSANCE ET L'INFLATION APPORTENT TOUTES DEUX DE BONNES NOUVELLES

L'économie du Brésil a bien amorcé l'année 2018 : l'estimation mensuelle du PIB s'est inscrite à +3,0 % sur un an en janvier. Dans l'ensemble, les données sectorielles semblent laisser entrevoir un rebond assez généralisé, puisque la demande intérieure, les exportations et la production industrielle laissent enfin poindre une lueur d'espoir au bout du tunnel. Les ventes au détail de janvier ont légèrement déçu, à +3,2 % sur un an (par rapport à un consensus de 3,5 % sur un an); elles ont toutefois continué de confirmer que les consommateurs apportent finalement une plus forte contribution, qui s'explique probablement par un taux d'inflation favorable (l'IPCA s'est inscrit à moins de 3,0 %), de même que par la baisse des taux d'intérêt, qui apporte un certain répit aux ménages toujours fortement endettés.

RENSEIGNEMENTS

Eduardo Suárez, VP, Études économiques, Amérique latine

52.55.9179.5174 (Mexique)

Études économiques de la Banque Scotia

eduardo.suarez@scotiabank.com

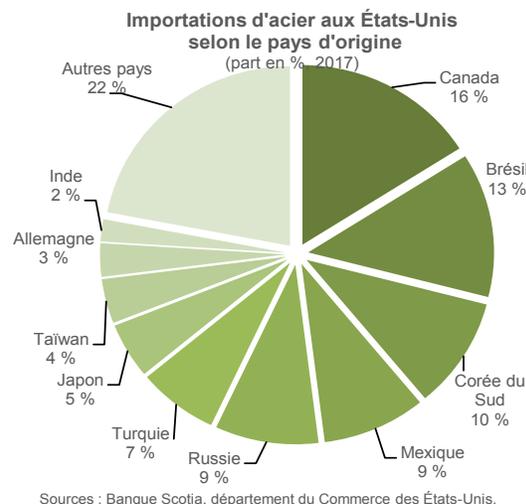
Brésil	2017	2018p	2019p
PIB réel (évolution annuelle en %)	1.0	2.5	2.7
IPC (% sur un an, fp)	2.9	4.1	2.6
Taux directeur banque centrale (% , fp)	7.00	6.75	8.50
Réal brésilien (USDBRL, fp)	3.31	3.25	3.35

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



Graphique 2



Pour ce qui est de la production industrielle, la remontée graduelle se vérifie, même si les récentes statistiques ont déçu. La production industrielle, qui devait s'inscrire à +3,9 % sur un an en février, est plutôt ressortie à +2,8 %. Il s'agit d'une légère déception, après le solide résultat de +5,8 % sur un an publié au début de 2018; toujours est-il qu'après s'être constamment contracté en 2014-2016, le secteur industriel semble prendre du mieux. Pour ce qui est des échanges commerciaux, l'amélioration des cours des produits de base vient donner un coup de pouce à l'économie brésilienne, en relevant les exportations d'environ 15 % sur un an en 2017. Cet élan pourrait perdre de la vitesse en 2018, puisque les cours des produits de base semblent s'être stabilisés, alors que l'amélioration du volume des échanges commerciaux mondiaux devrait toujours être bien orientée. Il faut tenir compte d'un risque, puisqu'à l'exception du Mercosur, le Brésil n'a pas, à l'heure actuelle, d'accord commercial important, ce qui pourrait le rendre plus vulnérable que la plupart des autres pays si une guerre commerciale mondiale devait effectivement être déclenchée. Bien que notre scénario de base ne prévoie pas du tout de guerre commerciale mondiale, il s'agit toujours d'un risque. Pendant les récentes discussions sur les sanctions tarifaires imposées sur l'acier par les États-Unis, le Brésil est ressorti comme l'un des pays qui seraient éventuellement les plus pénalisés. Le Brésil a par la suite été exempté des sanctions tarifaires éventuelles (graphique 2); il n'en demeure pas moins qu'il s'agit d'une crainte fondée, qu'il faut se rappeler.

POLITIQUE MONÉTAIRE PLUS CONCILIANTE SUR FOND D'INFLATION FAIBLE QUI NE CESSE D'ÉTONNER

La Banque centrale du Brésil (BCB) a abaissé son taux directeur de 25 points de base à la dernière réunion de son comité de la politique monétaire et a semblé annoncer qu'à terme, il y aura probablement une autre baisse de 25 points de base; par la suite, il y aura soit une interruption du cycle d'assouplissement, soit de nouvelles mesures modestes d'assouplissement en fin de cycle. Dans le dernier paragraphe de son [dernier procès-verbal](#), la BCB affirme qu'« en raison de l'évolution du scénario de base, il est opportun de réduire le taux Selic de 0,25 point de pourcentage à la réunion du comité de la politique monétaire. **En ce qui concerne la prochaine réunion, pour l'instant, ce comité juge opportun un nouvel assouplissement monétaire modéré. Il estime que ces nouvelles mesures de relance viennent atténuer le risque de convergence décalée de l'inflation dans la réalisation des cibles. Cette opinion à propos de la prochaine réunion du comité de la politique monétaire pourrait changer et privilégier l'interruption du processus de l'assouplissement monétaire, s'il se révèle inutile d'atténuer les risques. Au-delà de la prochaine réunion, à défaut d'autres changements pertinents dans le scénario de base et dans l'harmonisation des risques, le comité juge opportun d'interrompre le processus de l'assouplissement monétaire, afin d'évaluer les prochaines étapes, à la lumière de l'horizon temporel pertinent de la politique monétaire à ce moment** ».

Essentiellement, nous pensons que la BCB a jugé nécessaire de procéder à quelques baisses de taux supplémentaires pour éviter les risques déflationnistes, en raison du faible taux d'inflation qui ne cesse d'étonner; or, pour l'heure, la courbe du DI (le marché local des swaps sur les taux d'intérêt) semble cadrer avec l'orientation de la BCB, en intégrant l'autre baisse de 25 points de base signalée par le comité de la politique monétaire, et qui sera suivie d'une pause. Conformément à l'orientation de la BCB, nous nous attendons aussi à une baisse de 25 points de base à la prochaine réunion, puis à une pause. Or, nous sommes un peu plus hâtifs que la plupart des observateurs en ce qui concerne le moment auquel nous croyons que s'amorcera le cycle du durcissement, en entrevoyant une baisse de taux à 6,25 % à la prochaine réunion sur le taux Selic (le 16 mai), en pensant que les taux ne bougeront pas avant la fin de l'année et qu'une hausse de 25 points de base interviendra à la réunion du 12 décembre ou à la première réunion de 2019. Pourquoi nous attendons-nous à ce que le cycle de la normalisation de la politique monétaire s'amorce hâtivement? Pour un certain nombre de raisons.

- 1) La croissance prend rapidement de la vitesse, et si l'inflation se normalise à des niveaux plus proches de 3,5 %–4,0 %, les paramètres actuels du taux Selic deviendront rapidement « plutôt lâches ». En raison de l'inflation très volatile du Brésil et des effets de l'indexation, il serait risqué de retomber à nouveau derrière la courbe. Nous nous attendons à ce que la BCB ait tiré la leçon du dernier cycle. Il serait également prudent de laisser le navire continuer de voguer à bon port dans le cadre d'un éventuel changement de gouvernement.
- 2) Puisque le redressement budgétaire reste probablement hors d'atteinte, au moins pour l'ensemble de 2018, la BCB pourrait être obligée de commencer à compenser la situation budgétaire relâchée par une hausse des taux puisque l'économie rebascule en territoire de croissance proche du potentiel, ce dont nous nous rapprochons.
- 3) De quelle marge de manœuvre dispose-t-on? Nous ne sommes pas tout à fait convaincus que la marge soit aussi importante que le laissent entendre les niveaux actuels de production. Même si, en volume, la production industrielle s'inscrit actuellement aux niveaux de 2005, lorsque la capacité tourne à vide pendant aussi longtemps, elle a tendance à se détériorer.
- 4) L'incertitude est forte, et en raison de la forte répercussion du couple inflation-taux de change, les risques d'inflation sont loin d'être négligeables : le Brésil a l'un des taux de répercussion de l'inflation-taux de change le plus élevé des pays d'Amérique latine, à près de 20 %. Par conséquent, si l'ensemble de l'incertitude politique et des risques du commerce mondial se matérialise, le BRL fléchirait considérablement. Parce qu'il n'a pas d'accords de libre-échange, le Brésil pourrait être particulièrement vulnérable à la détérioration de la conjoncture commerciale mondiale, ce que nous entrevoyons non pas comme un « scénario de base », mais bien comme un risque.

PERSPECTIVES DU MARCHÉ

Nous sommes plutôt inquiets de constater que les sondages récents ne semblent pas étayer ce que nous considérons comme le consensus, à savoir qu'un candidat réformiste remportera probablement la prochaine présidentielle et se verra confier un mandat de promotion des réformes et de redressement budgétaire. Une légion d'acteurs du marché est d'avis que puisque M. Lula est sans doute éliminé de la course, en raison de son

incarcération, les candidats modérés récolteront une plus large part des voix. Nous croyons qu'il se pourrait au moins que les électeurs de MM. Lula et Bolsonaro soient compatibles, même si l'un est droitiste et l'autre gauchiste, puisqu'ils sont tous deux contre l'ordre établi. Il se pourrait aussi que les partisans en colère de M. Lula se mobilisent derrière le candidat qu'ils considèrent comme le plus défavorable au gouvernement actuel, malgré des différences idéologiques.

Il est encore tôt dans le processus électoral, et les sondages pourraient évoluer; or, jusqu'à une époque très récente, nous avons cru que les marchés étaient trop indifférents au risque politique. Par conséquent, en raison de la multiplication des risques de la conjoncture politique et des réformes, nous sommes en quelque sorte moins optimistes dans nos prévisions pour le BRL, notamment parce que nous pensons qu'il est plus probable que la conjoncture budgétaire ne s'améliorera pas en 2019 et que l'humeur des marchés s'aigrit. C'est aussi en partie la raison pour laquelle nous avons repoussé la date prévue pour le lancement du processus de normalisation des taux d'intérêt de la BCB puisque, en raison de la répercussion relativement forte de l'inflation et des taux de change, il se pourrait que la BCB doive faire preuve de circonspection.

Colombie

- On pourrait à juste titre affirmer que les élections constituent la première incertitude qui plane sur la Colombie, puisque les récents sondages et les résultats des primaires laissent entendre que nous assisterons probablement à un ballottage, au deuxième tour, entre Ivan Duque (appuyé par l'ancien président Uribe) et Gustavo Petro, l'ancien maire de Bogota, considéré comme « gauchiste ». On considère que les résultats des primaires tenues le 11 mars laissent entendre qu'à l'heure actuelle, Duque a de solides appuis et que c'est lui qui a l'avance (puisque'il a reçu environ un tiers de plus de voix que Petro dans les primaires).
- Pour ce qui est de la croissance, l'activité continue de tourner au ralenti (+1,3 % sur un an en décembre), en donnant toutefois des signes d'amélioration. Nous nous attendons à ce que la reprise du commerce mondial et la hausse des cours du pétrole viennent relancer la croissance pour la porter à 2,5 % en 2018 et à 3,5 % en 2019. Nous prévoyons un relèvement de 50 points de base pour le « côté haussier » de 2019.
- En Colombie, les marchés locaux restent vigoureux : le COP est la deuxième monnaie en importance dans les pays d'Amérique latine jusqu'à maintenant cette année (+7,0 %). Sur les marchés obligataires, la proximité de la note de crédit de la Colombie (BBB-) par rapport à la note du Mexique (BBB+) laisse entendre que les marchés sont en proie à une plus grande incertitude quant à l'issue des élections mexicaines et à la renégociation de l'ALÉNA qu'ils le sont à propos de la conjoncture politique de la Colombie.

LES ÉLECTIONS, SANS DOUTE LA PREMIÈRE SOURCE D'INCERTITUDE DANS LE PROCHAIN TRIMESTRE

Les élections ont été lancées dans un climat d'agitation en Colombie. Dans la première semaine de mars, on s'en est pris violemment à Gustavo Petro (l'ancien maire de Bogota et candidat actuel), ainsi qu'à l'ancien président Alvaro Uribe, qui parraine l'aspirant actuel, Ivan Duque. Si les élections donnent effectivement lieu à une chaude lutte entre Duque et Petro, on assistera probablement à un processus électoral très polarisant — avec des différences assez marquées sur les plateformes économiques et politiques des prétendants de l'heure : Ivan Duque and Gustavo Petro. Le résultat des primaires, dans lesquelles plus de 9 millions de voix ont été exprimées pour sélectionner les candidats, ce qui est un record et ce qui pourrait vouloir dire que les électeurs prennent au sérieux la course à la présidence, donne une première idée de la polarisation de cette élection. Pour éviter d'être sortis de la course, les candidats doivent obtenir au scrutin plus de la moitié du total des voix exprimées, ce qui paraît possible, mais improbable en raison des récents sondages.

Pour l'heure, les résultats des primaires qui ont eu lieu en mars se veulent un indice de l'élan et du soutien en faveur d'Ivan Duque, qui a récolté 4 millions de voix, par rapport à Gustavo Petro, qui n'en a obtenu que 2,8 millions dans la primaire de la coalition de gauche. Dans l'ensemble, le parti de droite a obtenu presque deux fois plus de voix que la gauche dans les primaires.

La Gran Consulta Colombia, la coalition droitiste, a comptabilisé 5,9 millions de voix, ce qui donne Ivan Duque comme candidat pour la droite :

- Ivan Duque : 4,0 millions de voix;
- Marta L. Ramirez : 1,5 million de voix;
- A. Ordoñez : 0,4 million de voix.

RENSEIGNEMENTS

Eduardo Suárez, VP, Études économiques, Amérique latine

52.55.9179.5174 (Mexique)

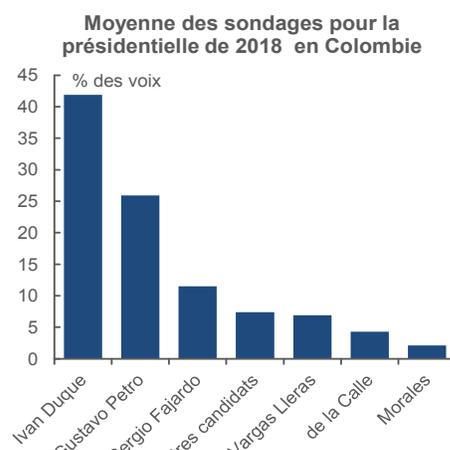
Études économiques de la Banque Scotia

eduardo.suarez@scotiabank.com

Colombie	2017	2018p	2019p
PIB réel (évolution annuelle en %)	1.8	2.5	3.5
IPC (% sur un an, fp)	4.1	3.3	3.1
Taux directeur banque centrale (% , fp)	4.75	4.25	5.00
Peso colombien (USDCOP, fp)	2,986	2,900	3,050

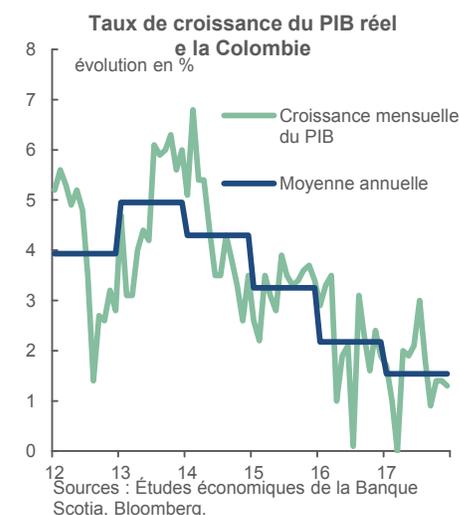
Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



Sources : El Pais (28 mars), Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 2



L'Inclusion Social por la Paz, coalition gauchiste, a récolté 3,3 millions de voix, ce qui fait de Gustavo Petro le grand prétendant :

- Gustavo Petro : 2,8 millions de voix;
- C. Caicedo : 0,5 million de voix.

Qui sont les aspirants?

- **Gustavo Petro** (inscrit dans les sondages dans la tranche inférieure des 20 % ou la tranche supérieure des 20 % de la fourchette, mais qui semble avoir trouvé un plafond) : cet ancien membre de la troupe rebelle M-19 et ex-maire de Bogota est le candidat le plus gauchiste, maintenant que Rodrigo Londoño (l'ancien dirigeant du FARC) s'est démis pour des raisons de santé. L'ancien maire a été dépouillé de son titre en raison d'allégations de corruption et de détournements. Or, ses droits politiques ont été rétablis devant les tribunaux internationaux. Petro s'est engagé à hausser la fiscalité des multinationales et à renforcer le rôle du secteur public dans les secteurs des régimes de retraite et des services bancaires. Certaines de ses propositions sont considérées comme une rupture par rapport au statu quo. Petro entend se positionner comme candidat contre l'ordre établi afin de miser sur les faibles cotes d'approbation du président Santos.
- **Ivan Duque** (que les sondages établissent aux alentours de 40 % et dont les résultats sont à la hausse) : l'ex-sénateur est largement considéré comme le protégé de l'ancien président Alvaro Uribe. Il est sans doute le plus droitiste des quatre grands prétendants et sa campagne a récemment pris de la vitesse. La position adoptée dans le processus de classification pourrait finalement devenir un élément polarisant des plans de M. Duque. L'ex-président Uribe a fortement critiqué le processus de classification de M. Santos, ce qui pourrait constituer un facteur de différenciation pour M. Duque par rapport au gouverneur actuel s'il reprend le flambeau de M. Uribe. Jusqu'à maintenant, il semble que selon la position qu'il a adoptée, les accords de M. Santos seront, non pas annulés, mais plutôt modifiés dans une certaine mesure. Du point de vue économique, on s'attend à ce qu'il soit prudent et à ce qu'il maintienne le statu quo.
- **German Vargas Lleras** : Il a été candidat à la présidence en 2010 et a déjà été sénateur. Ce candidat centriste-droitiste a été le vice-président du gouvernement du président Santos; il s'est toutefois démis de ses fonctions en 2017.
- **Sergio Fajardo** : Il est sans doute le prétendant centriste parmi les quatre premiers candidats. Cet ancien gouverneur d'Antioquia et maire de Medellín a aussi été l'ancien colistier d'Antanas Mockus. Il est sans aucun doute le candidat qui peut le plus fortement prétendre d'être un « véritable indépendant » et est considéré comme pragmatique, plutôt que motivé par l'idéologie. Il s'est engagé à consacrer sa présidence au développement des institutions, à l'éducation (il s'est engagé à hausser chaque année de 10 % les dépenses consacrées à l'éducation) et à la création d'emplois.

CROISSANCE ET INFLATION

La BanRep a réagi assez vigoureusement au ralentissement de l'économie, en abaissant le taux à un jour, passé de 7,75 % en 2016 à 4,50 % à l'heure actuelle, et une autre baisse de 25 points de base n'est pas exclue dans les prochaines réunions, puisque la croissance est toujours aussi anémique dans un environnement de hausse de l'inflation. Dans les statistiques récentes que nous avons consultées, l'inflation a baissé de 3,68 % à 3,37 % et les membres du comité de la politique monétaire ont laissé entendre qu'ils pourraient être favorables à un nouvel assouplissement si l'inflation baisse pour atteindre la cible (de sorte qu'il faut encore que l'IPC diminue d'environ 40 points de base). À la fin de 2017, l'activité économique, qui était très léthargique (l'indice de l'activité économique pour décembre s'est inscrit à 1,3 %), devrait commencer à prendre de la vitesse graduellement cette année en raison d'un regain de confiance, de la baisse des taux d'intérêt et de la hausse des cours du pétrole. Les premières statistiques de l'année (janvier) ont monté pour se chiffrer à 2,2 % sur un an.

Nous nous attendons à ce que la croissance s'améliore dans les deux prochaines années, pour monter à 2,5 % sur un an en 2018 (contre 1,8 % en 2017), et se rétablisse à son potentiel (3,5 %) en 2019. Nos prévisions cadrent parfaitement avec le consensus de Bloomberg pour 2018 et s'établissent à 50 points de base du côté haussier du consensus pour 2019. Si nous sommes plus constructifs, c'est à la fois en raison de l'orientation favorable du commerce mondial — même s'il faut surveiller les risques d'une guerre commerciale —, des niveaux relativement faibles d'incertitude qui pourraient favoriser l'investissement et des cours des produits de base. Nous nous rangeons également dans le clan du marché qui s'attend à ce que la BanRep assouplisse un peu plus sa politique monétaire, pour permettre de relancer la croissance, en raison d'une activité toujours léthargique.

DES MARCHÉS TOUJOURS STABLES, MALGRÉ LA NERVOSITÉ DE PLUS EN PLUS FORTE

Les positions étrangères sur le TES ne semblent pas avoir été malmenées par l'incertitude électorale jusqu'à maintenant, puisqu'elles sont restées plutôt stables à 26,2 % en février, en légère baisse par rapport à 26,46 % le mois précédent. L'écart des rendements entre le Mexique et la Colombie s'est considérablement amenuisé dans le dernier mois, pour passer d'environ 120–130 points de base il y a un mois à quelque 60 points de base le 2 avril. En raison de la note de crédit BBB- de la Colombie et de la note BBB+ du Mexique, cette différence de rendement laisse entendre que les investisseurs continuent de relever un plus grand degré d'incertitude au Mexique, probablement en raison des prochaines élections et de l'ALÉNA. À partir du début de l'année jusqu'au 8 mars, le peso colombien a été, après le MXN (+7,2 %), la monnaie la plus performante des pays d'Amérique latine (+7,0 %).

Pérou

LA RELANCE DE LA CROISSANCE

- Pour 2018, nous avons réduit notre prévision de croissance du PIB à 3,3 %, contre 3,7 %, en raison de l'agitation politique qui s'est répercutée sur le calendrier des investissements de l'État.
- La réaction des marchés au changement de gouvernement a été discrète et de courte durée.
- Dans les derniers mois, la croissance a été plutôt stable, à 3,0 % environ. À terme, le principal enjeu est la rapidité avec laquelle le gouvernement peut reprendre son calendrier d'investissements.
- Puisque l'inflation est nettement inférieure à son plancher cible, la BC pourrait abaisser son taux directeur au moins une fois à 2,50 % en mai.

Nous avons réduit, pour 2018, notre prévision de croissance du PIB à 3,3 %, contre 3,7 %. Nous avons déjà adopté un parti pris en baisse sur la croissance, mais nous attendions que le climat politique s'assainisse et que le nouveau gouvernement et le cabinet des ministres s'installent. Notre prévision de croissance en baisse tient compte des retards dans l'application des mesures de relance budgétaire, puisque l'agitation politique et les changements au sein du cabinet ont malmené le calendrier des investissements de l'État.

Après deux tentatives de destitution, l'arrivée d'un nouveau président, la nomination de deux nouveaux cabinets, le départ de cinq membres du cabinet et l'enquête de corruption sur d'importantes sociétés de construction et de prestigieux hommes d'affaires et chefs de partis politiques, le tout en moins de deux ans, la grande question est sans doute non pas de savoir pourquoi la croissance du PIB s'est ralentie, mais plutôt comment le pays a pu croître malgré tous ces obstacles. Or, le changement politique n'a jamais constitué une menace pour la gestion de l'économie, et cette agitation s'est déroulée dans un contexte marqué par l'amélioration de la balance commerciale et un vigoureux équilibre macroéconomique. Par conséquent, la réaction négative des marchés a été discrète et de courte durée. Le PEN n'a guère bougé, les marchés obligataires et boursiers ont peu réagi, et les agences de notation ont essentiellement ratifié la note et la perspective du Pérou.

L'année a commencé timidement pour ce qui est de la croissance du PIB : 2,8 % sur un an en janvier. Dans les derniers mois, et hormis la volatilité à court terme dans le secteur de la pêche, la croissance a été plutôt stable, à 3,0 % environ. La grande question à terme est de savoir si le gouvernement pourra reprendre rapidement son calendrier d'investissements. Même si elle a été malmenée (le PIB de mars et d'avril sera révélateur à cet égard), la croissance pourrait commencer à remonter sous le nouveau régime du Président Vizcarra, et le Congrès dominé par l'opposition paraît mieux disposé à collaborer avec le nouveau gouvernement. Le nouveau cabinet ministériel du Pérou est favorable aux marchés. Bien que de nombreux membres du cabinet aient l'expérience de l'administration publique, le cabinet devra faire ses preuves dans la gestion de l'État et triompher des obstacles qui se dressent contre l'investissement dans les infrastructures.

L'inflation annuelle a chuté à 0,4 % en mars, ce qui est nettement inférieur au plancher de 1,0 % de la fourchette cible de la Banque centrale. Mars est probablement le dernier mois au cours duquel l'inflation a baissé en raison de l'effet de base de la forte inflation causée par El Niño en 2017. À partir de la fin de mars, l'inflation devrait rebondir et se rétablir vraisemblablement dans la fourchette cible de la Banque centrale. Cette dernière a réduit son taux directeur, qui est passé de 3,0 % à 2,75 % en mars, et a semblé annoncer la

RENSEIGNEMENTS

Guillermo Arbe

511.211.6052 (Pérou)

Scotiabank Peru

guillermo.arbe@scotiabank.com.pe

Pérou	2017	2018p	2019p
PIB réel (évolution annuelle en %)	2.5	3.3	3.7
IPC (% sur un an, fp)	1.4	2.0	2.5
Taux directeur banque centrale (% , fp)	3.25	2.75	3.25
Sol péruvien (USDPEN, fp)	3.24	3.18	3.12

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Tableau 1

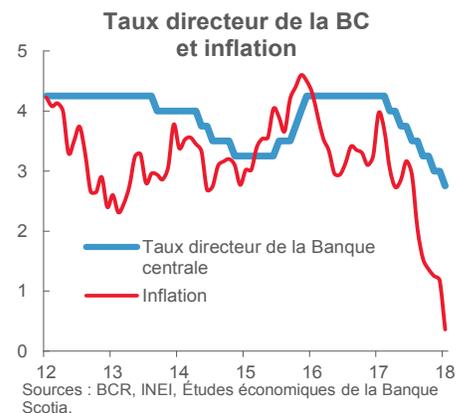
Croissance du PIB - Volets de la demande

	2017	2018p
PIB	2.5	3.3
Demande intérieure 1/	1.8	3.3
Consommation du secteur privé	2.5	2.8
Consommation du secteur public	1.6	4.0
Investissement fixe total	0.0	4.6
Secteur privé	0.1	3.7
Secteur public	-0.1	8.4
Exportations	8.5	3.3

P : Prévision. 1/ Sauf les stocks

Source : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



possibilité qu'elle le réduise encore, en mai, à 2,50 %. Si elle le fait, il s'agira probablement de la dernière hausse. Elle sait en effet que l'inflation rebondira incessamment et qu'elle doit aussi s'inquiéter davantage de l'amenuisement de l'écart avec le taux sur les fonds fédéraux.

Dans les 12 derniers mois qui ont précédé février, le déficit budgétaire est ressorti à 3,3 % du PIB, ce qui est légèrement supérieur à 3,2 % à la fin de 2017 et ce qui cadre essentiellement avec les attentes. Les recettes et les dépenses ont augmenté considérablement — de 8,7 % et de 17,1 % sur un an respectivement — en raison de la hausse des cours des métaux d'une part et de la politique de relance budgétaire d'autre part. Il est trop tôt pour avoir une vue d'ensemble de l'année complète, qui dépendra essentiellement de la hausse des recettes pendant la période des rentrées fiscales de mars et d'avril. Toutefois, on s'inquiète de plus en plus des comptes budgétaires, ce qui pourrait se répercuter sur les politiques de l'État à un moment donné, même si 2019 sera probablement, plutôt que 2018, l'année charnière.

Après avoir augmenté pour s'inscrire à 3,22–3,27 pendant la plus grande partie de février et de mars, période secouée par l'agitation politique, le PEN paraît avoir réintégré la fourchette antérieure de 3,20–3,23. Nous ne relevons aucune raison de modifier notre prévision de 3,18 pour la fin de l'année. Les comptes du commerce extérieur du Pérou s'améliorent considérablement. Le fort volume des ventes en dollars US des sociétés minières pour payer les impôts sur les bénéfices réalisés au pays vient compenser la conjoncture politique et continuera de peser sur le taux de change, surtout en avril, mais non exclusivement dans ce mois. Les fondamentaux continuent, à terme, de favoriser une légère hausse du PEN, malgré la récente correction des cours et les taux de base. La Banque centrale est essentiellement restée à l'écart du marché, en se contentant de signaler ses intentions, qui ont eu pour effet de fixer les ordres d'achat stop à 3,27 et les ordres de vente stop à 3,20–3,21 en \$ US.

Chili

L'ÉCONOMIE PRÊTE À REDÉCOLLER, MALGRÉ QUELQUES TURBULENCES

- Une fois de plus, les prévisions de croissance pour l'année en cours ont été réalisées à la hausse, à 3,6 %, ce qui confirme la solide tendance que nous avions prévue il y a trois mois. La plus forte augmentation est attribuable aux secteurs liés à l'investissement et aux exportations. La consommation devrait prendre de la vitesse, à un rythme plus lent.
- Les autorités ne freineront pas la relance dans la mesure où la Banque centrale n'entrevoit pas, à court terme, de signes de normalisation de l'inflation. La politique monétaire restera stimulante plus longtemps qu'attendu. La politique budgétaire ne devrait pas constituer un obstacle, mais ne donnera pas non plus de vitesse à l'économie.
- La conjoncture extérieure, plus turbulente qu'en janvier, est venue accroître les risques pour l'économie chilienne; il ne s'agit toutefois pas d'un facteur assez lourd pour nuire à l'accélération de la croissance dans les prochains trimestres.

ACTUALISATION MACROÉCONOMIQUE : ON S'ATTEND À CE QUE LES ATTENTES SE CRONCRÉTISENT

Dans les trois derniers mois, les attentes se sont considérablement améliorées, les perspectives politiques sont devenues plus favorables à la conjoncture commerciale et les prévisions du cours du cuivre se sont raffermies, allant même jusqu'à dépasser 3 \$ US la livre pour l'année en cours. Bien que cette nouvelle conjoncture ne se répercute toujours pas sur les résultats effectifs, nos prévisions pour l'année en cours sont passées de 3,1 % en janvier à 3,6 %. Pour l'an prochain, nous prévoyons une expansion de 3,9 %.

Malgré l'amélioration de la conjoncture, les risques perdurent. Le cours du cuivre a baissé après avoir atteint un pic et les risques protectionnistes américains ont ressurgi. En outre, la conjoncture politique en Amérique latine est devenue plus risquée (et il semble qu'elle le restera cette année). Enfin, même si nous entrevoys des données plus solides pour l'investissement dans nos projections, il sera de plus en plus évident qu'une bonne partie de l'investissement contenu se matérialisera non pas cette année, mais plutôt en 2019. Certains indicateurs, par exemple celui de la confiance des entreprises, se sont récemment modérés, même si nous prévoyons qu'un ton généralement optimiste sera prépondérant dans les prochains trimestres.

L'économie atteindra son potentiel de croissance (estimée à 3,5 %) cette année et le dépassera d'ici 2019. Cet élément essentiel nous permet de maintenir notre prévision d'inflation pour cette année à 2,8 %, même si, d'après les attentes des marchés, elle s'inscrit à près d'un demi-point de pourcentage en dessous de ce niveau. Il va de soi que le taux de change sera un facteur très incertain à très court terme, mais jusqu'à maintenant, une baisse très importante et une partie de son dernier repli semblent déjà s'inscrire dans la fourchette prévue. En conséquence, la politique monétaire restera fidèle à la conjoncture actuelle (TPM à 2,5 %) pour une durée un peu plus longue que prévu il y a trois mois. Bien que la plupart des acteurs du marché s'attendent à ce que la normalisation monétaire s'amorce vers la fin de l'année ou au début de 2019, une hausse des taux directeurs en septembre est probable, la reprise deviendra plus intense et définitive, et l'efficacité des mesures politiques deviendra plus claire. Il faut dire que même si le taux de change peut aider à déterminer l'inflation, les effets à long terme liés aux écarts de capacité (croissance potentielle et croissance réelle) de l'économie chilienne évoluent plus lentement, mais sont aussi beaucoup plus puissants et durables.

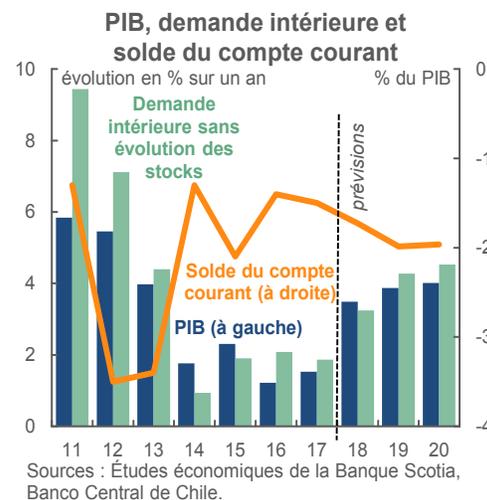
RENSEIGNEMENTS

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

Chili	2017	2018p	2019p
PIB réel (évolution annuelle en %)	1.5	3.6	3.9
IPC (% sur un an, fp)	2.3	2.8	3.0
Taux directeur banque centrale (% , fp)	2.50	3.00	3.50
Peso chilien (USDCLP, fp)	615	595	584

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



Graphique 2



PANORAMA POLITIQUE : LE DÉBUT D'UNE ÉTAPE DÉCISIVE

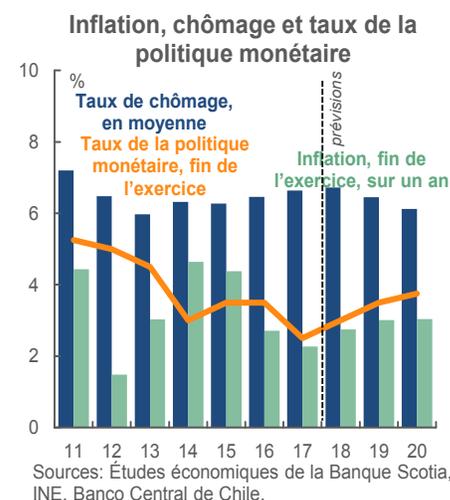
La conjoncture politique s'annonce prometteuse. Or, le processus de consolidation se situe toujours au premier stade ou, tout au plus, au deuxième. Le nouveau gouvernement a annoncé la plupart des nominations essentielles (au moment d'écrire ces lignes, seuls quelques titulaires de portefeuille restaient à confirmer ou à remplacer); toutefois, l'étape la plus décisive pour le nouvel exécutif est désormais engagée : sa capacité à négocier avec l'opposition pour parvenir à un accord qui permettra notamment d'améliorer la conjoncture économique. Selon le discours tenu jusqu'à maintenant, les accords s'annoncent très vastes : on vise non seulement à adopter le minimum nécessaire pour recueillir les approbations voulues, mais aussi à stabiliser à très long terme les nouvelles politiques. Le président lui-même intervient massivement dans le processus, ce qui confirme l'importance qu'on lui donne. En outre, l'opposition gauchiste moins traditionnelle semble divisée sur la possibilité de conclure des accords avec le gouvernement. Nous pensons que l'État réussira à relever ces défis; or, il y a aussi des risques que ce ne soit pas le cas.

LES PRINCIPAUX RISQUES, TOUJOURS LES MÊMES, SE PRÉSENTENT SOUS UN JOUR DIFFÉRENT

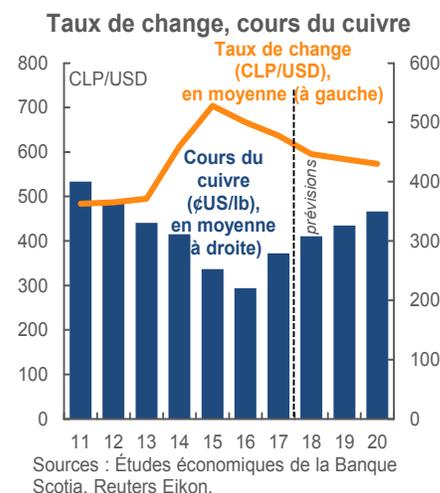
Le risque d'un conflit commercial entre les deux grands partenaires du Chili (les États-Unis et la Chine) s'est fait jour. Même si, à très court terme, ce conflit pouvait avoir des répercussions favorables, qui se traduiront par des mesures d'envergure (soit l'ouverture de nouveaux marchés pour certaines exportations et une baisse de prix pour certaines importations), il faudrait être aveugle pour croire qu'il s'agira du résultat final pour le Chili. Les effets du second tour pour l'économie nationale seraient liés à une probabilité supérieure de problèmes sur certains marchés en raison des préoccupations extrêmes qui découleraient d'une nouvelle ère de protectionnisme.

D'autres risques sont liés à la conjoncture politique interne. Le risque le plus évident est l'incapacité du gouvernement à conclure des accords avec l'opposition sur les questions économiques, ce qui pourrait décaler ou annuler une partie de l'agenda productif et obliger à réviser les prévisions de croissance.

Graphique 3



Graphique 4



Royaume-Uni

- Tout indique que la Banque d'Angleterre haussera le taux d'escompte lors de sa réunion de mai, conformément à notre opinion de longue date.
- En dépit de perturbations ponctuelles, les fondamentaux de la production s'améliorent et nous nous attendons à ce que la croissance du PIB s'accélère cette année.
- L'inflation a commencé à ralentir et nous croyons que cette tendance va s'accroître.

Comme nous le prévoyons depuis un moment, tout indique que la Banque d'Angleterre (BoE) haussera le taux d'escompte lors de la réunion du Comité de la politique monétaire (le « Comité ») qui aura lieu à la mi-mai. Nous croyons que le Comité donnera un prochain tour de vis en novembre, même si des difficultés ne manqueront pas de surgir d'ici là. Compte tenu du nombre de conditions remplies, une hausse de taux lors de la prochaine réunion de mai est pleinement justifiée. En effet, les signes d'accélération de l'inflation par les salaires, le resserrement continu du marché de l'emploi et la solide croissance du PIB sont autant de facteurs pouvant justifier un deuxième relèvement dans le présent cycle. Nous croyons que l'accélération de la croissance du PIB et de l'inflation par les salaires incitera la BoE à procéder à une autre hausse en novembre. Toutefois, nous sommes pleinement conscients que cette thèse pourrait être mise à l'épreuve au cours des prochains mois si, comme nous le croyons, l'inflation devait brusquement chuter.

CROISSANCE

Des perturbations ponctuelles, combinées à des manchettes négatives, ont nui aux récentes données sur la production et cette conjoncture devrait prévaloir encore un moment. Par exemple, la fermeture provisoire d'un important pipeline en mer du Nord a retranché près de 0,1 % sur la croissance du PIB au quatrième trimestre, mais sa remise en service devrait permettre de reprendre le terrain perdu au cours du premier trimestre de 2018. Bien que ce soit selon nous peu probable, des conditions météorologiques défavorables pourraient toutefois changer la donne.

Ces perturbations n'ont qu'une incidence réelle marginale et nous croyons que la BoE n'en tiendra pas compte. Nous sommes en effet d'avis que les fondamentaux sous-jacents de la croissance s'améliorent, comme l'attestent notamment le ralentissement de l'inflation de l'IPC et la hausse de l'inflation par les salaires, deux phénomènes qui devraient maintenir cette tendance tout au long de l'année. Ce contexte devrait soutenir la croissance du revenu réel disponible et, ultimement, celle du PIB et de la consommation des ménages. Bref, nous croyons que 2018 sera à l'opposé de 2017. Nous entrevoyons des signes indiquant que ce scénario commence à se concrétiser grâce au regain d'optimisme des consommateurs. Il devrait toutefois s'écouler plusieurs mois avant que cette embellie se manifeste concrètement dans les statistiques officielles sur les ventes au détail et le PIB.

Les médias ont récemment mis l'accent sur les difficultés des secteurs du détail et de la restauration, qui découlent selon nous du ralentissement de la croissance du revenu réel disponible survenu l'an dernier et qui devraient s'estomper rapidement. Ces problèmes sont chose du passé et ne devraient donc pas empêcher la BoE de relever les taux à court terme.

Dans l'ensemble, nous croyons que la croissance du PIB du Royaume-Uni continuera de s'accroître en 2018 et bien que nos prévisions de croissance pour l'ensemble de l'année (1 ¾ % sur 12 mois) suggèrent un rythme de croissance similaire à celui de 2017, certaines nuances doivent être apportées. En effet, la croissance était à la baisse l'an dernier alors que nous nous attendons à ce qu'elle s'accroisse cette année. Nous croyons qu'elle progressera encore un peu plus en 2019, à un taux légèrement inférieur à 2 % sur 12 mois.

RENSEIGNEMENTS

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

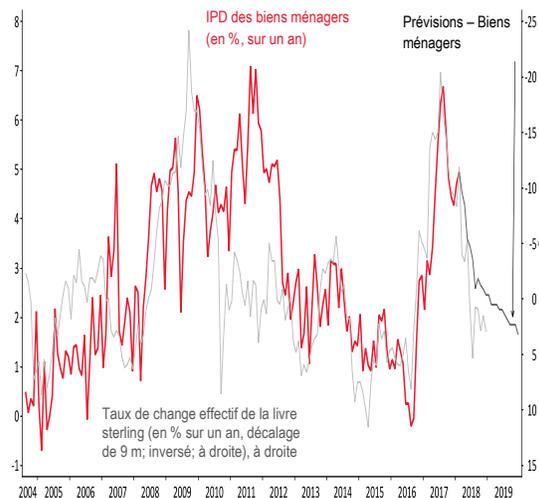
44.207.826.5986 (Londres)
 Stratégie des titres à revenu fixe
alan.clarke@scotiabank.com

Royaume-Uni	2017	2018p	2019p
PIB réel (évolution annuelle en %)	1.8	1.7	1.9
IPC (% sur un an, fp)	3.0	1.9	1.9
Taux directeur banque centrale (% , fp)	0.50	1.00	1.50
Livre sterling (GBPUSD, fp)	1.35	1.47	1.50

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1

Le taux de change de la livre sterling laisse entrevoir une baisse de l'indice des prix de détail (IPD) des biens ménagers



Sources : Macrobond, Scotiabank FICC Strategy.

INFLATION

Les récents déboires des secteurs du détail et de la restauration indiquent une détérioration du pouvoir de fixation des prix. Compte tenu du recul de l'inflation des biens, nous prévoyons depuis un moment que l'inflation sera faible cette année, car le soutien offert par l'inflation importée (qui découle de la baisse de la livre sterling après le vote sur le Brexit) devrait graduellement faiblir au cours de l'année. Certaines composantes de l'inflation confirment déjà ce scénario (graphique 1) et nous croyons que ce mouvement n'en est qu'à ses débuts.

Notre thèse diverge de celle de la BoE sur un point : les perspectives relatives à l'inflation des services. Certains sont d'avis que l'accélération de l'inflation des services neutralisera largement l'effet du ralentissement de l'inflation des biens, ce qui n'entraînerait qu'une modeste baisse de l'inflation globale. Nous croyons que cette théorie est fondée sur l'hypothèse simplificatrice voulant qu'une hausse de l'inflation par les salaires entraîne forcément celle de l'inflation des services. En examinant de plus près les facteurs qui influencent l'inflation des services, on constate toutefois que cette équation ne se vérifie pas toujours, du moins pas cette année. Compte tenu des baisses de prix programmées et de certains faits évidents, nous croyons que l'inflation des services demeurera relativement faible cette année encore.

Par conséquent, nos prévisions d'inflation se situent entre $\frac{1}{4}$ et $\frac{1}{2}$ point de pourcentage sous les prévisions consensuelles. Nous nous attendons à ce que l'inflation de l'IPC recule pour s'établir à $1\frac{3}{4}$ % d'ici la fin de 2018, un niveau légèrement inférieur à la cible de 2 % de la BoE et environ $\frac{3}{4}$ % de points de pourcentage sous les prévisions de la Banque. L'inflation devrait demeurer dans cette fourchette en 2019.

Comme mentionné, nous croyons que la route qui nous sépare de la réunion de novembre de la BoE sera parsemée d'embûches. Le niveau plus faible que prévu de l'inflation de l'IPC pourrait inciter la BoE à passer son tour en novembre et à se contenter d'une seule hausse de taux en mai, mais d'autres facteurs militent en faveur d'une deuxième augmentation. Nous croyons que la Banque ne tiendra pas compte des composantes qui jugulent artificiellement l'inflation (une réforme gouvernementale a fait baisser le prix de certains loyers, la hausse enregistrée l'an dernier par les composantes sensibles aux effets de change s'essouffle, etc.). De plus, l'augmentation de l'inflation a neutralisé la croissance l'an dernier, ce qui a freiné les ardeurs de la BoE. La situation s'est selon nous inversée cette année : la faiblesse de l'inflation alimentera la croissance, ce qui incitera la BoE à relever les taux.

BREXIT / FINANCES PUBLIQUES / POLITIQUES

Le Royaume-Uni et l'Union européenne ont conclu un « accord de transition » qui prévoit en gros que les ententes commerciales et juridiques entre les deux parties resteront à peu près les mêmes durant les deux années qui suivront la date officielle du divorce en mars 2019. Nul ne sait toutefois quel est l'objectif final de cette « transition ». Nous ignorons toujours les conditions qui régiront les échanges commerciaux entre le Royaume-Uni et l'Union européenne au terme du processus de transition. Nous sommes d'avis que la sortie du Royaume-Uni se fera de manière relativement harmonieuse et qu'elle comportera une entente sur mesure couvrant les échanges de biens et de services entre les deux économies. Des compromis seront nécessaires de part et d'autre (p. ex. des droits de pêche contre des concessions en matière financière) et nous croyons que le Royaume-Uni acceptera d'augmenter sa contribution au budget de l'Union européenne pour préserver son accès aux marchés européens.

De manière générale, nous pensons que le Brexit nuira à la croissance économique du Royaume-Uni, du moins à court terme. Jusqu'à présent, l'économie a subi les répercussions indirectes (et temporaires) du Brexit, comme les pressions sur les revenus réels causées par la hausse d'inflation découlant de la faiblesse de la livre sterling. Toutefois, les conséquences directes du Brexit ne se sont pas encore pleinement fait sentir puisque le Royaume-Uni n'a pas encore officiellement quitté l'Union européenne. Le gouvernement britannique souhaite bien sûr réduire au minimum les entraves aux échanges commerciaux, mais il est à peu près sûr que des obstacles, de nature administrative ou autre, plomberont la production. Les investissements s'avéreront vraisemblablement une arme à deux tranchants : les sociétés axées sur l'exportation pourraient décider de quitter le Royaume-Uni, ce qui nuirait à la croissance, mais les sociétés qui réalisent une grande partie de leur chiffre d'affaires au Royaume-Uni pourraient décider d'augmenter leurs investissements au pays pour assurer leur autonomie à mesure que l'accès aux produits étrangers se complique. Nous estimons que la croissance de la production d'une année à l'autre est passée de près de 2 % à environ 1,6 % au Royaume-Uni.

Ceux qui militent en faveur d'un Brexit intransigeant seront déçus de l'ampleur des concessions accordées à l'Union européenne, et nous nous demandons si cette situation donnera lieu à une course au leadership ou à une (autre) élection générale cette année ou l'an prochain. Une course à la direction est possible (surtout en octobre), mais selon nous peu probable. Quoi qu'il en soit, une chose est sûre, les médias ne manqueront pas d'alimenter l'incertitude des marchés.

Les finances publiques continuent de se porter mieux que prévu. Le chancelier a promis qu'il sauterait sur la première occasion pour augmenter les dépenses publiques si cette tendance devait se poursuivre en 2018. On prévoit déjà que le rythme de resserrement des finances publiques devrait être relativement faible au cours des prochaines années, et qu'il n'aura donc qu'un effet négligeable sur la croissance.

Zone euro

- Malgré un certain ralentissement des indicateurs, la croissance du PIB de la zone euro devrait dépasser les prudentes prévisions consensuelles.
- L'inflation de base demeure obstinément faible, mais la diminution de la surcapacité indique que l'inflation sous-jacente pourrait s'accélérer au cours de l'année.
- Nous nous attendons à ce que la Banque centrale européenne mette fin à son programme de rachat d'actifs à la fin du présent cycle en septembre.

CREISSANCE

Les indicateurs de croissance pour la zone euro ont quelque peu ralenti dernièrement, mais il ne s'agit pas selon nous d'un « refroidissement », mais plutôt d'un « rafraîchissement » après une période assez chaude. Il est vrai que des indicateurs comme l'enquête IFO ont perdu des plumes au cours des derniers mois, mais seulement après avoir atteint des sommets de plusieurs décennies. Cela dit, même si les prévisions consensuelles de croissance ont quasiment rejoint nos propres prévisions plutôt optimistes, nous avons été un peu déçus par les récentes statistiques de croissance du PIB d'un trimestre à l'autre. Le lien entre croissance et indicateurs laissait entrevoir une croissance trimestrielle de près de 1 %, alors qu'elle n'a atteint qu'un peu plus de 0,5 %, un niveau certes très respectable, mais un peu inférieur à celui que l'enquête avait laissé espérer.

La progression de l'indice CPB, qui mesure les volumes d'échanges commerciaux à l'échelle mondiale, est l'un des éléments positifs des derniers mois. Malgré les manchettes moroses – notamment sur l'éventualité de guerres commerciales – l'indice CPB a brusquement augmenté, indiquant que les exportations reprenaient de la vigueur, du moins temporairement (graphique 2). L'indice PMI manufacturier demeure quant à lui très élevé, reflétant la vitalité soutenue des investissements. L'optimisme des consommateurs, qui est toujours au beau fixe, et la baisse de l'inflation (qui devrait stimuler le revenu réel) laissent présager une embellie du côté de la consommation des ménages.

Sur le plan géographique, l'Allemagne continue de mener la charge, affichant une croissance de près de 3 % sur un an à la fin de 2017. L'Espagne a dégagé une croissance légèrement supérieure, mais représente une fraction moins importante du PIB global de la zone euro. L'Italie est en queue de peloton avec une croissance de seulement 1,5 % sur 12 mois en 2017.

Dans l'ensemble, nous prévoyons que le PIB progressera de 2 ½ % cette année, un taux légèrement supérieur aux plus récentes prévisions de la Banque centrale européenne (BCE). Nous nous attendons à un léger ralentissement l'an prochain (2 ¼ % sur un an). Bien que le taux de croissance soit satisfaisant, la marge de surcapacité demeure très élevée et compense les années où la production a été inférieure à la moyenne. La robuste croissance permet donc de rattraper le temps perdu et ne pose pas de risque de surchauffe.

INFLATION

L'inflation globale a diminué conformément aux attentes au cours des 12 derniers mois, touchant un creux de 1,1 % (sur un an) en février. Le ralentissement est largement lié aux effets de base, qui se sont largement estompés. Les effets de base des cours du pétrole pourraient stimuler l'inflation globale d'ici le mois de juillet, alors que ceux des prix des aliments pourraient lui nuire.

RENSEIGNEMENTS

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

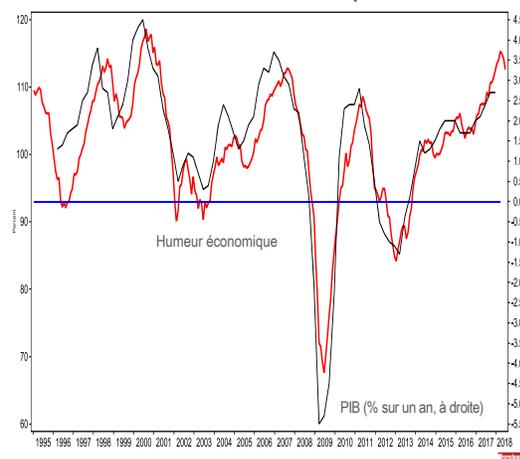
44.207.826.5986 (Londres)
 Stratégie des titres à revenu fixe
alan.clarke@scotiabank.com

Zone euro	2017	2018p	2019p
PIB réel (évolution annuelle en %)	2.5	2.5	2.3
IPC (% sur un an, fp)	1.4	1.5	1.5
Taux directeur banque centrale (% , fp)	0.00	0.00	0.50
Euro (EURUSD, fp)	1.20	1.30	1.35

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1

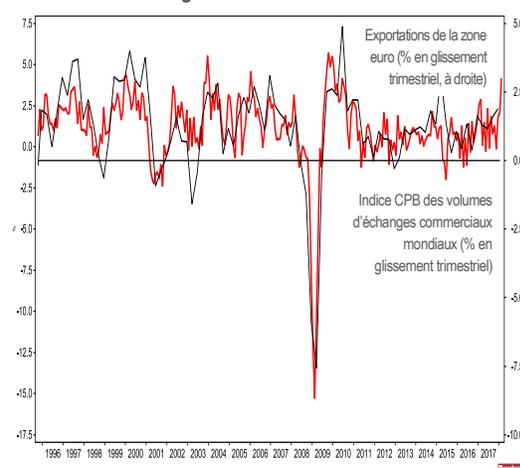
Croissance du PIB et humeur économique dans la zone euro



Sources : Macrobond, Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 2

Exportations de la zone euro et indice CPB des volumes d'échanges commerciaux mondiaux



Sources : Macrobond, Études économiques de la Banque Scotia.

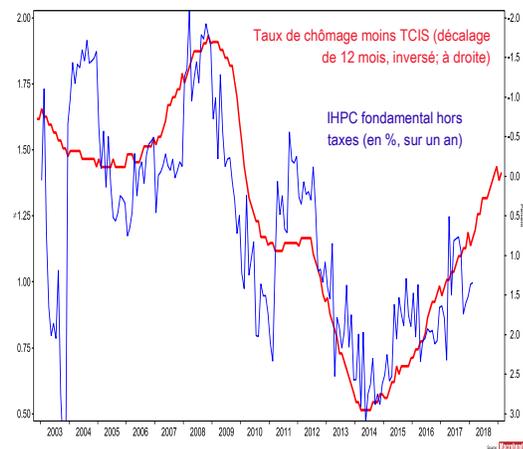
Ces faits sont essentiellement des distractions, et la BCE devrait surtout se préoccuper de l'inflation sous-jacente. Dans ce contexte, les vraies nouvelles sont plutôt rares. L'inflation de base « devrait » augmenter graduellement au cours de la prochaine année grâce à l'érosion généralisée de la surcapacité et au recul du chômage par rapport au taux de chômage à inflation stationnaire (TCIS) (graphique 3). Jusqu'à présent toutefois, les preuves attestant d'une réelle reprise de l'inflation tardent à se manifester puisqu'elle n'a augmenté que de 1 % en un an.

Nous nous attendons à ce que le taux de l'inflation globale de l'IPC oscille entre 1 ½ et 1 ¾ jusqu'à la fin de 2018, et à ce qu'il augmente graduellement au cours de l'année suivante. La hausse de l'inflation devrait surtout provenir des composantes exclues du taux d'inflation de base, et l'inflation sous-jacente ne devrait progresser que d'environ ¼ % en 2018, pour clore l'année à 1 ¼ %.

POLITIQUE MONÉTAIRE

Sur le plan de la politique monétaire, le principal dilemme de la BCE consiste à décider si elle mettra fin à son programme de rachat d'actifs dès la fin du présent cycle d'assouplissement quantitatif en septembre ou si elle procédera de manière plus graduelle. Bien que la faiblesse persistante de l'inflation sous-jacente puisse justifier la poursuite du programme, nous ne croyons pas que la BCE pourra continuer à assouplir sa politique monétaire alors que la Fed et la BoE sont résolument en mode resserrement. Nous croyons donc que la BCE mettra fin à son programme à la fin du présent cycle de rachats en septembre.

Graphique 3
Inflation de base de la zone euro et chômage par rapport au TCIS



Sources : Macrobond, Études économiques de la Banque Scotia.

Chine

- Les autorités chinoises ont laissé entendre que des réformes structurelles et des mesures de libéralisation économique additionnelles sont à prévoir à court terme.
- Les perspectives économiques sont soutenues par l'élan du secteur des services et par le dynamisme des consommateurs chinois, alors que les investissements à crédit ralentissent; le conflit commercial entre les É.-U. et la Chine pourrait entraver la croissance.
- Une politique monétaire prudente et neutre demeure l'option la plus sûre pour assurer la stabilité des conditions financières.

PERSPECTIVES EN MATIÈRE DE POLITIQUES

L'évolution de la société et de l'économie chinoises sera façonnée par la vision du président Xi Jinping pendant de nombreuses années. Le Congrès national du peuple (le sommet parlementaire annuel chinois) qui s'est déroulé en mars a aboli la règle limitant à deux le nombre maximal de mandats du président et du vice-président, ce qui permet au président Xi Jinping de demeurer indéfiniment aux commandes du pays. Le Parlement a également nommé l'ancien responsable de la rigoureuse campagne de lutte anticorruption, Wang Qishan, au poste de vice-président. Nous reconnaissons que le programme de réforme structurelle et les accomplissements du président Xi donnent jusqu'à présent des résultats positifs et laissent entrevoir une poursuite des efforts de modernisation et d'ouverture économique, mais la prudence nous incite à faire remarquer que, de manière générale, l'autoritarisme donne rarement lieu à l'adoption de politiques de grande qualité à long terme.

Nous nous attendons à ce que les politiques demeurent largement stables dans les mois et les années qui viennent et à ce que le programme des dirigeants chinois mette l'accent sur les réformes structurelles, la préservation de l'idéologie socialiste et la consolidation de la position de la Chine sur l'échiquier mondial. La nomination de Liu He, principal conseiller économique du président Xi, à l'un des quatre postes de vice-premiers ministres du premier ministre Li Keqiang indique qu'à court terme, le programme sera fortement axé sur le premier objectif. M. Liu, chargé de la bonne marche de l'économie et du secteur de la finance, a laissé entendre que d'importantes mesures visant à libéraliser davantage le marché seront mises en œuvre à court terme. Nous croyons que M. Liu reformera d'abord le secteur de la finance pour réduire les risques systémiques puisqu'il est essentiel d'avoir un système bancaire solide pour assurer le succès de la libéralisation économique. De plus, il s'attaquera probablement en priorité à la réforme des inefficaces entreprises d'État et s'efforcera de renforcer les politiques industrielles chinoises en réduisant davantage la surcapacité. En plus de ses responsabilités internes, M. Liu sera également le principal interlocuteur des États-Unis, un rôle pivot qui lui confère une grande influence à l'échelle mondiale, tant à très court terme en raison des tensions commerciales actuelles, qu'à long terme à mesure que la taille de l'économie de la Chine se rapprochera de celle des États-Unis (graphique 1).

PERSPECTIVES DE CROISSANCE ÉCONOMIQUE

Les perspectives économiques de la Chine demeurent plutôt favorables. La croissance perdra graduellement de la vitesse en 2018-2019, mais nous croyons que le rythme d'expansion de l'économie sera plus solide et plus durable. La cible de croissance du PIB réel pour 2018 a été dévoilée lors du Congrès national du peuple en mars. La Chine vise une croissance de 6,5 % cette année. Bien que la cible soit la même que l'an dernier, le gouvernement n'a pas l'intention d'essayer de la dépasser cette année. Nous prévoyons toujours que la croissance du PIB réel chinois atteindra la cible officielle cette année, mais nous croyons qu'elle ralentira à 6,2 % l'an prochain. L'année dernière, la production s'est

RENSEIGNEMENTS

Tuuli McCully

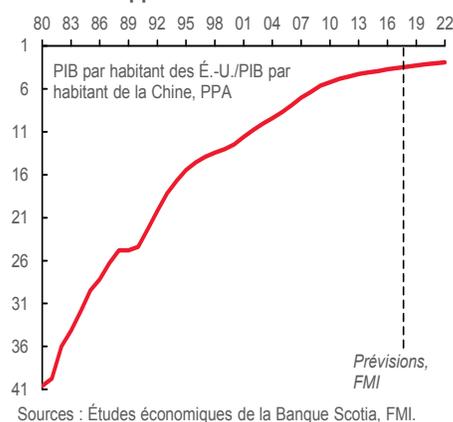
65.6305.8313 (Singapour)
 Études économiques de la Banque Scotia
tuuli.mccully@scotiabank.com

Chine	2017	2018p	2019p
PIB réel (évolution annuelle en %)	6.9	6.5	6.2
IPC (% sur un an, fp)	1.8	2.3	2.5
Taux directeur banque centrale (% , fp)	4.35	4.35	4.85
Yuan chinois (USDCNY, fp)	6.51	6.30	6.10

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

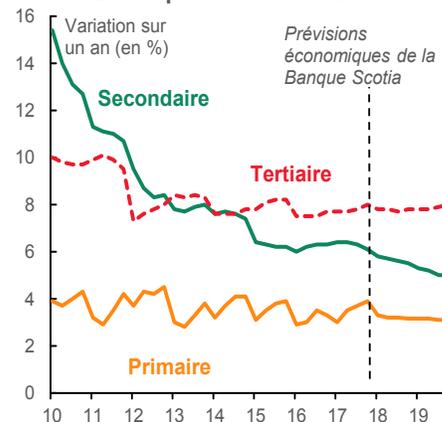
Graphique 1

Le PIB par habitant de la Chine se rapproche de celui des É.-U.



Graphique 2

PIB réel par secteur en Chine



accrue de 6,9 %. La transition structurelle de l'économie chinoise se poursuit en Chine, comme en témoigne l'importance grandissante du secteur des services sur la croissance (graphique 2). En 2017, les services représentaient en effet 52 % de l'économie, alors que la part du secteur de l'industrie avait chuté à 40 %. Compte tenu de la croissance économique soutenue, nous nous attendons à ce que la croissance sur 12 mois du secteur des services avoisine 8 % au cours des deux prochaines années, alors que celle de l'industrie devrait ralentir pour s'établir à 5 % d'ici la fin de 2019.

La décélération de la croissance chinoise s'explique en grande partie par le retrait des mesures de relance budgétaire et par la diminution des investissements à crédit. En mars, les autorités législatives du pays ont annoncé qu'elles réduisaient de 3,0 % à 2,6 % du PIB la cible de déficit budgétaire de la Chine pour 2018, indiquant ainsi que les dépenses publiques ne contribueraient plus autant à la croissance que par le passé. Les décideurs chinois continueront quant à eux de concentrer leurs efforts sur la réduction graduelle de la dette du pays, qui a plombé la croissance des investissements en capital fixe (graphique 3). En effet, l'impulsion issue des mesures de relance du crédit – c'est-à-dire l'évolution du nouveau crédit en pourcentage du PIB – est négative depuis quelques mois, ce qui aura pour effet de réduire la croissance du PIB réel à court terme. Même si ces vents contraires contribuent à freiner l'élan économique de la Chine, la croissance des dépenses des ménages demeurera robuste puisque les revenus augmentent et que la classe moyenne prend de l'essor. Auparavant soutenue par l'investissement, la croissance économique de la Chine est de plus en plus portée par la consommation.

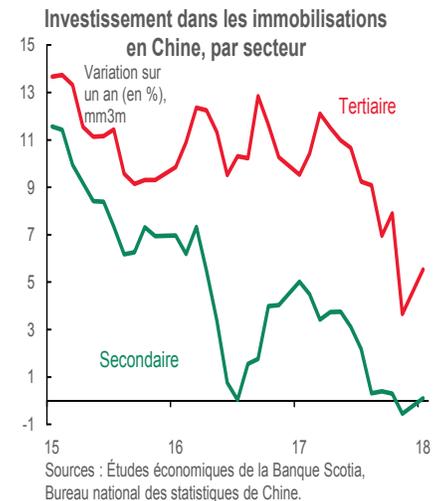
Les exportateurs chinois et les perspectives globales de croissance sont soutenus par la solide demande à l'échelle mondiale. La bonne performance du secteur du commerce extérieur procure aux décideurs chinois la marge de manœuvre dont ils ont besoin pour s'attaquer aux déséquilibres intérieurs (comme la croissance excessive du crédit) sans que cela ait un effet trop négatif sur la croissance du PIB réel. Nous sommes toutefois conscients que la croissance économique est menacée par les actuelles tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine. Suite à l'imposition de barrières tarifaires sur les importations d'acier et d'aluminium – et à la riposte chinoise – l'administration américaine a indiqué qu'elle songeait à ajouter des droits de douane de 25 % sur des importations chinoises d'une valeur pouvant atteindre 150 G\$ US. Si cette menace était mise à exécution, un tiers des marchandises entrant aux États-Unis pourraient être touchées, soit l'équivalent de 6,2 % des exportations totales de la Chine. Ce sont toutefois les États-Unis qui seraient les grands perdants si la Chine devait appliquer la loi du talion puisque les nouveaux droits de douane toucheraient la quasi-totalité des exportations américaines vers la Chine, qui ont atteint 155 G\$ US en 2017, et 10 % de leurs exportations totales. Grâce à son système d'économie planifiée, la Chine dispose d'autres moyens de riposte, notamment des interventions de change, des directives à l'intention des sociétés d'État pour faire affaire avec les sociétés américaines ou des lois touchant directement les sociétés américaines présentes en Chine. Comme personne ne sort jamais gagnant d'une guerre commerciale, nous croyons que les décideurs des deux pays ont tout intérêt à résoudre ce différend par le dialogue au cours des prochains mois.

PERSPECTIVES DE L'INFLATION ET DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

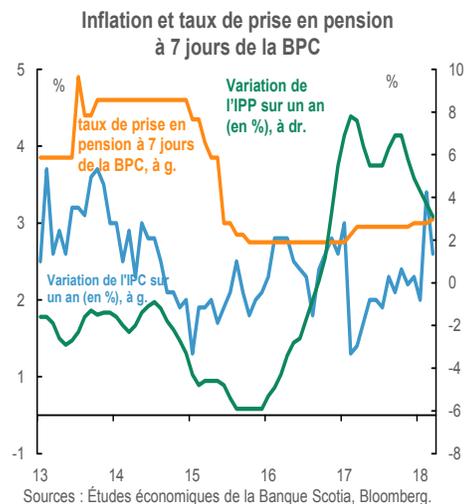
En mars dernier, l'ancien vice-gouverneur Yi Gang a remplacé Zhou Xiaochuan, qui a pris sa retraite, au poste de gouverneur de la Banque populaire de Chine (BPC). Comme Yi Gang est un défenseur de la lutte contre les risques financiers entreprise par la BPC, la politique monétaire devrait demeurer stable et les efforts de désendettement devraient se poursuivre. Lors de son arrivée, le gouverneur Yi a indiqué que la politique monétaire de la banque centrale demeurerait « prudente et neutre ». La BPC évitera d'apporter des changements trop brusques aux conditions monétaires et prévoit maintenir un environnement financier favorable et stable qui permettra aux autorités chinoises de faire avancer leurs réformes structurelles. Le gouverneur Yi a en effet promis qu'il ouvrirait davantage le secteur des services financiers.

L'inflation des prix à la consommation a bondi au début de 2018 (graphique 4) en raison des fêtes du Nouvel An chinois, mais s'est calmée depuis pour se fixer légèrement au-dessus de 2 % (sur 12 mois). Nous nous attendons à ce que le taux de croissance de l'inflation sur un an soit de 2 ½ % à la fin de l'année. La BPC devrait maintenir les taux directeurs officiels à un an sur les prêts (4,35 %) et les dépôts (1,50 %) en 2018, mais il est probable qu'elle continue de relever prudemment le taux de refinancement inverse à sept jours – le taux directeur de fait de la BPC – au cours des prochains mois. La plus récente hausse de 5 points de base, à 2,55 %, a eu lieu en mars, après la hausse de taux décrétée par la Réserve fédérale américaine. Malgré le resserrement graduel, les conditions monétaires devraient rester relativement souples, ce qui soutiendra la croissance chinoise en 2018.

Graphique 3



Graphique 4



Japon

- Le Japon profite d'une reprise économique généralisée.
- La stagnation des salaires empêchera l'inflation de grimper et favorisera le maintien d'une politique monétaire conciliante.

PERSPECTIVES DE CROISSANCE ÉCONOMIQUE

En regard des normes historiques, l'économie japonaise se porte très bien. Stimulé par la demande externe et interne, le PIB réel a progressé de 1,7 % en 2017. En 2018-2019, le resserrement continu du marché de l'emploi (graphique 1) soutiendra les dépenses de consommation même si les salaires réels font du surplace (graphique 2). La production sera quant à elle stimulée par les politiques budgétaires axées sur la croissance et la solidité des bilans des sociétés, qui contribuent à améliorer les perspectives des investissements des entreprises. Pour le Japon, la principale menace provient d'une éventuelle escalade des tensions commerciales générées par les États-Unis. Le Japon est l'allié des États-Unis, mais il n'est pas pour autant épargné par les importants tarifs douaniers sur l'acier et l'aluminium. De plus, comme le Japon est profondément intégré aux chaînes d'approvisionnement asiatiques – plus de la moitié de ses exportations passent par des intermédiaires – il est aussi indirectement exposé au différend commercial entre les États-Unis et la Chine, les deux principaux marchés d'exportation du Japon, qui représentent ensemble 40 % de ses ventes à l'étranger, soit près de 6 % de son PIB. Nous continuerons bien sûr de surveiller les risques liés au commerce, mais nous croyons que le PIB réel du Japon augmentera de 1,3 % en 2018, un taux supérieur à son potentiel. En 2019, sous l'effet de facteurs cycliques et de l'augmentation en octobre de la taxe à la consommation, la croissance passera à un rythme annuel plus durable de 0,9 %.

PERSPECTIVES DE L'INFLATION ET DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

L'inflation globale est en progression au Japon depuis quelques mois et a atteint un taux de croissance annuelle de 1,5 % en février. Cette hausse découle de l'augmentation des prix des aliments et de l'essence. Le taux de croissance annuelle de l'IPC excluant les aliments frais – la mesure privilégiée par la Banque du Japon (BdJ) – se situe actuellement à 1,0 % (graphique 2), alors que celui de la mesure qui exclut les aliments et l'essence est inférieur à 0,5 %, ce qui souligne l'absence d'une inflation portée par la demande. Nous croyons que l'inflation globale plafonnera près du niveau actuel, et que les effets de base la feront diminuer au deuxième semestre de 2018. Comme la récente vigueur du yen ne fait rien pour améliorer les perspectives d'inflation, nous ne croyons pas que la BdJ pourra atteindre son objectif consistant à atteindre un taux d'inflation annuel durable de 2 % en 2018, à moins que les salaires – ou les prix de l'énergie à l'échelle mondiale – augmentent de manière plus appréciable. Nous estimons que le taux d'inflation globale avoisinera 1,1 % (sur un an) à la fin de 2018 et que l'augmentation de la taxe à la consommation portera temporairement l'inflation au-dessus de la barre des 2 % à la fin de 2019.

La BdJ maintiendra probablement sa « politique d'assouplissement monétaire quantitatif et qualitatif avec contrôle de la courbe des taux » en 2019. Le gouverneur Kuroda a indiqué que la BdJ envisagerait de mettre fin à cette politique durant l'exercice 2019 (avril 2019 à mars 2020), car il s'attend à ce que l'inflation atteigne la cible de 2 % pendant cette période. Nous souhaitons toutefois souligner qu'une discussion concernant un changement de politique ne veut pas nécessairement dire qu'un resserrement aura bel et bien lieu. Deux facteurs expliquent ce point de vue : d'une part, l'inflation atteindra la cible de 2 % principalement grâce à l'augmentation de la taxe à la consommation, qui passera de 8 % à 10 % en octobre et non parce qu'une forte demande fera grimper les prix et, d'autre part, cette augmentation frappera probablement assez durement les dépenses de consommation, comme en 2014 lorsque le taux de cette taxe était passé de 5 % à 8 % et que l'économie avait brièvement basculé dans une récession. Une récession n'offrirait certes pas à la BdJ un contexte propice à un resserrement de sa politique monétaire.

RENSEIGNEMENTS

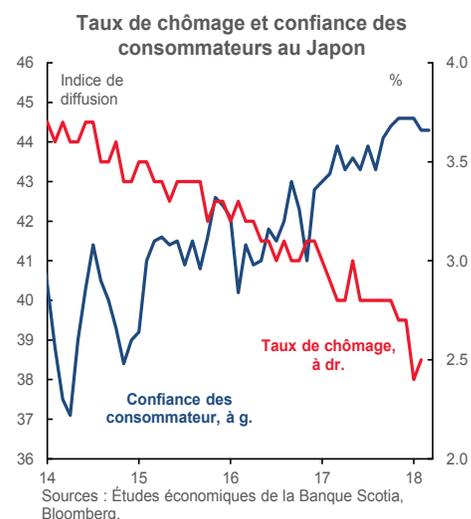
Tuuli McCully

65.6305.8313 (Singapour)
 Études économiques de la Banque Scotia
tuuli.mccully@scotiabank.com

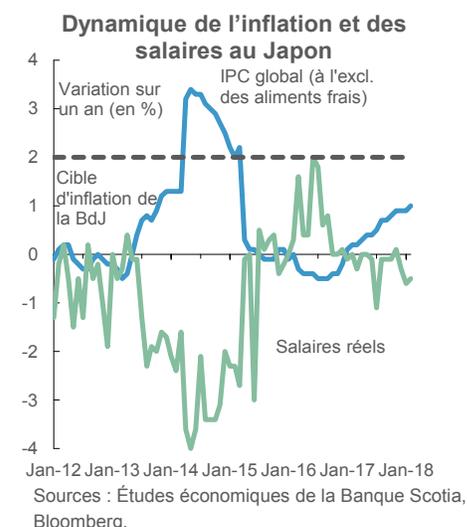
Japon	2017	2018p	2019p
PIB réel (évolution annuelle en %)	1.7	1.3	0.9
IPC (% sur un an, fp)	1.0	1.1	2.3
Taux directeur banque centrale (% , fp)	-0.10	-0.10	-0.10
Yen japonais (USDJPY, fp)	113	110	105

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



Graphique 2



Inde

- La demande intérieure se raffermie et soutient l'élan économique de l'Inde.
- La politique monétaire devrait demeurer stable et l'inflation devrait se maintenir près de la cible en 2018.

PERSPECTIVES DE CROISSANCE ÉCONOMIQUE

L'économie indienne reprend du mieux et est le numéro un régional au chapitre de la croissance. Au quatrième trimestre de 2017, la production avait augmenté de 7,2 % par rapport à la même période l'année précédente, après avoir affiché un gain moyen de 6,1 % pendant les trois premiers trimestres de l'année (graphique 1). La demande intérieure est le principal moteur de croissance de l'activité, et devrait le demeurer. Par ailleurs, comme l'économie indienne est moins dépendante aux exportations que les autres économies de la région, elle est protégée contre la montée du protectionnisme aux États-Unis. Nous croyons que le PIB réel de l'Inde progressera à un rythme annuel de 7 ½ % au cours des deux prochaines années, après avoir fait un bon de 6,4 % en 2017.

Nous croyons que le renforcement du contexte d'affaires en Inde favorisera une amélioration des revenus et des perspectives d'emploi, ce qui stimulerait l'optimisme et les dépenses des ménages au cours des prochains trimestres. La politique budgétaire du pays met l'accent sur la croissance, particulièrement celle de l'économie et des infrastructures rurales. En effet, certains signes de dérapage budgétaire ont été observés dans le budget de l'Union 2018-2019 (avril à mars), en prévision des élections générales qui auront lieu en 2019.

L'économie indienne est bien placée pour profiter des effets à moyen et à long terme des réformes récemment mises en œuvre, une fois que leurs impacts négatifs à court terme se seront complètement estompés. La réforme fiscale, le nouveau code des faillites, la recapitalisation des banques et les efforts déployés pour formaliser l'économie sont quelques-unes des mesures prouvant que le gouvernement est déterminé à améliorer le contexte d'affaires du pays. Nous croyons que tout ce travail se traduira par une augmentation durable des investissements en capital fixe, ce qui augure bien pour la croissance du PIB. L'économie indienne est néanmoins confrontée à des risques liés aux investissements, car le sentiment de confiance a récemment été ébranlé lorsqu'un scandale de corruption a éclaboussé le système bancaire privé, ce qui pourrait plomber la progression du crédit et éventuellement entraver la formation de capital fixe.

PERSPECTIVES DE L'INFLATION ET DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

La politique monétaire de la Reserve Bank of India (RBI) demeurera axée sur la croissance au cours des prochains trimestres. Nous croyons que le taux de prise en pension de 6,0 % demeurera inchangé jusqu'à la fin de 2018 et qu'un cycle de resserrement prudent devrait s'amorcer au premier trimestre de 2019 (graphique 2). En Inde, le taux annuel d'inflation globale tourne autour de 4 ½ %, alors que l'inflation de base est élevée à un peu plus de 5 %, une situation principalement imputable à la montée des coûts de logement découlant de la hausse de l'allocation de loyer des employés du gouvernement. Nous croyons que l'inflation globale augmentera légèrement au cours des prochains mois pour atteindre un sommet de 5,8 % en juin 2018, et se repliera à 4,6 % avant la fin de l'année. Le Comité de la politique monétaire de la RBI a récemment durci le ton quelque peu, soulignant les divers dangers d'une montée de l'inflation. Nous sommes conscients que ces risques sont bien réels – pressions sur les prix découlant du dérapage budgétaire, risque de hausse du coût des aliments si les pluies de la mousson (juin à septembre) devaient être inférieures à la normale, etc. – mais nous croyons que l'inflation globale de l'Inde demeurera dans la fourchette cible à moyen terme de la RBI (4 % ± 2 % sur 12 mois) jusqu'à la fin de notre horizon prévisionnel.

RENSEIGNEMENTS

Tuuli McCully

65.6305.8313 (Singapour)

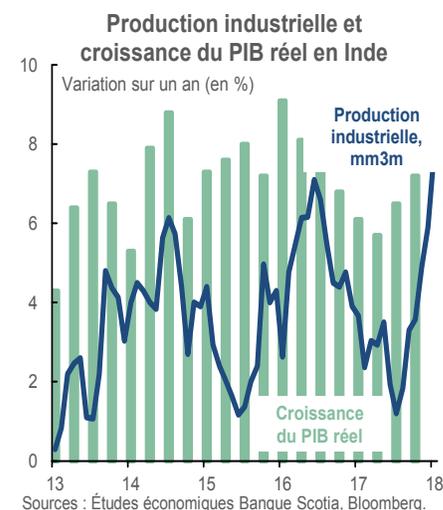
Études économiques de la Banque Scotia

tuuli.mccully@scotiabank.com

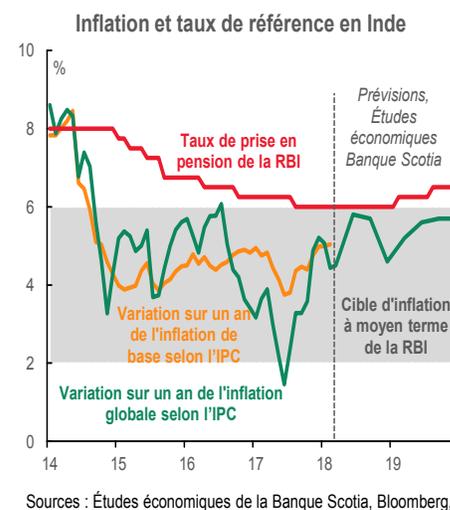
Inde	2017	2018p	2019p
PIB réel (évolution annuelle en %)	6.4	7.4	7.5
IPC (% sur un an, fp)	5.2	4.6	5.7
Taux directeur banque centrale (% , fp)	6.00	6.00	6.50
Roupie indienne (USDINR, fp)	63.9	64.0	63.0

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



Graphique 2



Corée du Sud

- Les tensions commerciales mondiales assombrissent les perspectives de la Corée du Sud, mais la demande intérieure demeure solide.
- Le prudent resserrement devrait se poursuivre dans un contexte de reprise graduelle de l'inflation.

PERSPECTIVES DE CROISSANCE ÉCONOMIQUE

La montée du protectionnisme à l'échelle mondiale est la principale menace qui pèse sur l'économie sud-coréenne, qui est axée sur l'exportation et qui profite de la robustesse de la demande mondiale, particulièrement pour les semiconducteurs. Les exportations du pays ont grimpé de plus de 14 % en un an (en \$ US). Fait positif, l'incertitude à court terme s'est quelque peu atténuée lorsque les négociateurs commerciaux américains et sud-coréens se sont entendus pour exempter la Corée du Sud des droits de douane sur les importations d'acier et apporter des changements à l'accord de libre-échange KORUS qui lie les deux pays. Plus de 13 % des exportations de biens de la Corée du Sud sont destinées aux États-Unis, soit plus de 5 % de son PIB. En plus d'être directement dépendantes de la demande américaine, les exportations sud-coréennes sont fortement intégrées aux chaînes d'approvisionnement mondiales – y compris celles de la Chine et de l'ALENA –, ce qui les rend particulièrement vulnérables à une éventuelle contagion ou montée des tensions commerciales mondiales.

Les indicateurs du niveau de confiance des entreprises sud-coréennes demeurent robustes, du moins pour l'instant, même si les risques liés au commerce sont élevés. En effet, l'économie se porte bien, l'activité étant principalement alimentée par la demande intérieure – les dépenses de consommation, les investissements en capital fixe et les investissements publics. La hausse des revenus et la confiance élevée des consommateurs devraient porter la croissance des dépenses des ménages au cours des prochains trimestres. La conjoncture monétaire demeure conciliante – malgré une normalisation graduelle – et permettra de soutenir les investissements, qui ont été élevés, surtout dans le secteur des technologies. De plus, le budget du gouvernement pour 2018 appuie la politique budgétaire conciliante. Nous nous attendons à ce que la production augmente d'environ 2,8 % en 2018-2019, après la hausse de 3,1 % en 2017 (graphique 1).

PERSPECTIVES DE L'INFLATION ET DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Au cours des prochains trimestres, la Banque de Corée (BoK) va privilégier une approche prudente à l'égard du resserrement monétaire, car les risques externes, liés entre autres au protectionnisme, aux événements géopolitiques et aux changements de politique monétaire des grandes économies, sont toujours présents. La BoK a relevé le taux de prise en pension à sept jours de 25 points de base (pb) à 1,50 % en novembre 2017, sa première hausse en plus de six ans. Cependant, comme la demande intérieure montre des signes de vigueur, que l'écart de production est maintenant positif et que des pressions inflationnistes se manifestent, le resserrement graduel devrait se poursuivre.

L'inflation globale de la Corée du Sud, actuellement à 1 ½ %, devrait augmenter graduellement (graphique 2) grâce à la robustesse de la demande intérieure. Nous croyons que la BoK atteindra sa cible d'inflation de 2 % au cours du deuxième semestre de 2018. La trajectoire ascendante de l'inflation et le renouvellement du mandat du gouverneur de la BoK, Lee Ju-yeol – qui devrait maintenir sa politique de resserrement prudent –, inciteront probablement la BoK à faire passer le taux de référence à 1,75 % (+ 25 points de base) bientôt, probablement au troisième trimestre de 2018.

RENSEIGNEMENTS

Tuuli McCully

65.6305.8313 (Singapour)

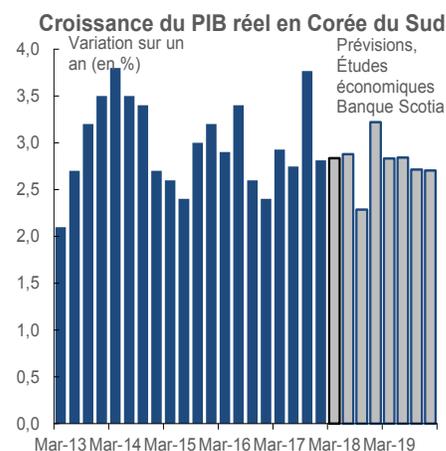
Études économiques de la Banque Scotia

tuuli.mccully@scotiabank.com

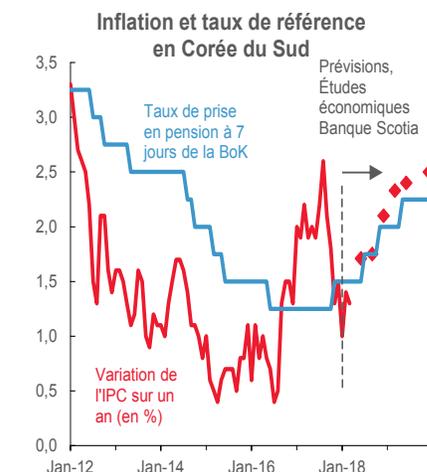
Corée du Sud	2017	2018p	2019p
PIB réel (évolution annuelle en %)	3.1	2.8	2.8
IPC (% sur un an, fp)	1.5	2.1	2.5
Taux directeur banque centrale (% , fp)	1.50	2.00	2.25
Won sud-coréen (USDKRW, fp)	1,067	1,040	1,020

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



Graphique 2



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Australie

- La demande intérieure de l'Australie sera soutenue par la hausse des investissements non miniers, particulièrement dans les infrastructures.
- Des tendances divergentes – montée du protectionnisme aux États-Unis et intégration régionale accrue – orienteront les perspectives du secteur externe de l'Australie.
- Les solides gains dans le secteur de l'emploi se traduiront éventuellement par des salaires plus élevés et de modestes pressions inflationnistes, ce qui incitera la RBA à amorcer un durcissement de sa politique monétaire vers la fin de l'année.

PERSPECTIVES DE CROISSANCE ÉCONOMIQUE

Les perspectives de l'économie australienne sont favorables pour 2018-2019. Le taux de croissance annuel du PIB réel devrait selon nous atteindre 2,6 % en moyenne au cours des deux prochaines années, un niveau à peu près conforme au potentiel du pays (graphique 1). En 2017, l'économie a progressé de 2,3 %. Sur le plan intérieur, les indicateurs de l'activité des entreprises et de la confiance des consommateurs sont solides (graphique 2), ce qui laisse présager d'autres gains du côté de l'emploi et une amélioration soutenue des investissements des entreprises et des dépenses de consommation. Les investissements publics dans les infrastructures soutiendront l'élan de croissance, en plus de stimuler la productivité et les perspectives d'avenir de l'économie.

Les grandes tendances divergentes qui régissent le commerce mondial – montée du protectionnisme aux États-Unis et efforts d'intégration régionale accrues ailleurs dans le monde – orienteront les perspectives du secteur externe de l'Australie. Pour ce qui est du protectionnisme américain, l'Australie a été exemptée des droits de douane entrés en vigueur le 23 mars même si elle n'exporte pas beaucoup d'acier aux États-Unis. Toutefois, elle exporte de grandes quantités de fer (qui entre dans la composition de l'acier) vers la Chine, qui ne bénéficie pas de l'exemption. Comme environ 85 % de la production d'acier de la Chine est destinée à ses propres secteurs de l'immobilier et des infrastructures, l'impact indirect des tarifs américains sur l'Australie sera relativement faible. Pour l'Australie, la montée des tensions commerciales mondiales se fera principalement sentir sur les marchés financiers et les termes de l'échange de marchandises, car les prix des produits de base et le dollar australien réagissent aux politiques protectionnistes. Nous nous attendons à ce que les prix du minerai de fer et du charbon diminuent au cours de la période couverte par nos prévisions, mais la hausse des volumes d'exportations offrira un certain contrepois.

Quant à la tendance à l'intégration régionale, l'Australie sera touchée par le transfert du pouvoir économique mondial de l'Ouest vers l'Est, les États-Unis se refermant sur eux-mêmes et la région de l'Asie-Pacifique choisissant plutôt de continuer à faire la promotion du libre commerce international. L'Australie est l'un des 11 pays ayant signé au début mars l'Accord de Partenariat transpacifique global et progressiste (PTPGP), qui est en attente de ratification. Lorsque les États-Unis se sont retirés de l'accord initial, l'Australie a activement milité pour le maintenir en vie. L'Australie participe au projet de Partenariat économique intégral régional, qui engloberait les dix pays de l'Asie du Sud-Est membres de l'ANASE, ainsi que la Chine, le Japon, l'Inde, la Corée du Sud et la Nouvelle-Zélande. Comme l'Asie devrait demeurer la championne de la croissance économique à l'échelle mondiale pendant de nombreuses années, nous

RENSEIGNEMENTS

Tuuli McCully

65.6305.8313 (Singapour)

Études économiques de la Banque Scotia

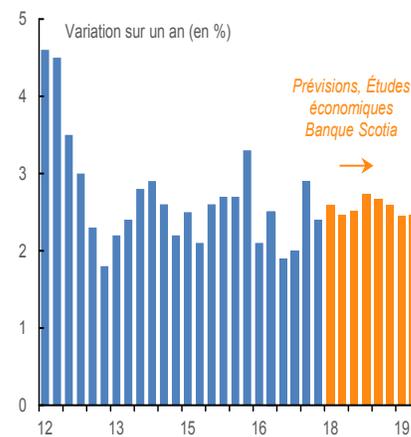
tuuli.mccully@scotiabank.com

Australie	2017	2018p	2019p
PIB réel (évolution annuelle en %)	2.3	2.6	2.5
IPC (% sur un an, fp)	1.9	2.2	2.6
Taux directeur banque centrale (% , fp)	1.50	1.75	2.25
Dollar australien (AUDUSD, fp)	0.78	0.80	0.82

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1

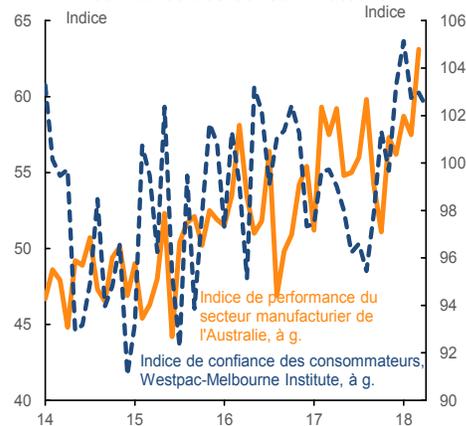
Croissance du PIB réel en Australie



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Graphique 2

Performance du secteur manufacturier et confiance des consommateurs



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

croyons que l'économie australienne ne pourra qu'être avantagée par une meilleure intégration dans cette région.

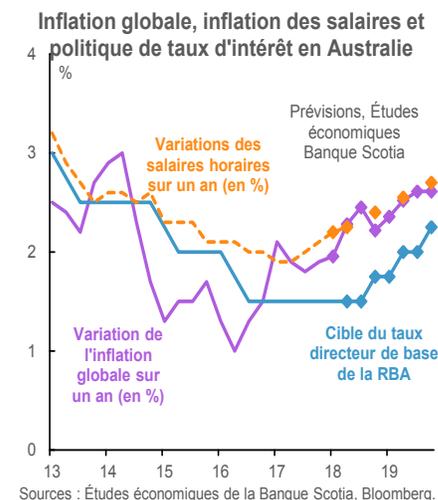
PERSPECTIVES DE L'INFLATION ET DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Les conditions monétaires devraient continuer de favoriser la croissance économique de l'Australie au cours des prochains trimestres. La Reserve Bank of Australia (RBA) a laissé la cible de son taux directeur de base inchangé, à 1,50 %, lors de sa réunion de politique monétaire du 3 avril. Les décideurs de la RBA s'attendent à ce que l'inflation globale augmente graduellement au cours de 2018, pour clore l'année un peu au-dessus de 2 % (sur 12 mois). Elle avait légèrement augmenté en 2017 (1,9 % sur 12 mois au quatrième trimestre et 1,8 % au troisième trimestre). Les dirigeants de la RBA estiment aussi que le resserrement des conditions de crédit et les mesures de surveillance récemment mises en œuvre ont permis de réduire les risques liés au marché de l'habitation et aux vulnérabilités financières des ménages.

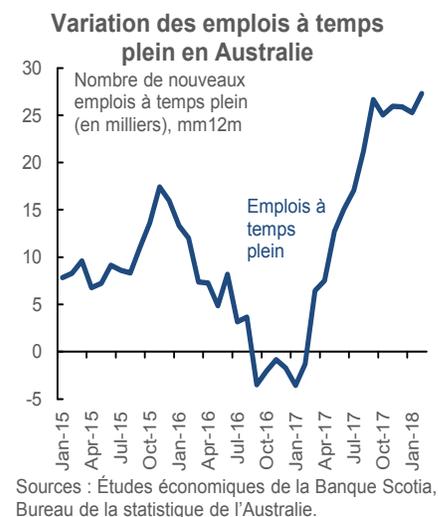
Nous croyons toujours que la RBA commencera un prudent processus de normalisation au dernier trimestre de 2018 au vu de l'amélioration graduelle prévue des salaires, qui stimulera l'inflation portée par la demande. De plus, la montée des prix des produits de base – particulièrement celle du minerai de fer après l'annonce des droits de douane américains sur le fer – et son incidence sur le dollar australien influenceront la conjoncture inflationniste au cours des prochains trimestres. Nous croyons que les pressions sur les prix s'intensifieront quelque peu, mais le taux d'inflation se maintiendra probablement autour de la médiane de la fourchette cible de la RBA (2 % à 3 %) jusqu'à la fin de 2018. Les prix devraient se raffermir davantage en 2019, et dégager des gains annuels de 2 ½ % d'ici la fin de l'année (graphique 3).

L'inflation des salaires demeure faible en Australie : au quatrième trimestre de 2017, les salaires n'avaient enregistré qu'une augmentation nominale de 2,1 % par rapport à la même période l'an dernier, une hausse à peine équivalente au taux d'inflation du pays. Nous continuerons bien sûr de surveiller l'évolution du marché de l'emploi – et son impact sur les salaires – au cours des prochains mois, mais nous sommes d'avis qu'il montre d'incontestables signes d'amélioration. Plus de 25 000 nouveaux emplois à temps plein par mois ont été créés entre septembre 2017 et février 2018 (graphique 4), un exploit inédit en Australie depuis que des données à ce sujet sont recueillies (1978). Les enquêtes menées auprès des entreprises au sujet de leurs intentions d'embauche et l'analyse des offres d'emploi indiquent que d'autres solides gains devraient être réalisés au cours des mois qui viennent, ce qui devrait exercer une pression à la hausse sur les salaires et ainsi stimuler légèrement l'économie.

Graphique 3



Graphique 4



Produits de base

- Les produits de base sont portés par la solide reprise économique mondiale et la forte demande industrielle de matières premières (graphique 1).
- Les perspectives du pétrole se raffermissent : on s'attend désormais à ce que les cours du brut WTI s'établissent à une moyenne de 65 \$ le baril en 2018, avant de s'établir à une moyenne de 68 \$ le baril en 2019, ce qui représente essentiellement une hausse de 15 % par rapport à nos prévisions de janvier.
- Pour les métaux de base, on s'attend toujours à la conjoncture la plus favorable pour les cours hors pétrole à la fois grâce à la vigueur de la demande et à une offre minière de plus en plus tendue.
- On s'attend à ce que les produits de base en vrac fléchissent de concert avec le ralentissement de la construction en Chine, tandis que l'or reste cantonné dans une fourchette, coincé entre la hausse des taux et la léthargie du dollar US.

LE MARCHÉ PÉTROLIER S'ANNONCE PLUS TENDU; LE WTI À PLUS DE 70 \$ AU DÉBUT DE 2019

Le marché pétrolier continue de se durcir, et on s'attend désormais à ce que les cours du brut WTI s'établissent à une moyenne de 65 \$ le baril en 2018 (contre 57 \$ dans nos prévisions de janvier) et à 68 \$ le baril en 2019 (au lieu de 60 \$ le baril). Le Brent donne toujours lieu à une prime stable de 5 \$ le baril par rapport au WTI. Nous intégrons dans nos perspectives une prévision pour le brut WCS, dont le rabais devrait se creuser à 22 \$ le baril et à 20 \$ le baril sous les cours WTI en 2018 et 2019 respectivement, compte tenu des contraintes de la capacité d'export. À terme, on s'attend à ce que dans le monde entier, les balances du brut ne fassent que se durcir, et nous prévoyons, d'ici la fin de 2019, des déficits de l'offre (graphique 2) en raison de la forte demande mondiale et des nouvelles mesures de contingentement de la production de l'OPEP+, pour compenser la vigoureuse croissance de l'offre américaine. Il faut aussi signaler que bien que nous ayons relevé d'environ 15 % nos prévisions à court terme pour les cours du brut, nos prévisions à long terme des cours restent inchangées à 65 \$ le baril de WTI. On s'attend à ce que les cours fléchissent graduellement, après avoir culminé au début de 2019, lorsque l'offre sera plus facilement accessible. La tension actuelle du marché physique est accentuée par la multiplication des risques de l'offre, notamment le retrait potentiel du pacte nucléaire iranien et l'instabilité liée aux sanctions au Venezuela.

Le pétrole américain : première source de croissance mondiale de l'offre (et de loin) à terme

On s'attend à ce que les États-Unis continuent de mener à eux seuls la croissance mondiale de l'offre en 2018-2019. Sur une toile de fond marquée par une forte croissance de la demande mondiale de pétrole, attendue à 1,5-1,7 Mbpj sur un an pour les deux prochaines années, le secteur des hydrocarbures de schiste américains devrait relever sa production de 1,3 Mbpj sur un an en 2018-2019, ce qui est proche d'un record si on s'en remet à la quasi-totalité des comparaisons statistiques. Ce rythme de croissance fébrile ne laisse guère aux autres producteurs de marge de manœuvre pour accroître l'offre; or, presque toutes les autres régions productrices hors des États-Unis, du Canada et de l'OPEP+ devraient faire du surplace ou réduire leur production d'ici la fin de notre horizon prévisionnel.

La croissance de la production du brut américain a atteint une moyenne de 1,1 Mbpj sur un an depuis le début de l'année, et les cours du brut WTI, qui dépassent les 60 \$ le baril, devraient attirer de nouveaux investissements : une enquête menée par la Réserve fédérale de Dallas indique que la plupart des régions dans lesquelles l'offre pétrolière est tendue atteignent actuellement un point mort compris entre 47 \$ et 55 \$ le baril de WTI, ce qui est nettement inférieur aux moyennes de prix auxquelles nous nous attendons pour les années à

RENSEIGNEMENTS

Rory Johnston

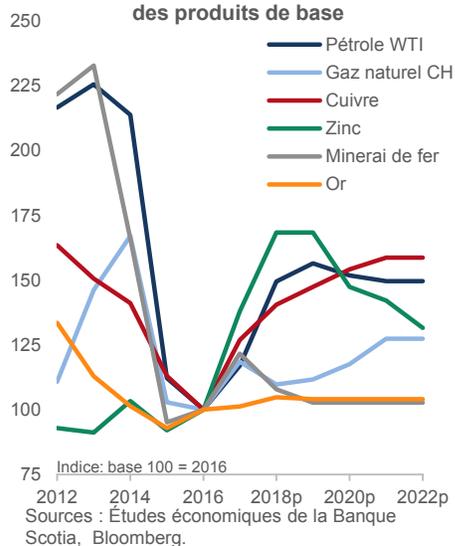
416.862.3908

Études économiques de la Banque Scotia

rory.johnston@scotiabank.com

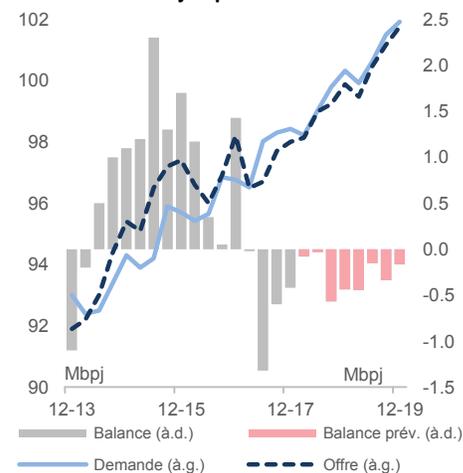
Graphique 1

L'énergie et les métaux de base mènent la hausse des produits de base des produits de base



Graphique 2

Déficits constants de l'offre pétrolière attendus jusqu'à la fin de 2019



venir. Toutefois, le rythme de la croissance de l'offre américaine obéira essentiellement à la capacité des industries auxiliaires, et non simplement à la capacité technique des producteurs en amont. La demande de travailleurs, de services comme le pompage à pression pour l'exploitation des puits et des matériaux nécessaires comme le sable utilisé pour le soutènement a relevé les prix des intrants — et par ricochet les coûts de production. Bien que nous nous attendions à une inflation modérée des coûts dans le secteur des hydrocarbures de schiste américains, il est aussi permis de croire, d'après les signes avant-coureurs, que les stratégies adoptées par ce secteur pour « privilégier la valeur au volume » et « fixer le seuil de rentabilité à 50 \$ » sont davantage appelées à durer que la plupart le craignaient : en effet, les estimations de trésorerie incrémentielles de 2018 l'emportent largement sur la croissance prévue des dépenses en immobilisations, puisque les liquidités seront consacrées à la rémunération des investisseurs ou au règlement de la dette.

Ce rythme effréné de croissance est venu aussi tendre la capacité régionale d'emport, qui a déprimé les rendements nets des producteurs et limité les moyens d'encouragement qui viendront relever les cours mondiaux du brut. Le cas le plus évident de cette tension des infrastructures correspond à l'écart entre le WTI et le Brent, qui devrait, selon nos prévisions, fluctuer entre 2 \$ et 7 \$ le baril, puisque l'offre surclasse périodiquement les augmentations décalées de la capacité de transport par oléoduc entre Cushing dans l'Oklahoma et la côte américaine du golfe du Mexique. Nous constatons également des rabais entre les contrats de WTI (tarifés à Cushing) et ceux du WTI à Midland, qui rendent mieux compte des prix réalisés par les producteurs dans le fécond bassin Permien (graphique 3) et qui représentent un autre obstacle contre l'accélération des gains de production.

L'OPEP+ fidèle à la rigueur de ses contingents ; hausse graduelle des plafonds de production en 2019

Les efforts consacrés par l'OPEP+ à l'accélération du rééquilibrage du marché pétrolier mondial paraissent essentiellement fructueux : les stocks de pétrole des entreprises selon l'OCDE baissent rapidement depuis qu'on a adopté l'ensemble des mesures de contingentement de la production en janvier 2017. La fidélité de l'OPEP+ est prodigieuse statistiquement, et ce groupe fait déjà savoir qu'il a l'intention de proroger officiellement son pacte — qui doit prendre fin en décembre — au moins jusqu'au milieu de 2019. Désormais, les stocks de l'OCDE correspondent essentiellement au seuil moyen sur cinq ans d'abord adopté par l'OPEP+ comme indicateur de l'équilibre du marché, et le groupe fait actuellement savoir qu'il souhaite continger encore plus la production : on a suggéré d'adopter d'autres indicateurs de l'« équilibre du marché » afin de tenir compte de la période de stocks pléthoriques de 2015-2017, dont une moyenne sur 7 ans, en excluant la dernière période de surabondance ou en établissant un lien explicite avec la demande mondiale (sous la forme de jours de demande).

Nous croyons que l'OPEP+ restera fidèle à sa ligne de conduite actuelle au-delà de 2019, puisque Riyad et Moscou ont publiquement évoqué la possibilité de proroger leur collaboration formelle dans le cadre de l'OPEP+ pour une durée de 10 à 20 ans. Or, la collaboration ne veut pas nécessairement dire que les plafonds actuels de production seront maintenus : nous nous attendons à ce que dans les 18 prochains mois, la croissance mondiale de la consommation l'emporte sur les gains de production hors de l'OPEP+ et permette d'alléger les plafonds imposés à l'offre par l'OPEP+, ce qui viendra probablement réduire le volume de barils retenus à 0,9 Mbpj d'ici la fin de 2019, par rapport à un niveau initial de 1,8 Mbpj (graphique 4).

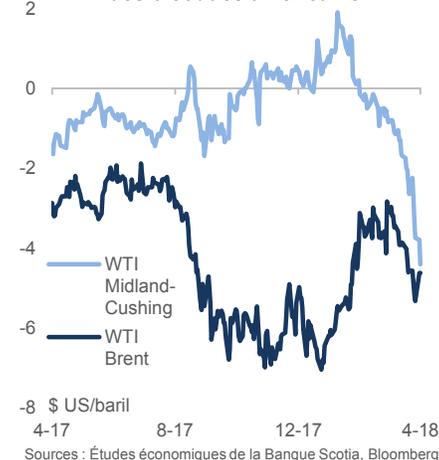
Les rabais sur le brut canadien se creusent en raison de la capacité insuffisante de transport par oléoduc

Même si les indices repères mondiaux du brut continuent de se relever, le rabais supporté par le WCS canadien s'est considérablement creusé en raison de la capacité insuffisante de transport par oléoduc (graphique 5). Nous nous attendons à ce que la demande de capacité d'emport soit supérieure à l'offre jusqu'à la fin de la décennie et à ce que le rabais sur le WCS continue de s'inscrire à 22 \$ le baril sous le WTI en 2018, avant de se rapprocher légèrement pour s'établir à 20 \$ le baril en 2019.

On peut, pour se représenter le défi qu'affronte le secteur pétrolier dans l'Ouest canadien, dire qu'il s'agit d'un bras de fer entre la hausse constante de la production d'une part et, d'autre part, le décalage et les à-coups de l'accroissement du transport par oléoduc. Dans la prochaine année, nous nous attendons à ce que d'autres chantiers mis en service (soit Fort Hills et Horizon) viennent relever l'offre canadienne de 200 à 300 kbpj sur un an en 2018-2019. Nous nous attendons à ce que la Ligne 3 soit mise en service dans le dernier semestre de 2019, mais qu'elle oblige à terminer les tronçons des oléoducs Trans Mountain Expansion

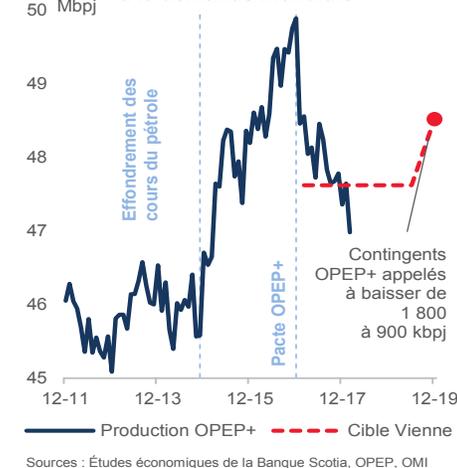
Graphique 3

Pétales : écarts révélateurs du goulot des oléoducs américains



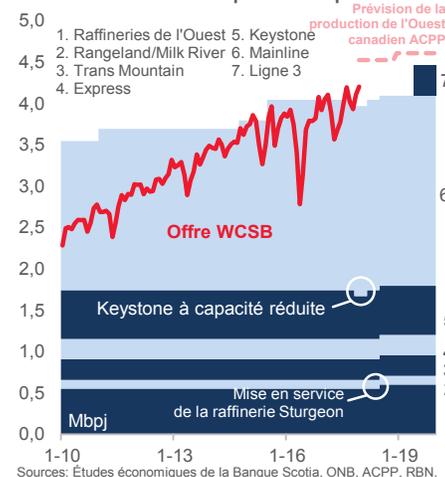
Graphique 4

Les contingents de production de l'OPEP+ appelés à baisser pour répondre à la demande mondiale



Graphique 5

Ouest canadien: l'offre pétrolière surclasse la capacité d'emport



(TMX) ou Keystone XL — probablement au début des années 2020 — avant que les rabais sur le WCS retombent par rapport à leur niveau actuel artificiellement élevé pour s'établir sous le seuil des 15 \$ le baril, ce qui correspond à une capacité équilibrée de transport par oléoduc. La dernière nouvelle voulant que Kinder Morgan suspende les dépenses non essentielles consacrées au TMX jusqu'à ce que la conjoncture de l'investissement redevienne plus certaine complique cette prévision à plus long terme ; si le tronçon du TMX est effectivement mis en veilleuse, l'oléoduc KXL sera fortement sollicité, puisqu'il s'agirait du seul oléoduc à pouvoir répondre à la demande d'emport au début des années 2020. La situation est loin d'être idéale, puisqu'il est toujours dans l'intérêt national de construire le TMX dans les délais, afin d'éviter les lourds déficits de la capacité d'emport d'ici 2021-2022.

MÉTAUX ET MATÉRIAUX PORTÉS PAR LA FORTE DEMANDE INDUSTRIELLE

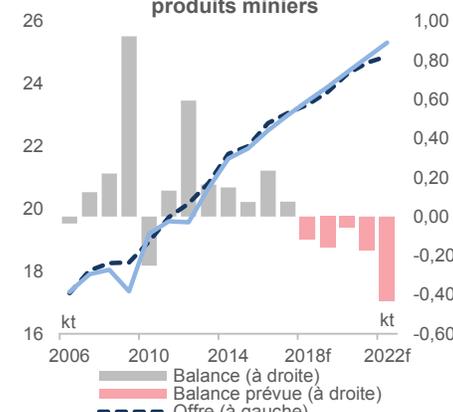
La demande industrielle vigoureuse fait souffler des vents favorables sur les métaux : partout dans le monde, les usines ont besoin de plus de matières premières pour réagir à l'essor fulgurant de l'économie. Dans le très dynamique complexe des métaux, ce sont les métaux de base qui devraient connaître les fondamentaux les plus solides, puisque la production des industries manufacturières de pointe augmente et que l'offre de produits miniers devient de plus en plus tendue après les années de disette de l'industrie minière. Les produits de base en vrac qui alimentent l'industrie sidérurgique dans le monde connaissent des poussées de croissance, mais devraient graduellement baisser en raison du ralentissement de la production sidérurgique chinoise et de l'obligation de rationaliser une partie de l'offre minière dont le coût est supérieur (soit le minerai de fer chinois). Enfin, les métaux précieux devraient rester cantonnés dans leur fourchette, coincés entre les vents contraires de la hausse, les cours mondiaux et les vents favorables de la léthargie du dollar et de l'idée qu'on se fait de la hausse des risques du marché.

Les cours du cuivre sont finalement retombés par rapport à leur pic récent de 3,25 \$ la livre pour s'établir à 3,00 \$ la livre, ce qui correspond depuis longtemps, à nos yeux, à un niveau qui rend plus fidèlement compte des fondamentaux actuels du marché. Sur les marchés du cuivre, l'offre devrait, en 2018, être déficitaire pour la première fois depuis 2010 ; bien qu'à notre avis, il faudra que le marché soit déficitaire pendant encore des années pour écouler les stocks hors bourse avant que les cours remontent, nos perspectives permettent d'entrevoir des déficits constants de l'offre dans chacune des cinq prochaines années, et ces déficits s'accroîtront à mesure que l'offre de produits miniers continuera de s'écouler (graphique 6). Récemment, les cours élevés ont attiré une meilleure offre de cuivre sur les bourses mondiales et porté les stocks à leur plus haut depuis la fin de 2013, ce qui a donné la frousse aux investisseurs et fait plonger les positions spéculatives nettes à leur plus creux depuis octobre 2016, alors que l'intérêt des spéculateurs avait d'abord pour la première fois relevé les cours du cuivre. Cette rationalisation de l'humeur haussière était une étape nécessaire avant que les cours du cuivre progressent durablement dans les prochaines années. **On s'attend à ce que les cours du cuivre s'établissent à une moyenne de 3,10 \$ la livre en 2018 pour ensuite atteindre 3,25 \$ en 2019.**

Le zinc connaît les meilleurs fondamentaux du complexe des métaux et les frais de traitement très faibles des raffineries, à 19 \$ la tonne en mars 2018, révèlent des pénuries de concentrés soutenues et aiguës (graphique 7). Les derniers influx de zinc dans les stocks de la Bourse LME ont amené à remettre en question le discours permanent sur la rareté du zinc ; or, nous croyons que ces livraisons représentent entre autres un tonnage final hors bourse, et non une véritable hausse de l'offre. Nous nous attendons à ce que les cours du zinc se chiffrent à une moyenne de 1,60 \$ la livre en 2018-2019 avant de retomber graduellement à un cours incitatif à long terme de 1,00 \$ la livre lorsque la prochaine vague de l'offre minière sera mise en service, attirée par la conjoncture la plus favorable des cours du zinc sur le marché depuis la dernière pénurie de l'offre en 2007.

Graphique 6

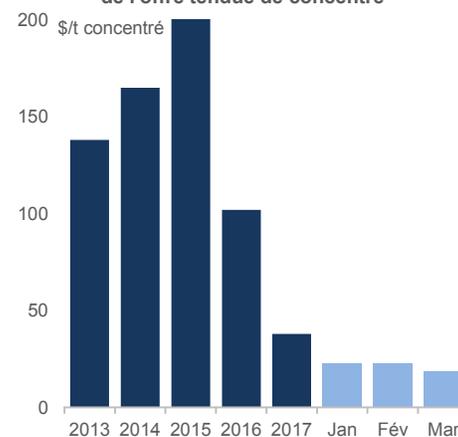
Déficits du cuivre attendus à terme à mesure que s'écoulent les stocks de produits miniers



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, SBMM de la Banque Scotia, Wood Mackenzie.

Graphique 7

Les frais de traitement du zinc révélateurs de l'offre tendue de concentré



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Wood Mackenzie.

Tableau 1

Produits de base	2000-2016			moyenne annuelle			
	Minimum	Moyenne	Maximum	2016	2017	2018p	2019p
Pétrole WTI (\$ US/baril)	17	63	145	43	51	65	68
Pétrole Brent (\$ US/baril)	18	66	146	45	55	70	73
WCS - WTI Discount* (USD/bbl)	-43	-17	-6	-14	-13	-22	-20
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	1,64	4,94	15,38	2,55	3,02	2,80	2,85
Cuivre (\$ US/lb)	0,60	2,35	4,60	2,21	2,80	3,10	3,25
Zinc (\$ US/lb)	0,33	0,81	2,10	0,95	1,31	1,60	1,60
Nickel (\$ US/lb)	2,00	7,26	24,58	4,36	4,72	6,00	6,50
Aluminium (\$US/livre)	0,56	0,86	1,49	0,73	0,89	0,95	1,00
Minerai de fer (\$US/tonne)	17	67	187	58	72	63	60
Charbon métallurgique (\$US/tonne)	39	127	330	114	187	182	160
Or, à Londres en après-midi (\$ US/ononce)	256	869	1 895	1 251	1 257	1 310	1 300

* 2008-16 moyenne.

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Marché des changes

LE DOLLAR US APPELÉ À FLÉCHIR APRÈS S'ÊTRE TASSÉ

Le dollar US (USD) a évolué latéralement pour une grande partie du T1 après avoir baissé brutalement au début de l'année. Les données économiques positives ont permis de stabiliser les pertes du dollar US en février et en mars; la monnaie américaine a aussi profité de la demande de valeurs refuges liée à la baisse dans les deux chiffres, en points de pourcentage, des grands indices boursiers américains qui s'est produite à partir de janvier. La prime de liquidité du dollar US reste intacte pour l'instant, même si certains vents contraires qui soufflent sur les places boursières se sont amenuisés dans l'économie américaine même, sur fond de tensions commerciales et dans un marché dont l'attention a été monopolisée par le secteur des technologies.

À court terme, nous constatons une détérioration générale de l'humeur des investisseurs vis-à-vis du dollar US, comme en témoigne la multiplication des positions baissières sur le marché à terme des devises, en rappelant que le dollar US est sur le point d'entrer dans une période saisonnière léthargique de l'année. Avril a dégagé les pires rendements de l'indice du dollar US (DXY) pour n'importe quel mois de l'année depuis 1990 (-0,6% en moyenne, selon les données de Bloomberg), ce qui laisse généralement entrevoir une période prolongée de léthargie relative du dollar US, qui ne s'inverse que tard dans l'année civile. Les marchés semblent aujourd'hui bien tenir compte du durcissement de la politique de la Fed, ce qui ne pourra sans doute guère porter le dollar US.

À plus long terme, nos perspectives pour le dollar US sont inchangées : nous croyons qu'en raison de l'amélioration de la croissance, des perspectives de normalisation de la politique monétaire et des moindres risques politiques hors des États-Unis, les autres monnaies sont plus attractives pour les investisseurs internationaux qui sont peut-être en quelque sorte surexposées à un dollar US qui reste proche d'un pic séculaire à plus long terme. La multiplication des déséquilibres budgétaires et du compte courant est une autre mauvaise nouvelle pour le dollar US. La détérioration des perspectives pour la politique budgétaire américaine intervient à un moment où les acteurs traditionnellement actifs sur le marché des bons du Trésor américain paraissent être moins friands des titres de dette du gouvernement américain, ce qui pourrait intensifier les vents contraires qui soufflent sur le dollar US. En janvier, les avoirs combinés de la Chine et du Japon dans le total des réserves étrangères de bons du Trésor américain ont baissé à moins de 36%, après avoir culminé à 51% en 2004.

Au T1 de 2018, le dollar canadien (CAD) a fait nettement moins bien, en perdant 2,6% sur le dollar US; il s'agit de la pire performance parmi les grandes devises. L'économie canadienne a continué de ralentir au T1 et l'absence de progrès évidents dans la renégociation de l'ALÉNA a fait peser une plus grande incertitude sur les perspectives de l'économie et de la politique monétaire. Dans le même temps, le secteur pétrolier canadien est submergé par l'offre sur fond de pénurie dans la capacité d'exporter le pétrole par oléoduc. C'est ce qui explique le rabais nettement plus important sur les prix du brut lourd par rapport à l'indice repère du WTI américain et la déconnexion soutenue entre la performance du dollar CA et sa corrélation positive généralement étroite avec le complexe de l'énergie.

Nous sommes d'un optimisme réservé quant aux perspectives du dollar CA d'ici la fin de l'année puisque nous nous attendons à ce que la récente série de données décevantes prenne fin et à ce que la politique de la BdC se durcisse dans les mois à venir de concert avec la léthargie générale du dollar US. Nous nous attendons aussi à ce que les prix des produits de base se raffermissent en raison de l'élan vigoureux de la croissance mondiale, ce qui devrait aussi soutenir généralement le dollar australien et le dollar néozélandais. Un dénouement rapide de la renégociation de l'ALÉNA représenterait pour

RENSEIGNEMENTS

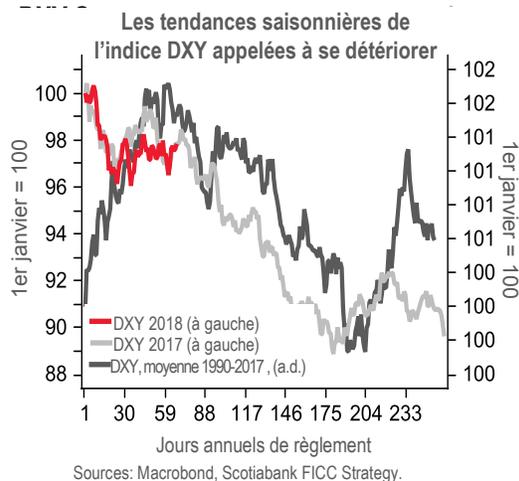
Shaun Osborne, stratège cambiste en chef
 416.945.4538
 Stratégie des marchés des changes
shaun.osborne@scotiabank.com

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

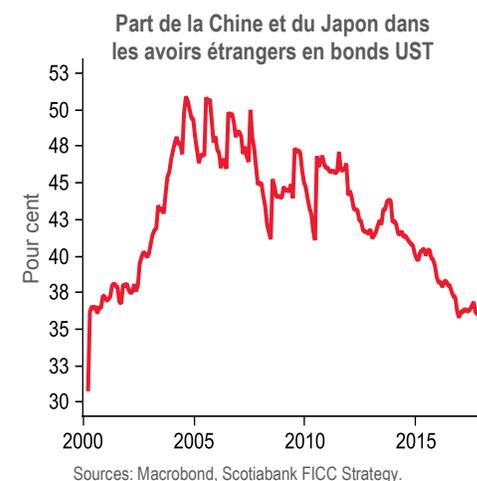
Qi Gao
 65.6305.8396 (Singapour)
 Stratégie des marchés des changes
qi.gao@scotiabank.com

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

Graphique 1



Graphique 2



le dollar CA un choc positif important puisque les attentes des marchés sont conditionnées par le discours belliqueux de Washington sur le commerce. Nous restons fidèles à une prévision de 1,25 CAD d'ici la fin de l'année.

L'euro (EUR) s'est négocié latéralement pour une grande partie du T1, ce qui a consolidé les gains solides relevés à la fin de 2017 et au début de 2018. L'élan de la croissance de la zone euro pourrait se ralentir légèrement par rapport aux niveaux plutôt fulgurants constatés dans les derniers mois, et même si les tensions inflationnistes se font toujours aussi discrètes, les décideurs de la Banque centrale européenne (BCE) ouvrent la voie au dénouement d'une politique conciliante d'ici la fin de l'année. L'euro a été essentiellement insensible aux écarts de rendement très négatifs par rapport au dollar US et nous nous attendons à ce que cette tendance se poursuive. La conjoncture politique plus calme de la dernière année (sauf en Italie, qui n'a toujours pas réussi à se constituer un gouvernement après l'élection du mois dernier) et les portefeuilles souverains généralement sous-pondérés en euros laissent entendre que la monnaie unique pourrait continuer de profiter des signes de l'amélioration des apports de capitaux dans la zone euro dans les prochains mois. En raison des gains plus rapides et soutenus de l'euro dans le tournant de l'année et des perspectives toujours constructives, nous avons relevé nos prévisions pour la paire EURUSD d'ici la fin de l'année et nous nous attendons à ce que le cours au comptant termine l'année 2018 à 1,30 USD.

La livre sterling (GBP) a profité d'une embellie plutôt bienvenue dans les accords du Brexit du Royaume-Uni et des indices selon lesquels le quasi-plein emploi donne enfin lieu à des hausses de salaires qui allégeront la pression imposée aux consommateurs du Royaume-Uni, coïncés par la léthargie de la croissance des salaires réels. Le Royaume-Uni et ses partenaires de l'Union européenne ont accompli des progrès dans la négociation du Brexit, ce qui évite le risque de « précipice » pour l'an prochain (et ce qui permet aux entreprises d'établir des plans). Bien qu'il y ait toujours énormément de travail à accomplir, la conjoncture plus calme, pour l'heure, dans la négociation du Brexit et les gains constants des salaires hebdomadaires moyens dans la dernière année éclaircissent l'horizon pour la Banque d'Angleterre, qui pourra durcir un peu plus sa politique monétaire en mai, ce qui devrait étayer la livre sterling. Nous nous attendons à un parcours plus cahoteux du Brexit pour la livre sterling, et bien que des contretemps soient toujours possibles, nous croyons que la monnaie peut continuer de progresser dans les prochains mois. Nous nous attendons désormais à un taux de 1,47 USD d'ici la fin de l'année pour la paire GBPUSD.

Le yen (JPY) a inscrit des échanges vigoureux dans les derniers mois malgré le creusement des écarts sur les rendements par rapport au dollar US. L'intensification de la volatilité du marché boursier a également étayé le yen malgré les courants de valeurs refuges, tandis que la monnaie s'est également relevée en réaction à la multiplication de la spéculation en ce qui concerne la situation du premier ministre Abe. (Si M. Abe est obligé de démissionner en raison de son intervention dans un scandale sur la vente d'un terrain local, les marchés croient que l'« abénomie », qui favorise un yen moins fort, pourrait disparaître avec lui). L'insensibilité du yen aux écarts sur les taux à court terme — alors que tout porte à croire que les investisseurs japonais évitent les bons du Trésor américain et que les hausses des taux à court terme américains et les rendements à plus long terme relativement faibles pèsent sur les rendements nets des coûts de couverture de la devise — nous oblige à réduire notre prévision baissière sur le yen jusqu'à la fin de l'année. Nous nous attendons désormais à ce que le couple USDJPY termine l'année à 110 JPY.

Nous restons fidèles à une prévision baissière pour le dollar US par rapport aux monnaies asiatiques régionales. Or, nous nous attendons aussi à ce que les taux de change asiatiques fassent moins bien si l'intolérance aux risques augmente. Nous restons optimistes quant aux perspectives du renminbi (CNY) malgré les inquiétudes à propos du ralentissement de la croissance de l'économie chinoise. Nous nous attendons à ce que le dollar US se replie pour atteindre environ 6,20 CNY cette année. L'allègement des tensions dans la péninsule coréenne ainsi que l'amélioration des rapports commerciaux avec les États-Unis et les perspectives d'un rapprochement bilatéral entre la Chine et la Corée du Sud augurent bien pour le won coréen. La roupie indienne (INR) devrait s'échanger dans une fourchette comprise entre 64,50 et 65,50 INR à court terme; or, l'amélioration de l'humeur des investisseurs sur le marché obligataire, sur fond d'allègement des tensions inflationnistes, pourrait accroître les apports de l'étranger, en faisant basculer les risques en faveur d'un renforcement de la monnaie. Nous croyons que le ringgit malaisien paraît toujours légèrement sous-évalué en prévision de la 14^e élection générale malaisienne et nous restons optimistes quant à l'évolution du baht thaïlandais et du dollar taïwanais en raison des solides fondamentaux.

Le peso mexicain (MXN) s'est considérablement raffermi au T1, malgré un creux record par rapport au dollar US, en dégagant les meilleurs rendements au comptant (8,1%) par rapport au dollar US parmi toutes les grandes devises en chiffres bruts (rendements qui seront encore meilleurs en chiffres nets à 10,3%). Toutefois, le peso reste volatil et soumis aux grands titres de l'actualité (les gazouillis du président américain) et au risque conjoncturel (soit la volatilité des marchés boursiers). Les progrès accomplis dans la renégociation de l'ALÉNA — et l'impression que les États-Unis souhaitent s'entendre rapidement, puisque le spectre de l'élection présidentielle mexicaine se dessine à l'horizon — viendront accentuer, à court terme, la progression du peso, même si les gains resteront probablement confinés dans la fourchette de 17,00/50 en prévision du scrutin de juillet même. Le sol péruvien s'est stabilisé non loin du niveau atteint au début de 2018 par rapport au dollar US, dans la foulée de la volatilité provoquée par le processus de destitution du président. Le transfert des pouvoirs s'est déroulé harmonieusement et les principales nominations au cabinet sont plutôt « favorables au marché ». Cette difficulté, qui pourrait endiguer les investissements du secteur public, devrait ne peser que légèrement sur les perspectives de croissance. Le peso colombien (COP) et le peso chilien sont toujours influencés par les délibérations sur le commerce mondial et par les risques qui planent sur les perspectives à court terme pour les produits de base. L'activité économique mondiale en milieu ou en fin de cycle devrait porter généralement la demande de produits de base. L'émergence d'un candidat « favorable au marché » dans les sondages en prévision de l'élection présidentielle de la Colombie en mai est venue porter, dans les dernières semaines, le peso colombien.

ANNEXE 1

International	2000-16	2016	2017	2018p	2019p	2000-16	2016	2017	2018p	2019p
	PIB réel (variation annuelle, en %)					Prix à la consommation (variation sur 12 mois, fin de l'année, en %)				
Monde (en parité de pouvoir d'achat)	3,9	3,2	3,7	3,8	3,7					
Canada	2,1	1,4	3,0	2,2	2,1	1,9	1,4	1,8	2,3	2,3
États-Unis	1,9	1,5	2,3	2,6	2,4	2,2	1,8	2,1	2,4	2,4
Mexique	2,2	2,9	2,0	2,4	2,8	4,4	3,4	6,8	4,3	3,8
Royaume-Uni	1,8	1,9	1,8	1,7	1,9	2,0	1,6	3,0	1,9	1,9
Zone euro	1,3	1,8	2,5	2,5	2,3	1,7	1,1	1,4	1,5	1,5
Allemagne	1,3	1,9	2,6	3,0	3,0	1,5	1,7	1,6	1,6	1,9
France	1,3	1,2	1,9	2,5	2,0	1,6	0,8	1,2	1,5	1,5
Chine	9,4	6,7	6,9	6,5	6,2	2,3	2,1	1,8	2,3	2,5
Inde	7,1	7,9	6,4	7,4	7,5	6,9	3,4	5,2	4,6	5,7
Japon	0,9	0,9	1,7	1,3	0,9	0,1	0,3	1,0	1,1	2,3
Corée du sud	4,2	2,9	3,1	2,8	2,8	2,6	1,3	1,5	2,1	2,5
Australie	3,0	2,6	2,3	2,6	2,5	2,8	1,5	1,9	2,2	2,6
Thaïlande	4,0	3,3	3,9	3,5	3,4	2,0	1,1	0,8	1,2	2,0
Brésil	2,6	-3,5	1,0	2,5	2,7	6,7	6,3	2,9	4,1	2,6
Colombie	4,1	2,1	1,8	2,5	3,5	5,1	5,7	4,1	3,3	3,1
Pérou	5,1	3,9	2,5	3,3	3,7	2,8	3,2	1,4	2,0	2,5
Chili	4,0	1,2	1,5	3,6	3,9	3,4	2,7	2,3	2,8	3,0
Produits de base	(moyenne annuelle)									
Pétrole WTI (\$ US/baril)	63	43	51	65	68					
Pétrole Brent (\$ US/baril)	66	45	55	70	73					
Escompte* du WCS par rapport au WTI (USD/baril)	-17	-14	-13	-22	-20					
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	4,94	2,55	3,02	2,80	2,85					
Cuivre (\$ US/lb)	2,35	2,21	2,80	3,10	3,25					
Zinc (\$ US/lb)	0,81	0,95	1,31	1,60	1,60					
Nickel (\$ US/lb)	7,26	4,36	4,72	6,00	6,50					
Aluminium (\$US/livre)	0,86	0,73	0,89	0,95	1,00					
Minerai de fer (\$US/tonne)	67	58	72	63	60					
Charbon métallurgique (\$US/tonne)	127	114	187	182	160					
Or, à Londres en après-midi (\$ US/once)	869	1 251	1 257	1 310	1 300					
* Moyenne 2008-16.										
Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Statistique Canada, BEA, BLS, FMI, Bloomberg.										

ANNEXE 2

Amérique du Nord	2000-16	2016	2017	2018p	2019p	2000-16	2016	2017	2018p	2019p
	Canada (var. annuelle en %, sauf indication contraire)					États-Unis (var. annuelle en %, sauf indication contraire)				
PIB réel	2,1	1,4	3,0	2,2	2,1	1,9	1,5	2,3	2,6	2,4
Dépenses de consommation	2,9	2,3	3,4	2,6	2,0	2,4	2,7	2,8	2,6	2,4
Investissement dans le secteur résidentiel	3,7	3,4	3,0	1,2	0,4	-0,4	5,5	1,8	2,3	2,1
Investissements des entreprises	2,2	-8,8	2,5	4,1	2,5	2,3	-0,6	4,7	5,1	2,8
Gouvernement	2,2	2,7	2,5	2,4	1,5	1,0	0,8	0,1	2,1	2,2
Exportations	1,3	1,0	1,0	1,6	3,6	3,6	-0,3	3,4	3,3	2,5
Importations	2,9	-1,0	3,6	3,0	2,5	3,4	1,3	4,0	4,8	3,2
PIB nominal	4,2	2,0	5,3	4,5	4,5	3,9	2,8	4,1	4,7	4,5
Indice implicite du PIB	2,1	0,6	2,3	2,2	2,4	2,0	1,3	1,8	2,0	2,1
Indice des prix à la consommation	1,9	1,4	1,6	2,2	2,3	2,2	1,3	2,1	2,4	2,4
IPC hors aliments et énergie	1,6	1,9	1,6	2,0	2,2	2,0	2,2	1,8	2,2	2,3
Bénéfices des sociétés avant impôts	3,6	-1,9	20,2	6,0	1,0	5,5	-2,1	4,4	2,7	0,5
Emploi	1,3	0,7	1,9	1,3	1,0	0,7	1,8	1,6	1,4	1,1
Taux de chômage (en %)	7,1	7,0	6,3	5,8	5,7	6,2	4,9	4,4	4,0	3,9
Solde des paiements courants (en G\$ CA, US)	-17,1	-65,4	-63,9	-58,6	-47,6	-507	-452	-466	-554	-612
Balance commerciale (en G\$ CA, US)	25,1	-25,9	-23,9	-23,8	-16,0	-673	-753	-811	-908	-982
Solde budgétaire fédéral* (EF, en G\$ CA, US)	-2,8	-1,0	-17,8	-19,4	-15,1	-150	-585	-665	-812	-990
pourcentage du PIB	-0,2	0,0	-0,9	-0,9	-0,7	-1,0	-3,1	-3,4	-4,0	-4,7
Mises en chantier (en milliers)	199	198	220	208	196	1,27	1,17	1,20	1,26	1,30
Ventes de véhicules motorisés (en milliers)	1 657	1 949	2 041	2 000	1 950	15,5	17,5	17,1	17,4	17,3
Production industrielle	0,6	0,1	5,1	2,2	1,0	0,6	-2,0	1,6	2,8	1,1
Mexique (variation annuelle, en %)										
PIB réel	2,2	2,9	2,0	2,4	2,8					
Indice des prix à la consommation (fin d'année)	4,4	3,4	6,8	4,3	3,8					
Solde des paiements courants (en G\$ US)	-14,6	-22,8	-18,8	-27,4	-29,9					
Balance commerciale (en G\$ US)	-7,2	-13,1	-10,9	-13,0	-16,0					

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Statistique Canada, SCHL, BEA, BLS, Bloomberg. * Déficit fédéral du Canada, sans le rajustement du risque de 3,0 G\$ pour l'EF 19.

Prévisions trimestrielles	2017		2018				2019			
	T3	T4	T1e	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Canada										
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	1,5	1,7	1,8	2,6	2,4	2,4	2,2	1,9	1,6	1,6
PIB réel (variation annuelle en %)	3,0	2,9	2,4	1,9	2,1	2,3	2,4	2,2	2,0	1,8
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	1,4	1,8	2,0	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Moyenne des nouveaux indices de référence (évolution sur un an, en %)	1,5	1,7	1,9	2,0	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2
États-Unis										
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	3,2	2,9	2,2	2,6	2,5	2,5	2,4	2,3	2,1	2,1
PIB réel (variation annuelle en %)	2,3	2,6	2,8	2,7	2,6	2,5	2,5	2,4	2,3	2,2
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	2,0	2,1	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
IPC hors aliments et énergie (évolution sur un an, en %)	1,7	1,7	1,9	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3

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

ANNEXE 3

Taux des banques centrales	2017	2018				2019			
	T4	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Amérique	(en %, à la fin de la période)								
Banque du Canada	1,00	1,25	1,25	1,50	1,75	2,00	2,25	2,25	2,50
Réserve fédérale américaine (limite supérieure)	1,50	1,75	1,75	2,00	2,25	2,25	2,50	2,50	2,75
Banque du Mexique	7,25	7,50	7,50	7,50	7,75	7,75	7,50	7,25	7,00
Banque centrale du Brésil	7,00	6,75	6,50	6,50	6,75	7,00	7,50	8,00	8,50
Banque de la République de Colombie	4,75	4,50	4,25	4,25	4,25	4,50	4,75	5,00	5,00
Banque centrale de réserve du Pérou	3,25	2,75	2,75	2,75	2,75	3,00	3,00	3,25	3,25
Banque centrale du Chili	2,50	2,50	2,50	2,75	3,00	3,25	3,25	3,50	3,50
Europe									
Banque centrale européenne	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25	0,25	0,50
Banque d'Angleterre	0,50	0,50	0,75	0,75	1,00	1,00	1,25	1,50	1,50
Asie/Océanie									
Banque centrale d'Australie	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75	1,75	2,00	2,00	2,25
Banque de Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Banque populaire de Chine	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,60	4,60	4,85	4,85
Banque de réserve de l'Inde	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,25	6,25	6,50	6,50
Banque de Corée	1,50	1,50	1,50	1,75	2,00	2,00	2,25	2,25	2,25
Banque de Thaïlande	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75	1,75	2,00	2,00	2,25
Devises et taux d'intérêt									
Amérique	(à la fin de la période)								
Dollar canadien (USD/CAD)	1,26	1,29	1,27	1,26	1,25	1,25	1,22	1,22	1,25
Dollar canadien (CAD/USD)	0,80	0,78	0,79	0,79	0,80	0,80	0,82	0,82	0,80
Peso mexicain (USD/MXN)	19,66	18,18	19,11	19,18	19,46	19,56	19,38	19,43	19,71
Real brésilien (USD/BRL)	3,31	3,31	3,15	3,25	3,25	3,30	3,30	3,35	3,35
Peso colombien (USD/COP)	2 986	2 794	2 900	2 900	2 900	2 950	2 950	3 000	3 050
Sol - Pérou (USD/PEN)	3,24	3,23	3,19	3,20	3,18	3,18	3,14	3,15	3,12
Peso chilien (USD/CLP)	615	604	608	602	595	592	589	587	584
Europe									
Euro (EUR/USD)	1,20	1,23	1,25	1,28	1,30	1,30	1,33	1,35	1,35
Livre sterling (GBP/USD)	1,35	1,40	1,40	1,42	1,47	1,48	1,48	1,50	1,50
Asie/Océanie									
Yen - Japon (USD/JPY)	113	106	108	110	110	110	110	108	105
Dollar australien (AUD/USD)	0,78	0,77	0,79	0,80	0,80	0,81	0,81	0,82	0,82
Yuan - Chine (USD/CNY)	6,51	6,28	6,30	6,30	6,30	6,20	6,20	6,10	6,10
Roupie - Inde (USD/INR)	63,9	65,2	64,5	64,0	64,0	63,5	63,5	63,0	63,0
Won - Corée du sud (USD/KRW)	1 067	1 064	1 060	1 040	1 040	1 030	1 030	1 020	1 020
Baht - Thaïlande (USD/THB)	32,6	31,2	31,0	31,0	31,0	30,5	30,5	30,0	30,0
Canada (rendements, %)									
Bon du Trésor à 3 mois	1,06	1,15	1,25	1,55	1,80	2,05	2,30	2,30	2,50
Obligation du Canada à 2 ans	1,69	1,78	1,90	2,10	2,30	2,40	2,50	2,55	2,60
Obligation du Canada à 5 ans	1,87	1,97	2,10	2,25	2,45	2,55	2,60	2,65	2,70
Obligation du Canada à 10 ans	2,05	2,09	2,25	2,40	2,50	2,60	2,65	2,70	2,75
Obligation du Canada à 30 ans	2,27	2,23	2,40	2,60	2,70	2,80	2,85	2,90	2,95
États-Unis (rendements, %)									
Bon du Trésor à 3 mois	1,38	1,70	1,85	2,05	2,30	2,30	2,55	2,60	2,80
Obligation du Trésor à 2 ans	1,88	2,27	2,40	2,55	2,70	2,80	2,95	3,00	3,05
Obligation du Trésor à 5 ans	2,21	2,56	2,65	2,75	2,90	2,95	3,00	3,10	3,15
Obligation du Trésor à 10 ans	2,40	2,74	2,85	2,95	3,00	3,05	3,10	3,15	3,25
Obligation du Trésor à 30 ans	2,74	2,97	3,00	3,15	3,20	3,25	3,30	3,35	3,40

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Stratégie des titres à revenu fixe (Londres)

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.