

Point d'inflexion

- La croissance de l'économie mondiale demeure solide, mais des décisions impétueuses en matière de politique commerciale font maintenant peser un risque évident sur l'expansion économique.
- La croissance de l'économie américaine s'accélère, et tout porte à croire que la Réserve fédérale américaine fera passer ses taux d'intérêt à 3 % d'ici la fin de l'année 2019. Sur le plan du commerce international, de récentes mesures ont nui à certaines sociétés américaines en causant une hausse de leurs frais d'exploitation. Compte tenu de l'incertitude entourant le commerce international, nous avons revu légèrement à la baisse nos prévisions de croissance de l'économie américaine pour 2019.
- La croissance de l'économie canadienne ralentit, mais les pressions sur la capacité de production s'accroissent. La Banque du Canada augmentera encore son taux directeur, de 125 points de base, pour le fixer à 2,5 % d'ici la fin de l'année 2019.
- Nous restons persuadés qu'un nouvel Accord de libre-échange nord-américain (« ALÉNA ») sera conclu en 2019, mais l'incertitude entourant les négociations ainsi que les tarifs douaniers sur l'acier et l'aluminium freineront quelque peu la croissance. Le risque qui pèse le plus lourdement sur les perspectives de l'économie canadienne semble être la bataille commerciale entre les États-Unis, la Chine et un éventail d'autres pays. L'imposition de tarifs visant le secteur automobile accentuerait ce risque.

La croissance mondiale demeure remarquablement solide. Le commerce international facilite l'expansion économique sur la majeure partie de la planète, les économies se renforçant les unes les autres. Ce cercle vertueux est toutefois menacé par les décisions commerciales prises par les États-Unis. En effet, la position musclée adoptée par ce pays contribue à faire augmenter le coût des intrants ainsi que les prix des biens de consommation et d'équipement. À terme, cette augmentation causera de l'inflation et de l'incertitude économique et obligera les entreprises établies aux États-Unis à revoir leurs décisions d'investissement. Selon nous, l'économie mondiale est assez solide pour résister à des assauts relativement mineurs, comme l'imposition de tarifs douaniers sur l'acier et l'aluminium, mais nous craignons qu'elle ait atteint un point d'inflexion à partir duquel toute nouvelle mesure commerciale pourrait sérieusement compromettre la croissance économique et doper l'inflation. Le risque croissant d'une guerre commerciale pose indéniablement un danger immédiat pour l'expansion économique, mais compte tenu des coûts associés à une éventuelle escalade des représailles commerciales, nous avons espoir que le bon sens prévaudra.

Dans cette conjoncture mondiale néanmoins solide, les pressions inflationnistes s'accroissent avec une intensité qui varie d'un pays à l'autre. Au sein des économies avancées, les banques centrales du Canada, des États-Unis et du Royaume-Uni devraient poursuivre leur politique de resserrement monétaire, en réaction à l'inflation observée et prévue. En Europe, où le taux de croissance demeure largement supérieur au taux de croissance potentielle, les pressions inflationnistes s'accroissent également, mais elles sont mieux contenues : l'inflation globale est en hausse, mais l'inflation fondamentale lui reste bien inférieure. Le taux de croissance réelle devant se maintenir au-dessus du taux de croissance potentielle tout au long de l'année, la BCE a signifié son intention de mettre fin à son programme d'assouplissement quantitatif à la fin de l'année, signe qu'elle compte procéder à une hausse de taux. Au Japon, la rapide croissance enregistrée l'année dernière va probablement ralentir. Même si la demande excède nettement l'offre au sein de l'économie, l'inflation demeure bien en deçà de la cible de la Banque du Japon. Celle-ci ne devrait donc pas modifier sa politique monétaire dans l'avenir prévisible.

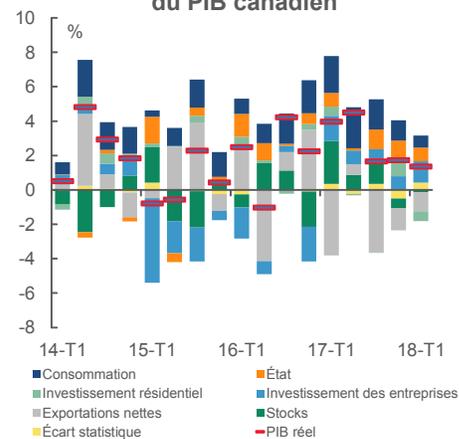
RENSEIGNEMENTS

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	4–11
Les provinces	12–14
États-Unis	15–20
La politique monétaire et les marchés financiers aux États-Unis et au Canada	21–27
Mexique	28–29
Amérique latine	30–38
Royaume-Uni	39–40
Zone euro	41–42
Asie-Pacifique	43–49
Produits de base	50–54
Marché des changes	55–56
Tableaux des prévisions sommaires	A1–A3

Graphique 1
 Contribution à la croissance du PIB canadien



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Statistique Canada

Les prix des marchandises continuent d'être soutenus par la croissance rapide de l'économie et l'étranglement progressif, en amont, de la capacité de production et des chaînes d'approvisionnement. L'OPEP+ a annoncé qu'elle augmenterait sa production effective de quelque 600 à 1 000 kbpj vers la fin de 2018, afin de réduire le déficit qui a poussé le Brent jusqu'à un prix aussi élevé que 80 \$ le baril au début de juin. Compte tenu de l'augmentation de l'approvisionnement provenant de l'OPEC+ et de la demande plus élevée que prévu, qui a incité le groupe à accroître sa production de manière anticipée, nous avons revu à la hausse nos prévisions sur le prix du pétrole pour 2018 et 2019. Nous prévoyons maintenant que le prix du Brent s'établira à 74 \$ le baril en 2018 et à 77 \$ le baril en 2019. Le prix du WTI devrait rester inférieur à celui du Brent; l'écart entre les deux se maintiendra au-dessus de la normale en raison de la sous-capacité de transport par oléoduc entre Cushing (Oklahoma) et la côte américaine du golfe du Mexique. Les perspectives pour les métaux restent contrastées : celles des métaux de base sont à la hausse en raison du resserrement continu de l'offre minière, alors que celles des marchandises en vrac sont à la baisse et que les prix de l'or demeurent cantonnés dans leur fourchette. Les récentes variations des prix des métaux laissent croire que les risques demeurent élevés pour le secteur des marchandises non pétrolières.

Au cours de la dernière année, l'économie américaine a profité d'une combinaison de différents facteurs, soit une croissance modérée, une amélioration des indicateurs avancés, une inflation modeste et une hausse graduelle des taux d'intérêt. Soutenue par des données favorables et une politique accommodante, l'économie américaine connaît actuellement une séquence de croissance ininterrompue de huit années et demie. En date du mois de juin, il s'agissait de la deuxième période de ce genre en importance dans toute l'histoire du pays. Nous prévoyons toujours que cette période d'expansion se prolongera pour devenir, en juillet 2019, la plus longue jamais enregistrée. Nous croyons toutefois que les perspectives s'assombriront ensuite, en raison des politiques hétéroclites de l'administration américaine.

Sur le plan de la politique monétaire, les États-Unis sont maintenant à la croisée des chemins. L'augmentation des dépenses et les réductions d'impôt mises en place par la Maison-Blanche devraient porter la croissance du PIB réel à 2,8 % cette année, bien au-delà du potentiel estimé de l'économie. Le chômage se situe à un creux historique, mais l'inflation s'est sensiblement accélérée depuis janvier : l'inflation fondamentale des dépenses de consommation correspond maintenant à la cible, les risques étant orientés à la hausse. La montée du protectionnisme met toutefois en péril de nombreux gains réalisés par l'économie réelle des États-Unis.

Sur le plan de la politique commerciale, les préoccupations des investisseurs se manifestent en temps réel, les marchés boursiers réagissant au durcissement du discours protectionniste. L'incertitude entourant la politique commerciale des États-Unis et les éventuelles réactions de leurs partenaires commerciaux continuera de plomber les marchés financiers et nuira vraisemblablement à la croissance en 2019. Nous avons donc, pour la première fois, revu à la baisse nos prévisions pour l'économie américaine en 2019. Si la situation dégénérait, nous les reverrions une fois de plus à la baisse. Comme nous l'avons indiqué [dans cette analyse](#), une guerre commerciale généralisée, qui pourrait être causée par l'imposition de tarifs douaniers sur les importations automobiles, provoquerait une récession aux États-Unis.

Dans ce contexte, la Réserve fédérale poursuivra la normalisation de sa politique monétaire. L'économie américaine fonctionne à un régime supérieur à sa capacité, et les pressions sur les prix deviennent préoccupantes. Nous prévoyons que, dans une large mesure, la Fed fera fi de l'incertitude liée au commerce international. Elle poursuivra le resserrement de sa politique monétaire en procédant à trois nouvelles hausses de taux cette année, puis à deux autres en 2019. À la fin de l'année 2019, le taux directeur de la Fed devrait s'établir à 3 %.

Dans l'ensemble, nos perspectives pour l'économie canadienne sont sensiblement les mêmes qu'au trimestre précédent. Malgré des données récentes moins favorables et une accentuation des risques extrêmes liés au protectionnisme américain, nous continuons de prévoir, en nous fondant sur le *Modèle macroéconomique mondial de la Banque Scotia* (MMMBS), une croissance réelle d'environ 2 % pour l'année en cours. Cette croissance s'appuiera sur la fermeté de la demande au Canada et aux États-Unis et la hausse des prix du pétrole. N'eût été l'incertitude entourant le commerce international, nous aurions prévu une croissance plus près de 2,3 %. Les moteurs de la croissance canadienne pourraient finalement évoluer en une combinaison plus soutenable (voir le graphique 1). La consommation des ménages et le secteur immobilier devraient revêtir une importance moindre, contrairement à l'investissement et au commerce international, qui sont susceptibles de rehausser la productivité. La croissance globale pourrait encore

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	2,0	2,1
États-Unis	1,9	1,5	2,3	2,8	2,3
Mexique	2,2	2,9	2,0	2,1	2,5
Royaume-Uni	1,8	1,9	1,8	1,7	1,9
Zone euro	1,3	1,8	2,6	2,5	2,3
Allemagne	1,3	1,9	2,2	3,0	3,0
France	1,3	1,2	2,2	2,5	2,0
Chine	9,4	6,7	6,9	6,6	6,3
Inde	7,1	7,9	6,3	7,5	7,5
Japon	0,9	1,0	1,7	1,1	0,9
Corée du sud	4,2	2,9	3,1	2,8	2,8
Australie	3,0	2,6	2,2	2,8	2,5
Thaïlande	4,0	3,3	3,9	4,1	3,6
Brésil	2,6	-3,5	1,0	2,3	2,5
Colombie	4,0	2,0	1,8	2,5	3,5
Pérou	5,1	4,0	2,5	3,5	4,0
Chili	4,0	1,3	1,5	3,7	3,9

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

causer une agréable surprise, à condition que les tensions dans le commerce international se relâchent plus rapidement que prévu et que le problème de la compétitivité soit abordé.

Les récents résultats économiques ont plutôt déçu : les chiffres sur l'emploi, les permis de construire, les ventes de biens manufacturiers et l'inflation ont tous été plus ou moins inférieurs aux prévisions consensuelles et, dans l'ensemble, à nos propres prévisions. À autour de 2,2 % (taux annuel désaisonnalisé), nos prévisions sur le taux de croissance pour le deuxième trimestre se situent tout juste sous les 2,5 % projetés par la Banque du Canada dans son Rapport sur la politique monétaire d'avril. Ces résultats doivent être mis en contexte : l'économie tourne à plein régime, voire au-delà de sa capacité, le marché de l'emploi est tendu, les salaires augmentent, la croissance des investissements s'accélère et l'inflation semble vouloir se maintenir au-dessus de la cible de 2 % de la Banque du Canada.

Même si la Banque du Canada a raison d'être préoccupée par la situation du commerce international, selon notre scénario de base, elle devrait poursuivre la normalisation de sa politique. Nous croyons toujours que le taux cible du financement à un jour fera l'objet de deux nouvelles hausses de 25 pnb en 2018 – dont une première au cours du présent mois – et de trois hausses supplémentaires de 25 pnb en 2019. Si nous voyons juste, le resserrement serait très graduel, à raison d'au plus une hausse par trimestre jusqu'à la fin de la prochaine année. Le taux cible du financement à un jour s'établirait alors à 2,5 %, un taux correspondant – ou presque – au taux neutre estimé, mais néanmoins peu élevé dans une perspective historique. Corrigé en fonction de l'inflation, le taux directeur réel se situerait alors autour de seulement 0,5 %, bien en deçà du taux de croissance du PIB réel. Si les négociations corsées entourant l'ALÉNA dérapaient d'une manière encore insoupçonnée, la Banque du Canada pourrait décider de ralentir le rythme de ses hausses de taux. À l'opposé, si les salaires et les prix caractérisant le présent cycle continuaient de chauffer l'économie, elle pourrait manquer à son mandat de maîtrise de l'inflation. Les marchés semblent ne pas prendre la pleine mesure du resserrement monétaire envisagé par la Banque du Canada. Compte tenu de l'augmentation des prix du pétrole et de la volonté du gouverneur Poloz de relever les taux d'intérêt d'une manière plus prononcée, le dollar canadien devrait – à condition que nos pronostics soient justes et que les tensions entourant le commerce international ne s'aggravent pas – s'apprécier progressivement pour terminer l'année à environ 1,28 (ou 78 cents).

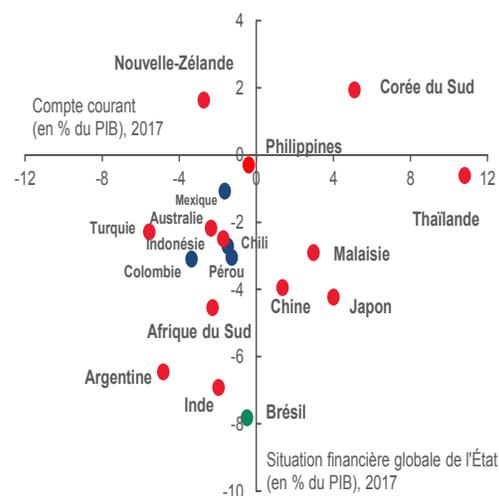
Corrigé en fonction de l'inflation, le taux directeur réel se situerait alors autour de seulement 0,5 %, bien en deçà du taux de croissance du PIB réel.

Si les négociations corsées entourant l'ALÉNA dérapaient d'une manière encore insoupçonnée, la Banque du Canada pourrait décider de ralentir le rythme de ses hausses de taux. À l'opposé, si les salaires et les prix caractérisant le présent cycle continuaient de chauffer l'économie, elle pourrait manquer à son mandat de maîtrise de l'inflation. Les marchés semblent ne pas prendre la pleine mesure du resserrement monétaire envisagé par la Banque du Canada. Compte tenu de l'augmentation des prix du pétrole et de la volonté du gouverneur Poloz de relever les taux d'intérêt d'une manière plus prononcée, le dollar canadien devrait – à condition que nos pronostics soient justes et que les tensions entourant le commerce international ne s'aggravent pas – s'apprécier progressivement pour terminer l'année à environ 1,28 (ou 78 cents).

Les perspectives pour l'Asie demeurent assez solides, mais les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine pourraient sérieusement nuire à la région. En Chine, l'économie demeure robuste, même si le taux de croissance sera moins élevé cette année qu'en 2017, en raison notamment du dénouement des mesures de relance budgétaire. Un accroissement des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine aurait des répercussions économiques négatives pour cette dernière, mais les autorités chinoises disposent d'une gamme d'outils pour atténuer l'effet d'une éventuelle intensification de l'offensive commerciale américaine, notamment leur capacité à déprécier leur monnaie. Dans nos perspectives, nous tenons pour acquis que le bon sens prévaudra et que la Chine et les États-Unis éviteront de s'engager dans une lutte commerciale qui aurait des répercussions négatives sur les deux pays.

Le durcissement de ton de la Réserve fédérale est l'un des principaux défis auxquels font face les marchés émergents cette année. Les flux de capitaux vers les économies émergentes ont chuté, principalement dans les pays à risque élevé, comme ceux affichant un compte courant et un déficit budgétaire élevés (voir le graphique 2). Les pays de l'Alliance du Pacifique ont dans l'ensemble été épargnés par cette conjoncture. Les perspectives de croissance s'améliorent dans tous ces pays, et l'activité économique devrait s'accélérer par rapport à l'année dernière, en particulier au Chili et au Pérou, où la hausse des prix des marchandises et l'optimisme suscité par l'arrivée de nouveaux dirigeants sont en train de faire bondir le taux de croissance par rapport à 2017. En Colombie, les prix élevés du pétrole stimulent fortement les investissements des entreprises. Ces investissements profiteront également du vent de confiance qui souffle sur le pays depuis l'arrivée de la nouvelle administration. L'expansion des activités commerciales viendra s'ajouter aux dépenses des ménages, qui ont déjà le vent en poupe. Au Mexique, l'économie intérieure demeure solide, l'activité étant soutenue par la vigueur de la croissance aux États-Unis et dans le reste du monde. Les perspectives pour le Mexique dépendent surtout de la transition politique dans le pays. À notre avis, l'administration AMLO poursuivra globalement les politiques économiques mises en place par l'administration précédente, mais il n'est pas impossible qu'elle change brusquement de cap. Si tel était le cas, nous devrions revoir nos prévisions pour le Mexique.

La croissance de l'économie mondiale repose sur des fondations solides. En ce qui concerne le commerce international, nous restons optimistes : les tensions actuelles ne devraient pas dégénérer en guerre ouverte, à condition que l'administration Trump réalise l'ampleur des dommages potentiels pour l'économie américaine et adopte une approche plus conciliante. Les États-Unis se trouvent à un point d'inflexion. L'administration Trump a la possibilité de prolonger l'une des plus longues périodes d'expansion économique enregistrée dans l'histoire du pays. Par contre, si elle continue ses attaques répétées à l'endroit des entreprises américaines elles-mêmes et des partenaires commerciaux des États-Unis, elle pourrait bien sonner le glas de cette période d'expansion.

Graphique 2
Compte courant et situation financière de l'État


Sources : Études économiques de la Banque Scotia, FMI

Canada

ESPÉRER LE MEILLEUR ET SE PRÉPARER AU PIRE

- Nous maintenons nos perspectives pour le Canada, car malgré la récente escalade verbale, nous sommes d'avis qu'il est peu probable que l'attitude protectionniste des États-Unis donne réellement lieu à une guerre commerciale. Nous croyons toujours que les négociations sur l'ALENA vont reprendre et qu'elles aboutiront à une entente en 2019.
- L'imposition de tarifs américains sur les importations automobiles pourrait déclencher une guerre commerciale mondiale susceptible de déclencher une série de représailles qui feraient basculer les États-Unis et la plupart de ses principaux partenaires commerciaux, y compris le Canada, dans une récession d'ici 2020.

MESSAGES CONTRASTÉS

Malgré le léger fléchissement des données et l'intensification des risques liés à la montée du protectionnisme aux États-Unis, notre scénario de base pour l'économie canadienne demeure sensiblement le même qu'au dernier trimestre. Comme la demande intérieure et celle des États-Unis demeurent constantes, les prévisions de croissance du PIB du *Modèle macroéconomique mondial de la Banque Scotia* s'établissent toujours autour de 2 % pour 2018 et 2019 (tableau 1). Au Canada, d'autres sources de croissance (investissements des entreprises et commerce) semblent enfin s'ajouter aux moteurs traditionnels (consommation des ménages et immobilier résidentiel) pour former une combinaison plus soutenable qui pourrait stimuler la productivité. La croissance globale pourrait surprendre par sa vigueur et dépasser nos prévisions de 2,0 % pour atteindre 2,3 % cette année si les tensions commerciales disparaissaient plus rapidement que prévu (tableau 2) et que les problèmes de compétitivité étaient résolus.

La montée des prix du pétrole, découlant du retrait des États-Unis de l'accord iranien, a ravivé l'optimisme du secteur de l'énergie et raffermi le moral général au Canada.

L'industrie pétrolière albertaine a été rassurée lorsque le gouvernement fédéral a annoncé son intention d'acheter le pipeline Trans Mountain. Comme nous l'expliquons dans l'article sur les [produits de base](#), nous prévoyons tout de même que l'écart négatif entre le WCS et le WTI va se creuser en 2018-2019, car les capacités de transport dans l'Ouest canadien devraient demeurer sous pression, même si l'arrêt de production à Syncrude va temporairement soulager la congestion dans les pipelines jusqu'à la mi-août.

Les récents indicateurs économiques sont toutefois incontestablement à la baisse. Au deuxième trimestre de 2018, l'activité économique a déçu les attentes puisque les données sur l'emploi, les permis de construction, les ventes de produits manufacturés, les ventes au détail et l'inflation ont toutes été légèrement inférieures aux prévisions consensuelles et, de manière générale, à nos propres prévisions. La croissance du PIB pour cette même période devrait s'établir autour de 2,2 % (taux annuel désaisonnalisé), un taux inférieur à la prévision de 2,5 % formulée par la Banque du Canada dans son [rapport sur la politique monétaire](#) d'avril. De plus, comme nous croyons que l'arrêt de production à Syncrude pourrait retrancher jusqu'à 0,2 point de pourcentage (pp) du taux de croissance annuel désaisonnalisé du PIB réel au troisième trimestre de 2018, avant qu'un rebond correspondant survienne au dernier trimestre de l'année, nous maintenons nos prévisions de croissance du PIB réel pour 2018 à 2,0 %. L'analyse de ces données doit cependant tenir compte de l'économie réelle, qui continue quant à elle de croître et qui a presque atteint sa pleine capacité, comme l'attestent la baisse du taux de chômage, la hausse des salaires, la reprise de la croissance des investissements et la bonne tenue de l'inflation, qui devrait se maintenir au-dessus de 2 %.

RENSEIGNEMENTS

Brett House, VP et économiste en chef adjoint

416.863.7463

Études économiques de la Banque Scotia

brett.house@scotiabank.com

Marc Desormeaux

416.866.4733

Études économiques de la Banque Scotia

marc.desormeaux@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

Mary Webb

416.866.4202

Études économiques de la Banque Scotia

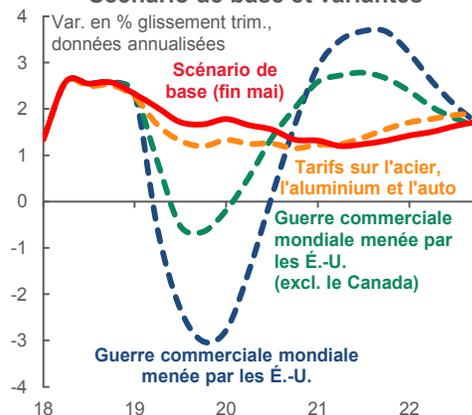
mary.webb@scotiabank.com

Canada	2017	2018p	2019p
PIB réel (évolution annuelle en %)	3,0	2,0	2,1
IPC (% sur un an, fp)	1,8	2,7	2,1
Taux directeur banque centrale (% , fp)	1,00	1,75	2,50
Dollar canadien (CAD-USD, fp)	0,80	0,78	0,80

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1

Croissance du PIB au Canada : Scénario de base et variantes



Source : Études économiques de la Banque Scotia.

Bien que la question des tarifs américains domine les discussions entourant les perspectives économiques du Canada, notre scénario de base demeure fondé sur l'hypothèse selon laquelle les tensions commerciales ne s'enveniment pas davantage.

La logique économique et politique qui sous-tend l'ALENA demeure valide pour les trois pays signataires. Toutes les parties concernées, y compris les membres du futur gouvernement mexicain, indiquent qu'ils s'attendent à ce que les pourparlers reprennent bientôt et que des progrès concrets menant à la conclusion d'un nouvel accord seront bientôt réalisés.

L'imposition de nouveaux tarifs américains sur les importations de véhicules et de pièces automobiles paraît improbable. Ces tarifs donneraient lieu à des représailles d'une ampleur telle que les États-Unis et ses principaux partenaires commerciaux, y compris le Canada, tomberaient en récession d'ici 2020, l'année où l'actuel président américain tentera de se faire réélire. Nos prévisions reflètent toujours notre opinion selon laquelle la guerre commerciale pourra être évitée, mais notre récent article, intitulé **ALENA : Un moral d'acier pour supporter les coûts macroéconomiques des sanctions tarifaires**, présente les répercussions macroéconomiques de divers scénarios allant d'un retrait des États-Unis de l'ALENA à l'imposition de nouveaux tarifs (graphique 1). Si l'on exclut l'éventualité d'une guerre commerciale déclenchée par l'adoption de tarifs automobiles, les perspectives de croissance du Canada sont encourageantes.

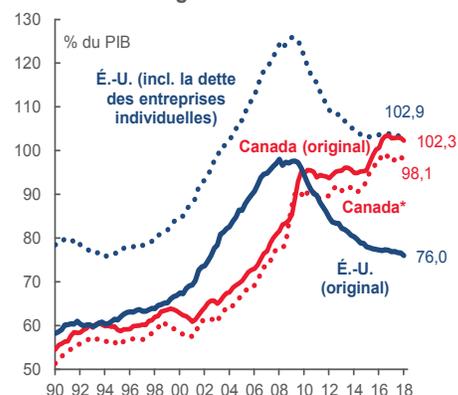
La Banque du Canada a certes de bonnes raisons de s'inquiéter de la situation commerciale, mais selon nous, elle n'en poursuivra pas moins le processus de normalisation de sa politique monétaire. Nous croyons toujours que le taux cible du financement à un jour fera l'objet de deux autres hausses de 25 pb en 2018 – dont une au cours du présent mois – et de trois hausses additionnelles de 25 pb en 2019, ce qui portera le taux directeur à 2,50 % d'ici la fin de 2019, comme nous l'expliquons plus en détail dans notre article sur la **politique monétaire et les marchés financiers**.

LES CONSOMMATEURS CANADIENS TEMPÈRENT LEURS ARDEURS

Les dépenses de consommation, qui avaient atteint en 2017 un sommet inédit depuis 2010, continuent de diminuer. Certains éléments devraient soutenir la consommation : le pays est quasiment en plein emploi, le taux de chômage n'est qu'à 5,8 % (tableau 3), la croissance des salaires est solide et le salaire minimum sera augmenté sous peu. Toutefois, le début d'année décevant, combiné au ralentissement de la croissance du crédit, nous a incités à revoir nos prévisions de croissance des dépenses de consommation à la baisse pour 2018 à 2,1 %, comparativement à 2,6 % au trimestre précédent (tableau 3). Les ventes au détail ont chuté de

Graphique 2

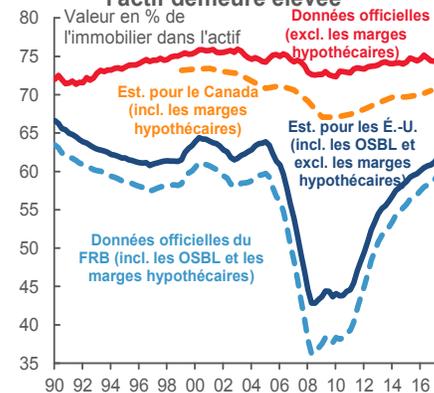
Dettes des ménages sur le marché du crédit



* Données rajustées aux concepts et définitions aux É.-U.
Sources : Études économiques de la Banque Scotia, BEA, Federal Reserve Board, Statistique Canada.

Graphique 3

La part des biens immobiliers dans l'actif demeure élevée



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, OSFI, FCAC, Statistique Canada, Federal Reserve Board.

Tableau 1

Prévisions canadiennes trimestrielles	2017		2018			2019			
	T4	T1	T2e	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Économique									
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	1,7	1,3	2,2	2,2	2,5	2,1	2,0	1,9	1,8
PIB réel (variation annuelle en %)	3,0	2,3	1,7	1,9	2,1	2,2	2,2	2,1	2,0
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	1,8	2,1	2,2	2,6	2,7	2,5	2,4	2,2	2,1
Moyenne des nouveaux indices de référence (évolution sur un an, en %)	1,7	1,9	1,9	2,0	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2
Financier									
Dollar canadien (USD/CAD)	1,26	1,29	1,31	1,28	1,28	1,25	1,22	1,22	1,25
Dollar canadien (CAD/USD)	0,80	0,78	0,76	0,78	0,78	0,80	0,82	0,82	0,80
Taux à un jour de la Banque du Canada (%)	1,00	1,25	1,25	1,50	1,75	2,00	2,25	2,25	2,50
Bon du Trésor à 3 mois (%)	1,06	1,15	1,26	1,55	1,80	2,05	2,30	2,30	2,50
Obligation du Canada à 2 ans (%)	1,69	1,78	1,91	2,05	2,30	2,40	2,50	2,55	2,60
Obligation du Canada à 5 ans (%)	1,87	1,97	2,07	2,25	2,45	2,55	2,60	2,65	2,70
Obligation du Canada à 10 ans (%)	2,05	2,09	2,17	2,40	2,55	2,60	2,65	2,70	2,75
Obligation du Canada à 30 ans (%)	2,27	2,23	2,20	2,50	2,70	2,80	2,85	2,90	2,95

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

1,2 % entre avril 2017 et avril 2018, et même si cette baisse est principalement imputable au recul des ventes d'automobiles, l'activité des autres segments du détail a quand même fléchi de 0,1 %. Le mauvais temps semble avoir eu une certaine incidence, mais d'autres forces plus fondamentales – montée des taux d'intérêt, resserrement des normes de crédit et préoccupations concernant l'avenir de l'ALENA – semblent également en jeu et pourraient influencer les décisions d'achat et d'épargne des consommateurs.

Les données sur le crédit indiquent que les Canadiens répondent aux mesures mises en place par les décideurs pour améliorer la santé de leur bilan. Au cours des derniers trimestres, la croissance a diminué dans tous les secteurs du crédit (ménages, consommation, prêts hypothécaires et automobiles), notamment en raison de la hausse des taux d'intérêt, du resserrement des règles et des normes de crédit et du ralentissement de la croissance. Au premier trimestre par exemple, le nombre de nouveaux prêts hypothécaires a atteint son plus bas niveau depuis le deuxième trimestre de 2014.

Le bilan des ménages canadiens se compare toujours avantageusement à celui de leurs voisins américains. Le ratio global de la dette des ménages sur le marché du crédit par rapport au revenu disponible, qui avait atteint un sommet de 170,5 % au troisième trimestre de 2017, a continué de diminuer pour s'établir à 168,0 % au premier trimestre de 2018. En reconfigurant ces données pour qu'elles puissent être comparées à celles des États-Unis, nous constatons que le ratio canadien de 162,2 % demeure bien en deçà du ratio américain record de 168,4 % atteint en 2007. À l'échelle du pays, le ratio dette-revenu des ménages demeure plus faible que celui des États-Unis, même après une décennie de reprise financière dans ce pays (graphique 2). Le ratio passif-actif des ménages a toujours été plus faible au Canada qu'aux États-Unis, et la valeur de la composante des biens immobiliers dans les actifs y est constamment plus élevée (graphique 3). La vulnérabilité des Canadiens aux éventuelles hausses de taux est quelque peu atténuée par le fait que moins de la moitié des ménages canadiens ont un prêt hypothécaire ou une marge de crédit hypothécaire.

LE SECTEUR DU LOGEMENT RÉAGIT AUX CHANGEMENTS DE POLITIQUES

Le resserrement de la politique monétaire et la ligne directrice B-20 relative à la souscription de prêts hypothécaires résidentiels, en vigueur depuis le 1^{er} janvier 2018, ont continué d'exercer des pressions à la baisse sur les achats de maisons au deuxième trimestre, comme en témoigne la baisse des volumes d'achat à l'échelle du pays. La diminution du nombre de transactions a été particulièrement marquée dans les régions du grand Vancouver et du grand Toronto. Ces deux villes sont relativement sensibles aux nouvelles règles parce que les prix des maisons y sont déjà élevés et que la proportion de prêts non assurés y est plus élevée qu'ailleurs au pays. Les ventes de résidences dans ces deux régions ont affiché des baisses de plus de 20 % sur 12 mois en avril et en mai, ce qui s'est traduit par une baisse de 16,2 % à l'échelle du pays en mai.

Le prix de vente moyen pour l'ensemble du pays a chuté de 6,4 % entre mai 2017 et mai 2018, plombé par la baisse de 6,8 % à Toronto. Toutefois, si l'on tient compte du changement dans la composition des ventes (les habitations plus abordables comme les appartements et les maisons en rangée sont maintenant plus populaires que les maisons unifamiliales) on constate que les prix sont stables. En mai, l'indice des prix des propriétés (IPP) MLS composite indiquait que les prix ajustés en fonction du type d'unité avaient augmenté de 1,0 % par rapport à l'an dernier. Au cours de la dernière année, les prix des appartements ont augmenté plus rapidement que ceux des maisons unifamiliales dans les grandes régions métropolitaines où les prix sont plus élevés (graphique 4).

Nous croyons que les ventes de résidences vont reprendre leur essor au deuxième semestre de l'année et qu'elles continueront de progresser en 2019. La reprise devrait être soutenue par les développements dans les grandes régions de Toronto et de Vancouver, où l'expansion

Tableau 2

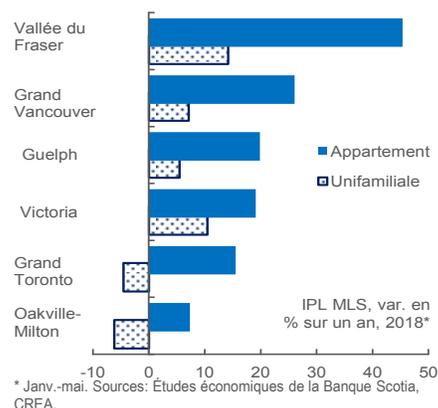
Croissance du PIB réel : incidence des changements de politique

	2018p	2019p
Projections modélisées basées sur les fondamentaux	2,3	2,3
Moins : rajustements pour l'évolution des politiques	-0,3	-0,2
Règles hypothécaires B-20	-0,1	0,0
Tarifs sur l'acier et l'aluminium	0,0	-0,1
Incertitude entourant l'ALENA	-0,1	0,0
Montée du protectionnisme à l'échelle mondiale	-0,1	-0,1
Base actuelle	2,0	2,1

Source : Études économiques de la Banque Scotia.

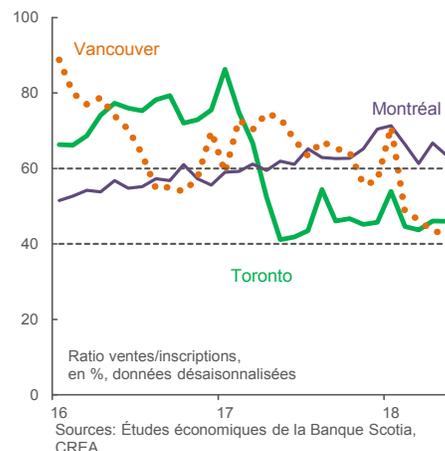
Graphique 4

Les unités plus abordables gagnent en popularité en C.-B. et dans la grande région Golden Horseshoe



Graphique 5

Le marché montréalais demeure favorable aux vendeurs



économique demeure vigoureuse, et dans une moindre mesure par ceux en cours à Montréal, où le marché demeure favorable aux vendeurs (graphique 5). Ailleurs au pays, les marchés sont généralement équilibrés, sauf dans les grandes villes des provinces de l'Ouest qui produisent le plus de pétrole, qui sont toujours aux prises avec l'excédent accumulé depuis la dernière correction des prix du pétrole au milieu de 2014.

Le nombre de mises en chantier, qui s'élevait à 220 000 en 2017, devrait graduellement passer à 213 000 en 2018, puis à 200 000 en 2019. Dans le sud de la Colombie-Britannique et dans la grande région Golden Horseshoe, la construction d'habitations devrait légèrement ralentir cette année, et considérablement chuter en 2019, moment auquel le Québec sera touché par le ralentissement et amorcera la phase descendante du cycle. En Alberta, l'immigration internationale et interprovinciale, qui devrait être légèrement positive cette année, devrait contribuer à absorber l'excédent de logements. Au cours des 18 prochains mois, même si la création d'emploi ralentit et que la hausse des taux d'intérêt réduit l'accessibilité, l'augmentation de l'immigration et le prix élevé des maisons devraient soutenir la construction.

DANS L'INDUSTRIE, LES CONTRAINTES DE CAPACITÉ DEVRAIENT STIMULER LES INVESTISSEMENTS

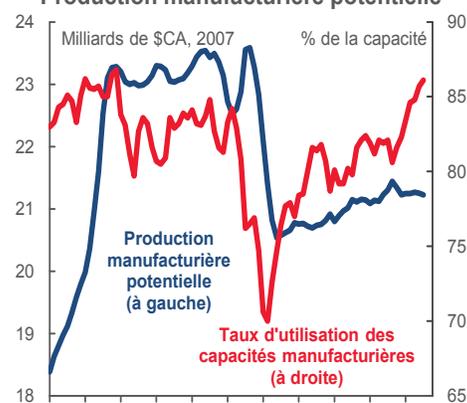
Au cours des dernières années, les ventes du secteur manufacturier canadien ont été soutenues par la solide croissance de la consommation intérieure et par l'augmentation de la demande des États-Unis, qui a été stimulée par les baisses d'impôt fédérales et la hausse des dépenses publiques. Les livraisons manufacturières (excluant les produits pétroliers) des quatre premiers mois de 2018 ont été de 2,7 % supérieures à celles enregistrées à la même période l'an dernier, et les taux d'utilisations au premier trimestre de 2018 ont atteint leur plus haut niveau depuis le milieu de l'année 2000, soit 86,1 % de la capacité totale (graphique 6).

Les pressions sur la production manufacturière se sont exacerbées, car jusqu'à récemment, la croissance des investissements était relativement faible. Depuis la crise financière mondiale de 2008, les entreprises semblaient hésiter à accroître leurs dépenses en immobilisations puisque la solidité de la reprise était souvent remise en question, et récemment, les investissements dans les usines et l'équipement ont été ralentis par la baisse des prix des produits de base survenue en 2014-2015. De plus, l'incertitude qui règne sur les relations commerciales avec les États-Unis depuis 2016 contribue vraisemblablement à tempérer les ardeurs des entreprises.

Les sous-secteurs sensibles aux exportations ont vu leurs taux d'utilisation monter en flèche sous l'effet du raffermissement généralisé de la demande à l'échelle mondiale, particulièrement aux États-Unis (graphique 7). Dans le secteur de la fabrication de machinerie, où plus des trois quarts de la production sont destinés aux États-Unis, le taux d'utilisation est passé de 70 % à 90,2 % entre le deuxième trimestre de 2016 et le premier trimestre de 2018. Le secteur des ordinateurs et de l'électronique, qui exporte environ 75 % de sa production aux États-Unis, a également vu son taux d'utilisation bondir à un peu moins de 90 %.

Certaines entreprises semblent avoir tenté de substituer le travail par des investissements dans de nouvelles capacités physiques pour augmenter leur production et être en mesure de livrer leurs nombreuses commandes, et ont de plus quasiment épuisé les bassins de main-d'œuvre. Les emplois manufacturiers ont progressé de 2 % l'an dernier, du jamais vu depuis 2000, et le taux de chômage dans le secteur manufacturier canadien se rapproche de son plus bas niveau historique, à 3,4 %. La croissance de la productivité de la main-d'œuvre a toutefois été négative au premier trimestre de 2018 (graphique 8), car la substitution capital-travail a produit des rendements très faibles. Les entreprises canadiennes ayant atteint les limites de la substitution capital-travail, elles doivent recourir aux dépenses en immobilisations pour augmenter leur production, ce qui expliquerait pourquoi les investissements dans

Graphique 6
Production manufacturière potentielle



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

Tableau 3

Canada	2000-16	2016	2017	2018p	2019p
	(variation annuelle en %, sauf indication contraire)				
PIB réel	2,1	1,4	3,0	2,0	2,1
Dépenses de consommation	2,9	2,3	3,4	2,1	2,0
Investissement dans le secteur résidentiel	3,7	3,4	2,8	0,1	0,4
Investissements des entreprises	2,2	-8,8	2,7	6,8	2,6
Gouvernement	2,2	2,7	2,6	2,6	1,5
Exportations	1,3	1,0	1,1	2,5	3,7
Importations	2,9	-1,0	3,6	4,5	2,6
PIB nominal	4,2	2,0	5,4	4,3	4,7
Indice implicite du PIB	2,1	0,6	2,3	2,3	2,5
Indice des prix à la consommation (IPC)	1,9	1,4	1,6	2,4	2,3
IPC de base (IPCX)	1,6	1,9	1,6	1,8	2,0
Bénéfices des sociétés avant impôts	3,6	-1,9	19,9	4,8	4,3
Emploi	1,3	0,7	1,9	1,2	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	-63,3	-71,0	-60,2
Balance commerciale (en G\$ CA)	25,1	-25,9	-24,0	-30,1	-22,5
Solde budgétaire fédéral* (en G\$ CA)	-2,8	-1,0	-17,8	-20,0	-18,0
pourcentage du PIB	-0,2	0,0	-0,9	-0,9	-0,8
Mises en chantier (en milliers)	199	198	220	213	200
Ventes de véhicules motorisés (en milliers)	1 657	1 949	2 041	2 000	1 950
Production industrielle	0,6	0,1	5,2	2,4	1,0
Pétrole WTI (\$ US/baril)	63	43	51	68	71
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	4,94	2,55	3,02	2,93	2,90

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.

la construction non résidentielle, la machinerie, l'équipement et la propriété intellectuelle ont enregistré une croissance annuelle de 8,7 % au quatrième trimestre de 2017 et de 8,2 % au premier trimestre de 2018.

En dépit du récent rebond, les investissements dans la construction non résidentielle sont toujours de 14 % inférieurs à leur pic de la fin 2014 en raison de la baisse des activités dans le secteur de l'énergie. Les investissements à l'extérieur de ce secteur remontent toutefois quant à eux vers leurs sommets antérieurs.

Malgré l'incertitude entourant la montée du protectionnisme aux États-Unis et le statut incertain de l'ALENA, l'effet combiné de la forte demande américaine, du resserrement du marché de l'emploi au pays et de l'abondance de capitaux devrait sans nul doute soutenir une hausse soutenue des investissements des entreprises. Nous prévoyons qu'ils augmenteront de 6,8 % en 2018 (tableau 3) – soit le taux de croissance le plus élevé depuis 2011 – et qu'ils continueront de croître en 2019, quoique plus lentement à environ 2,6 %. Compte tenu des inquiétudes relatives aux politiques commerciales, les dépenses dans la machinerie, l'équipement et la propriété intellectuelle devraient être au centre des décisions d'investissement, alors que les investissements dans les structures non résidentielles pourraient être reportés jusqu'à ce que les perspectives à court terme soient plus claires.

Le Canada devrait déployer des efforts pour améliorer sa compétitivité en incitant les entreprises à investir pour diminuer leurs contraintes de capacités. L'attention s'est concentrée sur les baisses d'impôt aux États-Unis qui ont plus ou moins éliminé l'écart des taux d'imposition des sociétés (effectifs et prévus par la loi) entre le Canada et les États-Unis, mais le lien entre les taux d'imposition et les investissements des entreprises a toujours été difficile à établir. Des mesures plus ciblées destinées à stimuler l'investissement – déductions fiscales pour l'accélération des plans d'amortissement, augmentation des crédits d'impôt, assouplissent des processus d'immigration pour la main-d'œuvre compétente, simplification des permis et des exigences réglementaires et amélioration des infrastructures – pourraient stimuler les dépenses en immobilisations des entreprises et la productivité. De plus, ces mesures constitueraient une réplique judicieuse aux tarifs américains, contrairement aux ripostes tarifaires qui ne font que nuire aux entreprises et aux consommateurs canadiens.

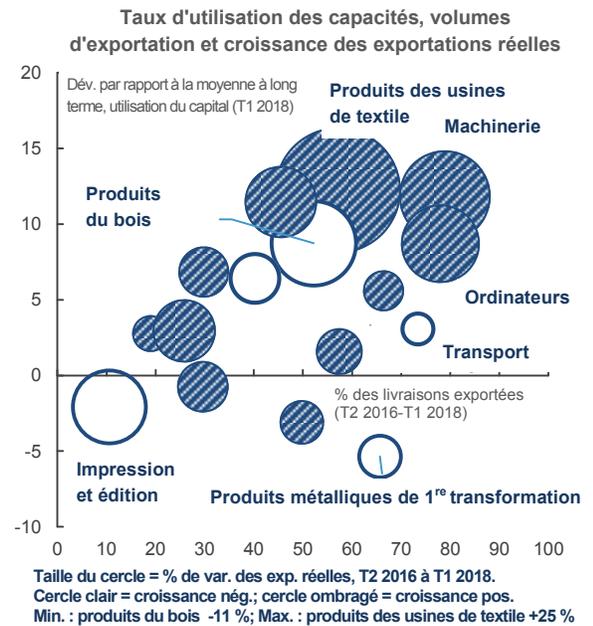
LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE DEMEURE PROCYCLIQUE

En 2018, pour une troisième année de suite, les dépenses courantes et les dépenses en capital de l'ensemble des paliers de gouvernement devraient représenter 0,6 pp de la croissance du PIB réel du pays (plus d'un quart de la croissance de l'économie canadienne). Cette prévision témoigne de l'implication accrue du gouvernement fédéral dans de nombreux domaines où il a utilisé son pouvoir d'application des ressources pour inciter les gouvernements provinciaux et municipaux à faire des dépenses qu'ils n'auraient peut-être pas effectuées autrement, notamment dans le logement social, la santé mentale et le traitement des eaux. Les transferts fédéraux ont été augmentés vers la fin de l'exercice 2017-2018 pour soutenir ces programmes. Dans certains secteurs, comme les infrastructures, il semble que les dépenses seront moins élevées que ce qui avait été prévu au départ, mais le budget fédéral dévoilé au printemps prévoit des initiatives en recherche et développement et dans d'autres domaines pour compenser ces pertes.

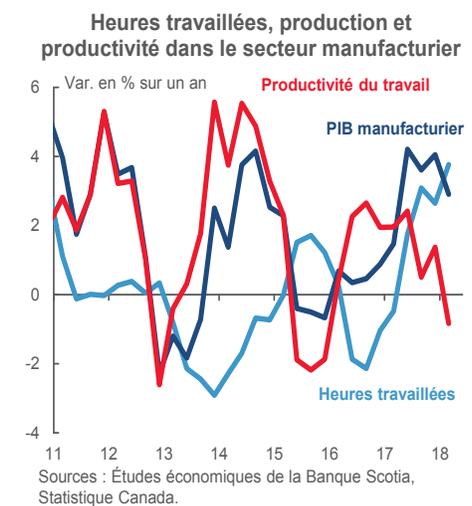
La croissance des investissements gouvernementaux devrait ralentir en 2019, mais la contribution du secteur public à la croissance du PIB réel devrait quand même s'élever à 0,3 pp. Les gouvernements provinciaux et municipaux devraient limiter les hausses de taxes et d'autres droits afin d'aider les ménages à revenu modeste. Il leur sera donc plus difficile d'équilibrer leur budget de fonctionnement, ce qui les obligera à gérer leurs dépenses de manière judicieuse. Ce contexte a incité de nombreuses provinces à lancer de nouvelles initiatives pour minimiser les répercussions de l'éventuel cadre de tarification du carbone sur les finances des ménages et la compétitivité des entreprises. Des mesures bien précises encadreront l'application de la tarification et l'utilisation des revenus qu'elle générera.

Les déficits fédéraux pour l'exercice 2018-2019 et 2019-2020 devraient dépasser les estimations contenues dans le budget fédéral du printemps (tableau 1). Les plans financiers des provinces pour 2018-2019 indiquent que le manque à gagner global se creusera encore cette année et qu'il atteindra plus de 15 milliards de dollars canadiens, en présumant que le budget de la nouvelle administration ontarienne

Graphique 7



Graphique 8



contiendra beaucoup d'encre rouge. Par conséquent, même si la capacité d'emprunt de certaines provinces est largement limitée au financement des dépenses en immobilisations, on s'attend à ce que leur dette nette combinée atteigne environ 34 % du PIB combiné, un niveau de loin supérieur au sommet antérieur du milieu des années 1990.

COMMERCE : DES SCÉNARIOS POTENTIELLEMENT TRÈS DIFFÉRENTS

La hausse de la production industrielle aux États-Unis a stimulé la demande de machinerie canadienne, et les exportations de ces produits vers les États-Unis ont affiché une croissance sur an de 4,6 % durant les premiers mois de 2018. Cette hausse représente toutefois un ralentissement par rapport au taux de 8 % enregistré pour l'ensemble de 2017. Même si le baromètre du secteur manufacturier américain (c'est-à-dire l'indice PMI des directeurs d'achat) n'a pas atteint un tel niveau depuis 2004, les capacités restreintes du secteur canadien de la machinerie pourraient limiter les exportations vers le sud (graphique 9). À mesure que la capacité de production du secteur s'améliorera, les exportations de machinerie devraient se remettre de ce ralentissement temporaire, quoique marqué.

Les exportations de produits de l'acier et de l'aluminium vers les États-Unis ont bondi, car les entreprises américaines ont augmenté leurs stocks avant l'application, pour une question de « sécurité nationale », de tarifs en vertu de l'article 232, qui ne concernaient pas le Canada jusqu'au 31 mai (graphique 10). Le président américain a invoqué cette fausse raison uniquement pour augmenter les tarifs en recourant à l'un des rares pouvoirs le dispensant d'obtenir l'approbation du Congrès. Le tarif de 10 % qui s'applique aux importations de produits de l'aluminium en provenance du Canada est plus faible que celui qui frappe les produits de l'acier (25 %), mais la dépendance des États-Unis envers les importations est beaucoup plus marquée dans le cas de l'aluminium que dans le cas de l'acier. En effet, environ 60 % de l'aluminium consommé aux États-Unis provient de l'étranger alors que ce pourcentage n'est que d'environ 20 % pour les produits de l'acier, cependant plus spécialisés. Les tarifs américains devraient donc avoir une incidence limitée sur les exportations canadiennes d'acier et d'aluminium vers les États-Unis, mais comme ils ont pour effet d'augmenter les coûts pour l'industrie et les consommateurs, ils auront une incidence négative sur la compétitivité des États-Unis.

Nous nous attendons à ce que les tarifs sur l'aluminium et l'acier soient rapidement abolis – des tarifs similaires adoptés en 2002 s'étaient appliqués pendant 20 mois et avaient causé plus de tort que de bien sur le plan de l'emploi. Le Canada profitera probablement à nouveau d'une

exemption lorsque les négociations sur l'ALENA auront abouti à un nouvel accord, ce qui devrait selon nous survenir au début de 2019. D'ici là, les tarifs américains et les représailles canadiennes devraient réduire d'environ 0,1 pp la croissance du PIB canadien en 2019. Comme les États-Unis ont accumulé de grandes quantités d'acier et d'aluminium au début de l'année, la demande pour ces produits devrait ralentir jusqu'à la fin de l'année 2018. Cette baisse devrait être moins prononcée pour l'aluminium que pour l'acier, même si plus de 21 000 demandes d'exemptions ont été déposées par des entreprises américaines.

Graphique 9



Graphique 10



Tableau 4

**Incidence du protectionnisme américain sur l'économie canadienne :
 Déviation par rapport aux prévisions de base**

	2018	2019	2020	2021	2022
Application de tarifs sur l'automobile, l'acier et l'aluminium					
Croissance du PIB (diff. en pp)	0,0	-0,2	-0,4	-0,1	0,2
Taux directeur (diff. en pp)	0,00	-0,06	-0,20	-0,21	-0,11
Inflation globale selon l'IPC (diff. en pp)	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0
CAD-USD, diff. annuelle moyenne (en %)	0,0	-0,8	-1,6	-1,6	0,0
Guerre commerciale mondiale (Tarifs de 20 % sur les échanges avec les É.-U.)					
Croissance du PIB (diff. en pp)	0,0	-1,3	-3,5	1,0	1,6
Taux directeur (diff. en pp)	0,00	-0,30	-1,21	-0,98	-0,23
Inflation globale selon l'IPC (diff. en pp)	0,0	0,3	-0,5	-0,5	0,0
CAD-USD, diff. annuelle moyenne (en %)	0,0	-2,4	-10,7	-12,1	-2,4

Source : Études économiques de la Banque Scotia « Un moral d'acier pour supporter les coûts macroéconomiques des sanctions tarifaires » (14 juin 2018).

Le conflit commercial qui oppose le Canada et les États-Unis pourrait s'envenimer et dégénérer rapidement en une guerre ouverte qui pourrait faire basculer les deux pays en récession (tableau 4). Le Canada impose depuis le 1^{er} juillet des tarifs sur les produits américains de l'acier et de l'aluminium, ainsi que sur divers biens de consommation produits dans des régions où le Parti républicain compte de nombreux électeurs afin d'exercer des pressions économiques avant les élections américaines de mi-mandat qui auront lieu en novembre. L'administration américaine menace d'aggraver le conflit en imposant des tarifs de 25 % sur les véhicules et les pièces automobiles provenant de l'étranger. L'automobile est le deuxième secteur d'exportation du Canada (après l'énergie) et celui qui dépend le plus des tarifs préférentiels prévus dans l'ALENA (96 % des exportations vers les États-Unis se font dans le cadre de l'ALENA). Ces tarifs frapperaient l'économie ontarienne de plein fouet et nuiraient à la croissance de l'ensemble du pays en 2019 et en 2020 (voir graphique 1).

Ces tarifs auraient des effets désastreux sur les joueurs du secteur de l'automobile des deux côtés de la frontière. Ils auraient pour effet de faire grimper les coûts et, par conséquent, le prix de vente, ce qui plomberait les volumes de ventes automobiles alors qu'ils avoisinent actuellement des sommets record dans les deux pays. Les chaînes d'approvisionnement nord-américaines du secteur de l'automobile seraient également touchées, le PIB canadien pourrait reculer de 0,6 pp et le taux de croissance pourrait perdre 0,4 pp en 2020, comme l'indique le tableau 4 (voir le tableau 3 de notre article sur les [États-Unis](#) pour savoir quelles seraient les répercussions sur l'économie américaine). Comme la production de véhicules et de pièces automobiles se fait de manière hautement intégrée entre le Canada, les États-Unis et le Mexique, de grands pans du secteur automobile pourraient devoir être déplacés à l'étranger si ces tarifs devaient demeurer en vigueur sur une longue période.

L'imposition de tarifs automobiles à l'échelle mondiale pourrait donner lieu à une telle variété de représailles que nous continuons de croire que les États-Unis ne mettront pas leur menace à exécution. Le secteur américain de l'automobile a indiqué clairement qu'il ne voulait pas de cette « protection ». Des mises à pied découlant directement de l'imposition des tarifs sur l'aluminium et l'acier ont déjà eu lieu aux États-Unis et nos modèles indiquent que des régions républicaines clés pourraient subir des pertes d'emplois encore plus massives d'ici 2020, année où les politiciens de ces districts et l'actuel président tenteront de se faire réélire.

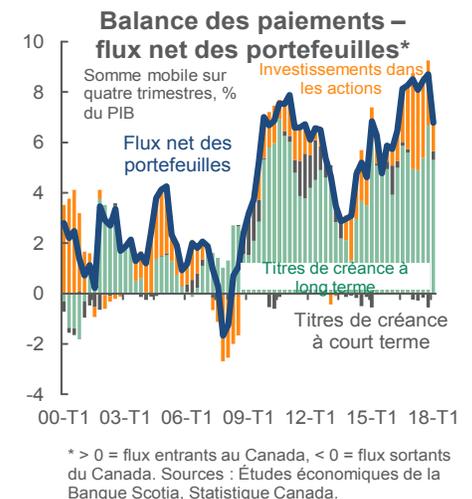
Le scénario catastrophe dans lequel les États-Unis iraient de l'avant avec les tarifs automobiles et s'exposeraient à une vague de représailles de l'ensemble des pays nous semble toujours improbable, mais s'il se concrétisait, il dégénérerait rapidement en une guerre commerciale qui ferait basculer le Canada en récession à partir du deuxième semestre de 2019 et pendant une bonne partie de 2020 (tableau 4 et graphique 1). La croissance passerait en territoire négatif au deuxième semestre de 2019 et s'établirait autour de -1,8 % en 2020, soit l'équivalent d'une récession deux fois moins grave que celle qui a suivi la crise de 2008. Le chômage grimperait toutefois à 9 %, à peu près au même niveau qu'il y a dix ans, en raison des répercussions sectorielles du conflit commercial. Les États-Unis et le Mexique tomberaient également en récession d'ici 2020, mais les États-Unis seraient le pays le moins touché des trois « amis ».

FLUX DE CAPITAUX INTERNATIONAUX : LES MANCHETTES NÉGATIVES SONT EXAGÉRÉES

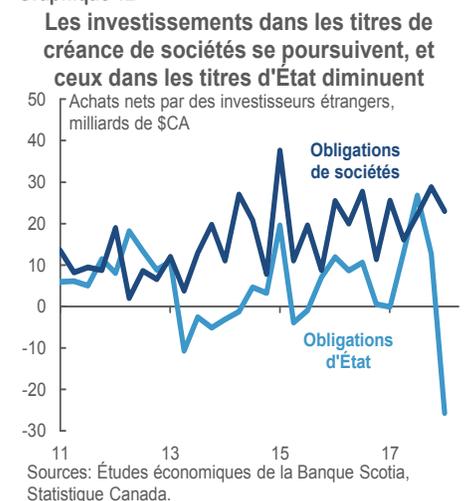
Durant la période de 12 mois précédant le mois d'avril, les rentrées nettes de capitaux au Canada ont ralenti par rapport aux niveaux record enregistrés en 2017 (graphique 12), plombées par le déclin des afflux nets dans les titres de créance du gouvernement fédéral du Canada (graphique 13). Compte tenu de son déficit en baisse, le gouvernement fédéral n'a pas eu autant à recourir au marché obligataire que l'an dernier. De plus, l'écart entre les bons du trésor américain et les obligations d'État canadiennes s'est creusé depuis septembre dernier. Comme on s'attend à ce que la Réserve fédérale relève les taux quatre fois au total en 2018 – une fois de plus que la Banque du Canada – les obligations canadiennes ont perdu de leur attrait.

Au premier trimestre de 2018, le montant net des investissements étrangers directs au Canada a atteint son plus haut niveau depuis le troisième trimestre de 2015. Les investisseurs internationaux ont investi des sommes considérables dans le secteur manufacturier canadien, qui ont dépassé les 10 milliards de dollars canadiens pour la première fois depuis la crise. Pour la première fois en dix trimestres consécutifs, la balance des flux de capitaux directs des résidents et des non-résidents au Canada est repassée en territoire positif au premier trimestre de 2018.

Graphique 11



Graphique 12



EN RÉSUMÉ : ORIGINAL OU SOURIS, LE CANADA DORT TOUJOURS AUX CÔTÉS D'UN ÉLÉPHANT

Nos perspectives économiques du troisième trimestre pour le Canada reposent essentiellement sur l'hypothèse selon laquelle les tensions commerciales entre les États-Unis et ses principaux partenaires ne s'exacerberont pas davantage. Les deux scénarios suivants sont envisageables :

- Notre scénario de base, qui prévoit que les négociations aboutiront à un renouvellement de l'ALENA ou à une nouvelle version de l'accord, est simple et sobre : la croissance surpassera quelque peu le potentiel, la hausse des salaires et des prix soutiendra la poursuite du processus de normalisation de la politique monétaire, les dépenses de consommation vont ralentir, les ménages vont poursuivre le désendettement graduel de leur bilan et les investissements amélioreront la diversification des sources de croissance et soutiendront la production canadienne dans un contexte des baisses d'impôt aux États-Unis; ou
- Si l'éléphant américain décide d'ériger de nouveaux obstacles à l'importation – particulièrement au moyen de tarifs sur les véhicules et les pièces automobiles – et qu'il déclenche ainsi une guerre commerciale mondiale, il faudra vraisemblablement s'attendre à un résultat beaucoup plus tragique : une récession à l'échelle de l'Amérique du Nord d'ici 2020.

C'est la décision des États-Unis quant à l'imposition de tarifs sur l'automobile qui déterminera lequel de ces scénarios se concrétisera.

Les provinces

- La Colombie-Britannique et l'Alberta demeureront les locomotives de la croissance en 2019. L'expansion économique devrait toutefois se poursuivre dans chacune des provinces, malgré la montée de l'incertitude provoquée par les mesures commerciales adoptées aux États-Unis.
- Le déficit combiné des provinces s'est creusé au cours de l'exercice de 2018–2019, en raison notamment d'un retour au déficit en Ontario, mais on prévoit qu'il recommencera bientôt à se résorber (voir le graphique 1).

UNE CROISSANCE RÉSILIENTE, MAIS EN DÉCLIN

Les données sur 12 mois pour 2018 confirment que la plupart des provinces poursuivent sur leur erre d'aller : les commandes restent en hausse dans le secteur manufacturier, les dépenses dans les infrastructures continuent d'augmenter et, du côté des entreprises, l'investissement se redresse enfin. L'économie devrait tourner au-delà de son potentiel à long terme dans au moins la moitié des provinces au cours de la présente année et de l'année qui suivra, ce qui maintiendra les pressions à la hausse sur les salaires et les prix. Selon les prévisions, l'investissement des entreprises devrait être un moteur de croissance dans la plupart des régions pour l'année en cours, appuyé par les dépenses soutenues de l'État. La forte demande de biens de consommation et d'équipement devrait provoquer une augmentation des importations en 2018, au détriment des exportations nettes. Cette croissance devrait toutefois ralentir en 2019, ce qui redonnera un souffle aux exportations nettes. Dans les sept provinces qui consomment plus de pétrole qu'elles en produisent (les « provinces non pétrolières »), la présente fin de cycle devrait se traduire, jusqu'en 2019, par une plus grande prudence de la part des consommateurs.

L'achat de matériel et d'outillage devrait stimuler l'investissement des entreprises dans la plupart des provinces et mettre fin au recul des stocks amorcés en 2011 dans les provinces non pétrolières (graphique 2). En date du mois d'avril, sept provinces avaient enregistré un accroissement sur douze mois de leurs importations de machinerie, la tendance amorcée au quatrième trimestre de 2017 s'étant poursuivie. Dans la plupart des régions, les contraintes qui pèsent sur la capacité de production — et galvanisent les investissements effectués pour répondre à la demande croissante — sont particulièrement fortes dans le secteur manufacturier (produits forestiers, plastiques et caoutchouc, machinerie et raffinage du pétrole en particulier).

En ce qui concerne la machinerie canadienne et les industries connexes, la production industrielle vigoureuse et la bonification des incitatifs fiscaux pour les entreprises de matériel et d'outillage aux États-Unis viennent s'ajouter à la hausse des commandes au pays. En date du mois d'avril, il est prévu que les ventes de machinerie sur douze mois enregistreront une croissance dans les deux chiffres en Ontario, en Alberta, en Saskatchewan et à l'Île-du-Prince-Édouard. Alors que les gains diminueront pour la machinerie et les industries connexes en 2019, des avancées sont prévues dans d'autres industries, comme celles de la production d'autobus et de l'aérospatiale. Touchés par des taux d'utilisation de la capacité records, les fabricants de produits alimentaires devraient répondre en effectuant de nouveaux investissements en immobilisations, notamment au Manitoba et en Alberta, où l'on prévoit la construction d'importantes usines.

La construction non résidentielle devrait donner une impulsion importante, mais moindre, à la croissance en 2018–2019. Dans sept provinces, les activités de construction commerciales et industrielles ont progressé au cours de deux trimestres consécutifs, stimulées notamment par les secteurs des services commerciaux et de la technologie. On compte parmi les projets majeurs des complexes hydro-électriques, des oléoducs et des infrastructures portuaires. En Alberta, après avoir connu un rebond de plus de 50 % en 2017, l'investissement est demeuré élevé dans les secteurs traditionnels du gaz et du pétrole. Par contre, les investissements dans les sables bitumineux seront modestes cette année, et il faudra attendre l'année 2019 pour observer une reprise digne de ce nom dans le secteur de la construction non résidentielle et celui de la construction non énergétique. Après avoir tardé à se mettre en branle, la phase 1 du plan d'infrastructure du gouvernement fédéral revigore maintenant les investissements en capital dans les réseaux de transport en commun, les infrastructures vertes et les infrastructures sociales des centres urbains de petites et grandes tailles du pays.

RENSEIGNEMENTS

Mary Webb

416.866.4202

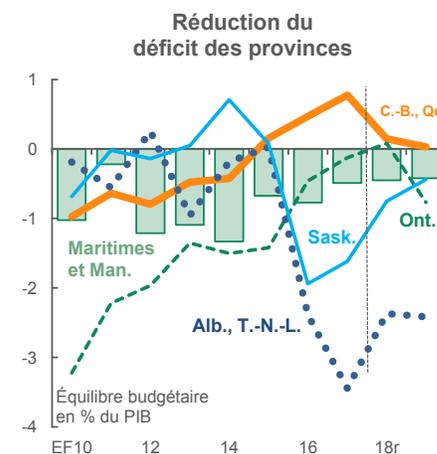
Études économiques de la Banque Scotia
mary.webb@scotiabank.com

Marc Desormeaux

416.866.4733

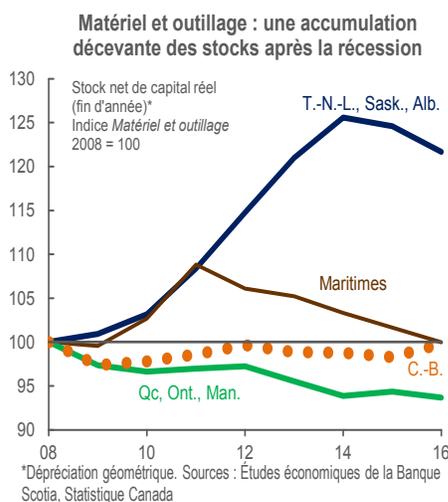
Études économiques de la Banque Scotia
marc.desormeaux@scotiabank.com

Graphique 1



Sources : documents budgétaires, Statistique Canada; PIB nominal prévisionnel, Études économiques de la Banque Scotia

Graphique 2



Bien qu'elles soient plombées par un accroissement des importations, les exportations de produits pétroliers et non pétroliers devraient trouver un second souffle en 2018. Côté pétrole, la production devrait s'intensifier à Hebron, quatrième gisement pétrolier extracôtier de la province de Terre-Neuve-et-Labrador, et les prévisions font état d'une croissance supérieure à 5 % en Alberta. En juin, l'installation de Syncrude, l'une des plus importantes du secteur des sables bitumineux albertain, a dû interrompre sa production pour une période d'au moins cinq à six semaines. Un rebond étant prévu par la suite, la croissance du PIB réel de l'Alberta devrait se situer légèrement sous la barre des 2,4 %. La volatilité potentielle de l'écart des prix entre le pétrole léger et le pétrole lourd, attribuable à la congestion des oléoducs, constituera un risque tout au long de l'année 2019, même si la récente approbation de la remise en état de la Ligne 3 est encourageante. La hausse des prix et l'augmentation de la capacité devraient fouetter les livraisons de minerais métalliques à Terre-Neuve-et-Labrador, en Nouvelle-Écosse, au Québec et en Colombie-Britannique. En ce qui concerne les producteurs d'aluminium du Québec et de la Colombie-Britannique, de même que les producteurs d'acier et de bois d'œuvre de plusieurs provinces, les tarifs douaniers imposés par les États-Unis ne devraient pas avoir une incidence considérable à court terme, car ils se traduiront surtout par une augmentation des prix au sud de la frontière. La production de véhicules automobiles montés en Ontario devrait reculer de 6,25 % en 2018, puis poursuivre sa dégringolade en 2019. Cette prévision est assortie d'un risque baissier : l'imposition éventuelle par les États-Unis d'un tarif douanier sur les automobiles canadiennes.

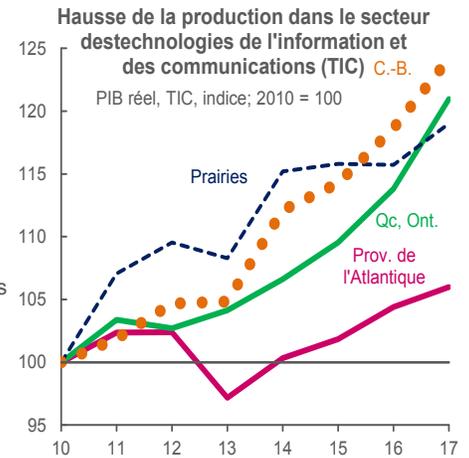
Les secteurs du tourisme et de la technologie illustrent bien la vigueur des exportations dans le secteur des services en général. Après que plusieurs régions du pays ont accueilli un nombre record de visiteurs étrangers dans le cadre du 150^e anniversaire de la Confédération, en 2017, de nouvelles augmentations sur 12 mois ont été enregistrées dans sept provinces (en date d'avril 2018). Le PIB réel du secteur des technologies de l'information et des communications (TIC) a progressé de 14,7 % au pays entre 2011 et 2017, surpassant l'ensemble des autres secteurs (8,5 %). Notons que les exportations, qu'il s'agisse de services d'ingénierie ou de produits manufacturiers spécialisés, constituent une composante importante du secteur des TIC. De 2011 à 2017, ce secteur a connu une croissance annuelle supérieure à 16 % dans cinq provinces. Dans le Centre du Canada et en Colombie-Britannique, il a progressé d'au moins 10 % depuis 2014 (graphique 3).

Les consommateurs se font faits plus discrets au début de l'année 2018 par rapport à l'année précédente, ce qui a causé un ralentissement de la croissance des ventes au détail cumulées sur 12 mois en avril (voir le graphique 4) dans toutes les provinces. Dans une Colombie-Britannique en plein essor, l'augmentation des emplois à temps plein cumulés sur 12 mois a ralenti considérablement en mai, passant à 1,1 %. Même si la croissance des ventes au détail a été appréciable en avril (4,7 %), elle ne correspond qu'à environ la moitié de la croissance exceptionnelle de 9,3 % enregistrée l'année précédente. Après un lent départ, les dépenses des consommateurs devraient s'affermir au cours du deuxième semestre de 2018. Par contre, l'année prochaine, le ralentissement du secteur du logement et le refroidissement de la consommation réelle devraient paraître de plus en plus évidents dans les sept provinces non pétrolières, puisque nous prévoyons que la création d'emploi ralentira et que de nouvelles hausses de taux viendront accentuer l'effet des précédentes mesures de resserrement monétaire. À l'opposé, les dépenses des ménages sont appelées à se raffermir dans les trois provinces pétrolières, une fois que l'effet négatif des baisses des prix du pétrole se sera dissipé.

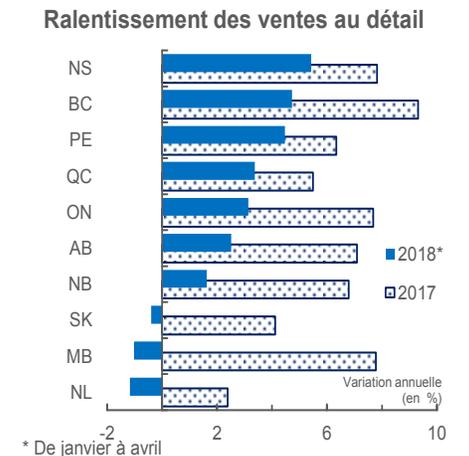
L'augmentation du salaire hebdomadaire moyen en avril (graphique 5) pointe vers une hausse annuelle d'au moins 2 % dans la majorité des provinces. La hausse du salaire minimum a contribué à ces gains, surtout en Ontario, en Alberta et en Colombie-Britannique, où elle a été supérieure à 10 %. Selon les prévisions pour 2019, l'augmentation du salaire moyen devrait ralentir. Toutefois, en raison de la pénurie de main-d'œuvre qualifiée, cette décélération sera légère. La montée de l'inflation mesurée par l'IPC global devrait absorber une partie importante du surcroît de pouvoir d'achat découlant des augmentations de salaire régionales : il n'y a qu'au Centre du Canada que le pouvoir d'achat est susceptible de s'accroître sensiblement en 2018 et 2019.

Selon les prévisions sur les mises en chantier de logements, qui ont été revues à la hausse pour 2018 et 2019, le Québec et l'Île-du-Prince-Édouard devraient maintenir cette année un rythme aussi soutenu qu'en 2017, et les logements abordables devraient attirer davantage l'attention. Dans les centres urbains du sud de la Colombie-Britannique et du Golden Horseshoe de l'Ontario, les logements abordables devraient rester un enjeu durant toute la période prévisionnelle, en raison de l'effet cumulatif de l'insuffisance de l'offre. Peu d'options sont offertes aux acheteurs, un problème aggravé par le manque de logements disponibles. Cependant, l'augmentation des mises en chantier d'habitations multi-logements devrait atténuer quelque peu les pressions à la hausse sur les loyers. Dans les grandes villes de l'Alberta et de la Saskatchewan, la construction de nouveaux logements devrait être assez modeste, puisqu'on assiste à une réduction du surplus de logements. Au cours des deux prochaines années, un nombre important de nouveaux immeubles en copropriété et de locaux commerciaux seront occupés à Halifax, alors qu'à Winnipeg, les mises en chantier – qui ont atteint un sommet en 30 ans en 2017 – connaîtront un ralentissement.

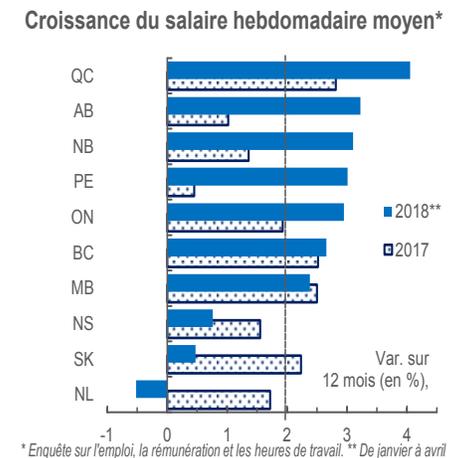
Graphique 3



Graphique 4



Graphique 5



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Statistique Canada

PERSPECTIVES BUDGÉTAIRES : DES CHEMINS DIVERGENTS POUR LES PROVINCES

Les perspectives quant aux revenus et dépenses des provinces sont bouchées. En Ontario, le nouveau gouvernement provincial, qui est en train d'évaluer l'incidence de ses engagements électoraux, a déjà annoncé qu'il demanderait des vérifications comptables. Au Québec et au Nouveau-Brunswick, des élections auront lieu à l'automne. Au Canada, en Alberta, à l'Île-du-Prince-Édouard et à Terre-Neuve-et-Labrador, des élections sont prévues en 2019. Plusieurs tendances actuelles devraient se poursuivre : la Colombie-Britannique continuera de chercher un équilibre entre ses nombreux programmes pluriannuels et ses priorités en matière d'infrastructures, alors que dans les trois principales provinces pétrolières et au Manitoba, le redressement budgétaire restera au centre des préoccupations. Cependant, au cours des deux prochaines années, la conjoncture économique devrait être moins propice à un tel redressement, puisque la croissance de la production ralentira, des pressions seront exercées pour réduire les écarts de rémunération touchant le secteur public et les taux d'intérêt augmenteront. En outre, plusieurs provinces s'efforcent de soutenir adéquatement les communautés touchées par les mesures commerciales adoptées aux États-Unis; les différentes propositions des provinces au sujet d'un modèle pancanadien de tarification de la pollution par le carbone devraient faire les manchettes cet automne; et des projets ambitieux, comme le régime national d'assurance-médicaments, sont en attente d'un dénouement. Puisqu'il sera plus difficile de dégager des surplus budgétaires importants, les gouvernements devront s'attaquer à leurs passifs. L'Alberta, par exemple, entend réduire son plan d'investissement pour l'exercice de 2019 de 28,50 %. Ainsi, les activités de construction du secteur public ralentiront au moment où le secteur privé de la province est en pleine reprise.

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	
2017*	3,0	2,1	3,2	1,2	1,9	3,1	2,8	2,9	2,9	4,9	3,9	
2018p	2,0	0,5	1,9	1,2	1,0	2,1	2,0	1,9	1,6	2,4	2,5	
2019p	2,1	1,2	1,6	1,0	0,9	1,9	2,0	1,9	2,0	2,5	2,5	
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	5,4	5,6	4,7	3,1	3,2	4,5	4,8	4,3	5,4	7,9	5,9	
2018p	4,3	4,1	3,8	3,2	2,8	3,9	4,1	3,9	4,1	5,4	5,0	
2019p	4,7	4,0	3,9	3,1	2,9	4,3	4,4	4,2	4,7	5,7	5,1	
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	1,2	-0,8	1,9	0,6	0,4	1,4	1,4	0,7	0,0	1,6	1,3	
2019p	1,0	-0,5	0,9	0,3	0,2	0,9	1,0	0,7	0,5	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	14,7	9,9	8,0	8,0	5,5	5,5	5,6	5,9	6,8	4,8	
2019p	5,7	14,6	10,1	7,9	8,0	5,4	5,4	5,5	5,8	6,7	4,8	
Mises en chantier de logements (en milliers d'unités)												
2000–16	199	2,6	0,8	4,3	3,5	44	72	5,1	5,2	34	28	
2016	198	1,6	0,5	3,7	1,8	39	75	5,3	4,8	25	42	
2017	220	1,4	1,0	4,0	2,3	46	80	7,6	5,0	29	44	
2018p	213	1,4	1,0	3,9	1,9	46	77	6,2	4,2	29	42	
2019p	200	1,3	0,9	3,8	2,1	41	71	6,3	4,5	30	39	
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***	-20 000	-812	1	134	-115	850	642	-726	-595	-8 023	151	
2019p***	-18 000	-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. *PIB réel par secteur d'activité, prix de base. **MB : EF04–EF16; AB : EF05–EF16. ***Gouvernement fédéral et provinces, EF18 et EF19 : documents budgétaires. Gouvernement fédéral EF19 : hors rajustement du risque de 3,0 G\$.

États-Unis

DANS UNE ÉCONOMIE EN SURCHAUFFE, LA SAGESSE DEVRAIT L'EMPORTER

- Nous nous attendons à ce que la croissance culmine au T2 alors que les mesures fiscales incitatives proposées dans une économie déjà vigoureuse se traduisent par une hausse de la consommation, des indicateurs industriels solides, un marché de l'emploi serré et une pression plus forte sur les prix.
- Le risque de nouvelles erreurs politiques demeure la menace la plus évidente qui plane sur nos prévisions de base. Nous prévoyons que la pression politique nationale exercée sur la Maison-Blanche préviendra le déclenchement d'une guerre commerciale avec la Chine et les principaux alliés des États-Unis, laquelle, si elle se concrétisait, plongerait les États-Unis dans une récession à la fin de 2019 et au début de 2020.

ERREURS POLITIQUES : LA PLUS GRANDE MENACE AU MAINTIEN DE LA CROISSANCE

Au cours de la dernière année, l'économie américaine a bénéficié d'une combinaison salubre de facteurs : une croissance modérée, des indicateurs majeurs solides, une inflation modeste, et une remontée graduelle des taux d'intérêt. Les données positives ont été perçues comme un indicateur pertinent que la normalisation de la politique monétaire se poursuivrait, alors que les données négatives semblaient indiquer que les conditions accommodantes relatives à la politique monétaire seraient maintenues. Cette position avantageuse a permis à l'actuelle période de croissance de huit ans et demi que connaît les États-Unis de devenir la deuxième plus longue de l'histoire en juin. **Nous prévoyons toujours que cette expansion se poursuivra jusqu'en juillet 2019, ce qui en ferait la plus longue, mais la diversité des politiques actuellement en vigueur aux États-Unis vient assombrir considérablement les attentes à partir du second trimestre de 2019.**

Les politiques économiques américaines vont totalement à l'encontre l'une de l'autre.

Les principales modifications fiscales apportées par la Maison-Blanche jumelées à l'augmentation des dépenses devraient entraîner une accélération de la croissance du PIB réel à 2,8 % cette année (graphique 1, tableau 1), ce qui est bien supérieur aux estimations d'environ 2 %. Ces données sont comparables au taux de croissance réel de 2,6 % projeté dans nos [tableaux des prévisions](#) du 3 mai. Le taux de chômage se situe à un creux historique. Pour 2019, la croissance du PIB réel devrait s'établir à 2,3 % malgré les tensions commerciales et l'incertitude qui y est associée, lesquelles devraient faire reculer la croissance de 0,1 pp l'année prochaine.

Face à des signaux contradictoires de la Maison-Blanche en ce qui a trait aux politiques et à une certaine divergence sur le plan de la croissance mondiale, la Réserve fédérale devrait rester concentrée sur la pression exercée sur les prix au pays, qui s'est intensifiée durant le dernier trimestre.

Si l'on observe nos [Perspectives mondiales](#) du T2, nous avons ajouté une nouvelle hausse du taux des fonds de la Réserve fédérale, pour un total de deux d'ici la fin de 2018, et deux autres en 2019. Comme nous le mentionnons dans la section [Politique monétaire et marchés des capitaux](#), cela porterait le taux à 3,0 % d'ici la fin de 2019. Les rendements devraient continuer de se stabiliser, mais selon le *Modèle macroéconomique mondial de la Banque Scotia (MMMB)*, il n'y a pas de récession dans notre horizon prévisionnel. Ces prévisions de base tiennent compte cependant du fait que de nouvelles pressions protectionnistes de la Maison-Blanche sont atténuées en raison de négociations ou d'une réaction défavorable du Congrès, du milieu des affaires et des citoyens, de sorte que la trajectoire actuelle pointant vers une guerre commerciale s'en trouve détournée.

RENSEIGNEMENTS

Brett House, VP et économiste en chef adjoint

416.863.7463

Études économiques de la Banque Scotia

brett.house@scotiabank.com

Marc Desormeaux

416.866.4733

Études économiques de la Banque Scotia

marc.desormeaux@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

Mary Webb

416.866.4202

Études économiques de la Banque Scotia

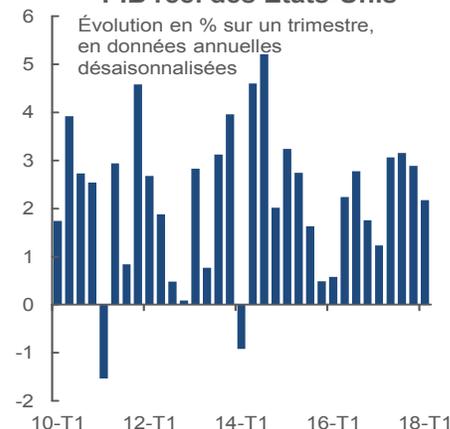
mary.webb@scotiabank.com

États-Unis	2017	2018p	2019p
PIB réel (évolution annuelle en %)	2,3	2,8	2,3
IPC (% sur un an, fp)	2,1	2,4	2,4
Taux directeur banque centrale (% , fp)	1,50	2,50	3,00
Dollar canadien (USD-CAD, fp)	1,26	1,28	1,25

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1

PIB réel des États-Unis



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, BEA.

MÉNAGES PLUS PRUDENTS ET HAUSSE DES SALAIRES

Le marché de l'emploi américain est serré et devrait se resserrer davantage. Pour la première fois au 21^e siècle, le nombre d'emplois disponibles est supérieur à celui des chômeurs, ce qui devrait exercer une pression à la hausse sur les salaires. Les taux d'activité devraient continuer d'augmenter pour atteindre les sommets d'après la crise alors que la demande force le retour d'un nombre élevé de travailleurs sur le marché de l'emploi. Poursuivant sur la lancée de 2017, la création d'emplois devrait se maintenir en 2018 et en 2019 (tableau 2) alors même que le taux de chômage continuera de descendre à des niveaux sans précédent.

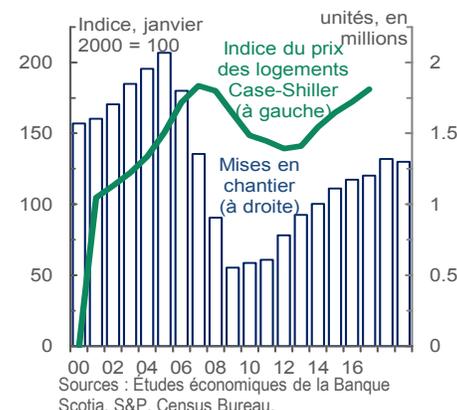
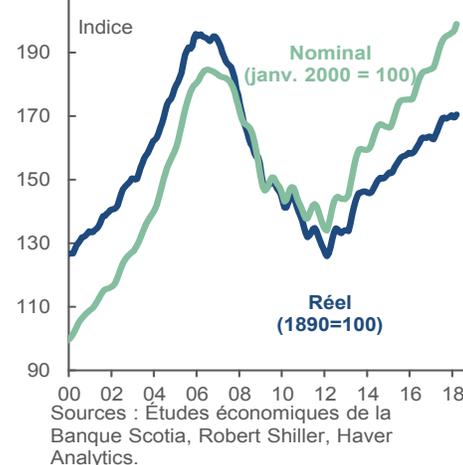
Les salaires nominaux affichent une croissance solide, l'augmentation des heures ayant un effet à la hausse sur le rythme de croissance des revenus hebdomadaires, qui affichait 3 % en glissement annuel en mai. Le relèvement simultané du taux d'inflation a cependant annulé en grande partie cette hausse, ce qui a eu pour effet d'augmenter les revenus hebdomadaires réels de seulement 0,3 % et d'abaisser légèrement le taux horaire de 0,1 % sur un an. Les indicateurs issus de sondages montrent cependant une nouvelle accélération de la croissance des salaires au cours des mois à venir.

Les finances des ménages demeurent saines. Le ratio du service de la dette hypothécaire des ménages établi par la Réserve fédérale, tout juste sous les 4,5 %, est à son plus bas niveau depuis 1980. La consommation des ménages devrait ralentir graduellement au cours de 2018 et 2019 (tableau 2) malgré les solides gains de salaires prévus en raison des ménages qui continueront de consolider leur bilan. Une partie de l'épargne sera probablement accumulée de façon préventive, cependant, en raison des changements anticipés au chapitre des coûts de soins de santé dus notamment aux modifications à l'« Obamacare ».

IMMOBILIER : LA PÉNURIE DE L'OFFRE OBSERVÉE APRÈS LA RÉCESSION DEVRAIT SE POURSUIVRE

L'abordabilité des logements continuent de s'effriter. Bien qu'ils soient encore raisonnables, les ratios du prix des maisons par rapport aux loyers et aux revenus ont atteint des sommets depuis la crise de 2008, stimulés par la dynamique de l'offre et de la demande, le prix plus élevé des matières premières, les coûts accrus résultant des tarifs de 20 % imposés par les États-Unis sur le bois d'œuvre canadien, et la hausse des taux d'intérêt.

L'importante pénurie de l'offre, qui s'accroît depuis la dernière récession, devrait se poursuivre en 2019. Le nombre de mises en chantier prévu est de 1,30 à 1,32 million d'unités pour cette année et devrait s'établir l'année prochaine en deçà de la moyenne annuelle de 1,5 à

Graphique 2
L'activité de construction, toujours historiquement faible, fait grimper les prix

Graphique 3
Prix des maisons aux É-U.

Tableau 1

Prévisions trimestrielles pour les États-Unis	2017				2018				2019				
	T4	T1	T2e	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Économique													
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	2,9	2,0	3,6	2,5	2,4	2,2	2,0	2,0	2,0	2,2	2,0	2,0	2,0
PIB réel (variation annuelle en %)	2,6	2,8	2,9	2,8	2,6	2,7	2,3	2,1	2,0	2,7	2,3	2,1	2,0
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	2,1	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
Indice de référence (variation annuelle en %)	1,7	1,9	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,4	2,4	2,3	2,3	2,4	2,4
Déflateur des DCM de base (variation annuelle en %)	1,5	1,6	1,9	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Financier													
Euro (EUR/USD)	1,20	1,23	1,17	1,17	1,20	1,22	1,25	1,30	1,35	1,22	1,25	1,30	1,35
Livre sterling (GBP/USD)	1,35	1,40	1,32	1,30	1,32	1,32	1,35	1,37	1,40	1,32	1,35	1,37	1,40
Yen - Japon (USD/JPY)	113	106	108	110	110	110	110	108	105	110	110	108	105
Fed Funds Rate (limite supérieure, %)	1,50	1,75	2,00	2,25	2,50	2,50	2,75	2,75	3,00	2,50	2,75	2,75	3,00
Bon du Trésor à 3 mois (%)	1,38	1,70	1,92	2,20	2,45	2,50	2,70	2,75	3,00	2,50	2,70	2,75	3,00
Obligation du Trésor à 2 ans (%)	1,88	2,27	2,53	2,60	2,70	2,80	2,90	3,00	3,10	2,80	2,90	3,00	3,10
Obligation du Trésor à 5 ans (%)	2,21	2,56	2,73	2,85	2,90	2,95	3,00	3,10	3,20	2,95	3,00	3,10	3,20
Obligation du Trésor à 10 ans (%)	2,40	2,74	2,84	3,00	3,05	3,10	3,15	3,20	3,30	3,10	3,15	3,20	3,30
Obligation du Trésor à 30 ans (%)	2,74	2,97	2,96	3,15	3,20	3,30	3,35	3,40	3,45	3,30	3,35	3,40	3,45

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

1,6 million d'unités (graphique 2), qui serait en phase avec la demande sous-jacente d'après ce que la plupart des estimations suggèrent. La persistance de la pénurie de l'offre devrait exercer une pression encore plus forte sur le prix des maisons (graphique 3), particulièrement dans l'ouest des États-Unis (graphique 4), et en faire augmenter la valeur, qui devrait dépasser l'indice Case-Shiller publié en mars.

L'augmentation rapide du coût des matières premières devrait ralentir les activités de construction au cours des deux prochaines années et exacerber encore davantage la dynamique de l'offre et de la demande. Le prix du bois d'œuvre en pin-sapin-épinette de l'Ouest a atteint des sommets record à la suite d'une hausse de 48 % en glissement annuel entre janvier et mai 2018. La *National Association of Home Builders (NAHB)* estime que les hausses récentes du prix du bois d'œuvre ont contribué à faire augmenter de près de 9 000 dollars US le prix d'une maison unifamiliale moyenne neuve depuis janvier 2017.

Alors que le nombre de mises en chantier peine à répondre à la demande, la pression exercée devrait s'intensifier en raison de la vigueur du marché de l'emploi et des modifications fiscales qui influent favorablement sur les revenus des particuliers. Cependant, pour ce qui est des nouveaux prêts hypothécaires, le plafond pour la déduction des intérêts hypothécaires est passé de 1 million de dollars US à 750 000 dollars US et la déduction des intérêts pour les prêts sur la valeur nette d'un montant maximal de 100 000 dollars US est éliminée.

Pour les premiers acheteurs, l'accès à la propriété sera probablement plus difficile en raison d'une diminution importante de la disponibilité et de l'abordabilité des maisons considérées plus accessibles. Les taux d'intérêt plus élevés freinent le refinancement et l'achat d'une maison plus chère, ce qui a prolongé le délai moyen d'accès à la propriété à un niveau record et diminué le nombre de propriétés à vendre destinées aux premiers acheteurs.

SECTEUR MANUFACTURIER : CARNETS DE COMMANDES ET PRIX À LA HAUSSE

Le secteur manufacturier américain est sur le point de connaître son expansion annuelle la plus forte depuis 2011 : des gains dans presque tous les secteurs industriels stimulent fortement l'emploi, surpassant les autres secteurs de l'économie pour la première fois depuis janvier 2012 (graphique 5). Les modifications fiscales récentes et le regain de confiance d'après récession des consommateurs contribuent à stimuler la demande intérieure. Toutefois, les commandes provenant de l'extérieur du pays reculeront probablement en raison de l'effritement de la confiance du milieu des affaires à l'étranger et d'une recrudescence du protectionnisme.

Les pressions qui pèsent sur la capacité de production demeurent relativement raisonnables dans l'ensemble du secteur à environ 75 % du potentiel de production, bien que certains secteurs industriels enregistrent des pointes face à l'augmentation des commandes. Une hausse considérable de la fabrication de produits métalliques et de machines a été constatée depuis le milieu de 2016 (graphique 6), les commandes ayant augmenté en moyenne de 14 % et de 6,3 % respectivement jusqu'à présent, en glissement annuel. Par conséquent, un nombre plus élevé d'entreprises rapportent une hausse de leurs carnets de commandes; de 12 % à la fin de 2015, elles étaient environ 33 % en mai. Tout comme pour le Canada, les investissements dans les structures et l'équipement non résidentiels ont enregistré des hausses annuelles importantes et ont connu l'accroissement le plus rapide depuis le milieu de 2014, à 8,1 % sur un an au premier trimestre de 2018.

Les tarifs douaniers imposés sur l'acier et l'aluminium, combinés à une hausse de la demande mondiale pour des intrants nécessaires à la production, ont donné lieu à une augmentation marquée du prix de ces produits. Les prix à la production pour l'acier et l'aluminium se sont accrus d'environ 12 % depuis janvier (graphique 7). Le département du Commerce

Graphique 4

Hausse du prix des maisons aux É.-U. Plus marquée dans l'Ouest

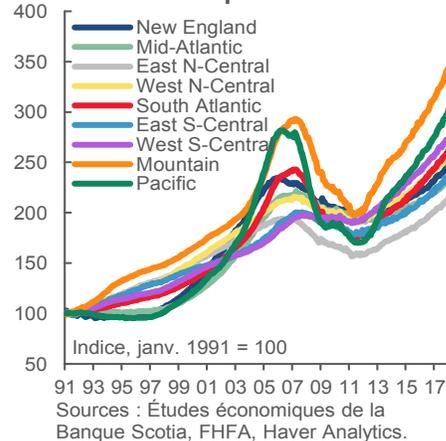


Tableau 2

États-Unis	2000–16	2016	2017	2018p	2019p
	(variation annuelle en %, sauf indication contraire)				
PIB réel	1,9	1,5	2,3	2,8	2,3
Dépenses de consommation	2,4	2,7	2,8	2,6	2,3
Investissement dans le secteur résidentiel	-0,4	5,5	1,8	1,8	2,1
Investissements des entreprises	2,3	-0,6	4,7	6,2	2,8
Gouvernement	1,0	0,8	0,1	2,2	2,5
Exportations	3,6	-0,3	3,4	4,3	2,7
Importations	3,4	1,3	4,0	5,0	3,4
PIB nominal	3,9	2,8	4,1	5,0	4,6
Indice implicite du PIB	2,0	1,3	1,8	2,1	2,3
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
Déflateur des DCM de base	1,7	1,8	1,5	1,9	2,1
Bénéfices des sociétés avant impôts	5,5	-2,1	4,4	5,1	1,7
Emploi	0,7	1,8	1,6	1,4	1,1
Taux de chômage (en %)	6,2	4,9	4,4	3,8	3,7
Solde des paiements courants (en G\$ US)	-504	-433	-449	-516	-574
Balance commerciale (en G\$ US)	-672	-751	-807	-908	-984
Solde budgétaire fédéral (en G\$ US)	-532	-585	-665	-840	-1 030
pourcentage du PIB	-3,7	-3,1	-3,4	-4,1	-4,8
Mises en chantier (en millions)	1,27	1,17	1,20	1,32	1,30
Ventes de véhicules motorisés (en millions)	15,5	17,5	17,1	17,1	17,0
Production industrielle	0,6	-2,0	1,6	3,0	1,9
Pétrole WTI (\$ US/baril)	63	43	51	68	71
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	4,94	2,55	3,02	2,93	2,90

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

des États-Unis a publié son étude sur les importations d'acier et d'aluminium (en vertu de l'article 232) en février, moment à partir duquel la demande semble avoir été devancée pour éviter l'entrée en vigueur des tarifs le 1^{er} juin. Le département du Commerce a reçu plus de 21 000 demandes d'exemptions tarifaires; de fait, pratiquement tous les secteurs, à l'exception des producteurs d'acier américains eux-mêmes, s'opposent aux tarifs douaniers imposés. Les décisions relatives à ces demandes d'exemption pourraient prendre des mois, voire des années avant d'être rendues puisqu'on compte environ 700 demandes à traiter par employé du département du Commerce.

Dans l'ensemble, la croissance sur un an du bénéfice des entreprises devrait ralentir durant le second semestre de 2018, alors que la hausse du coût des intrants et des taux d'intérêt commence à freiner la croissance des profits de sociétés non financières. Après une remontée relativement forte des investissements d'entreprise projetée pour 2018, nous nous attendons à un ralentissement des dépenses visant à remplacer et à accroître la capacité de production en 2019 (tableau 2).

LES MESURES INCITATIVES FISCALES STIMULENT LA CROISSANCE ET CREUSENT LE DÉFICIT

Nos prévisions sont demeurées pratiquement inchangées par rapport au dernier trimestre. Nous nous attendons à ce que l'accroissement des dépenses du gouvernement fédéral combiné aux changements fiscaux majeurs apportés récemment se traduise, en moyenne, par un relèvement d'un demi-point de pourcentage de la croissance du PIB réel en 2018 et à nouveau en 2019. **Pour l'ensemble des paliers du gouvernement, nous nous attendons à ce que les dépenses publiques rehaussent de 0,37 pp la croissance du PIB cette année et de 0,41 pp en 2019, mettant fin à une tendance sur huit ans de contributions modestes ou négatives à la croissance issues des dépenses gouvernementales.**

Si l'on observe de plus près les dépenses fédérales, plus de 100 milliards de dollars US s'ajoutent cette année aux dépenses non militaires urgentes afin de créer des programmes d'aide en cas d'ouragans et d'incendies de forêt. Cette somme compense les retards attendus en ce qui a trait à la création et au lancement de nouvelles initiatives fédérales dans le cadre d'un programme de dépenses de 300 milliards de dollars US.

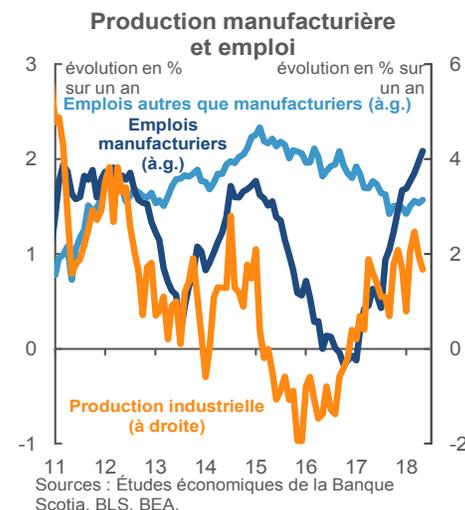
La croissance des dépenses de chaque État continuera de varier considérablement. Dans l'ensemble cependant, la réduction des dépenses de mi-exercice en 2018 a été beaucoup plus modeste comparativement à l'exercice précédent. Nous prévoyons que les dépenses des États, rajustées pour tenir compte de l'inflation, augmenteront modestement durant l'exercice 2019 alors qu'une perception des revenus plus ferme suivant une expansion économique plus solide encouragera les États à prioriser certaines dépenses à court terme.

La réduction, en janvier, de 35 % à 21 % du taux général d'imposition des sociétés par la Maison-Blanche se traduit déjà par une baisse marquée des recettes fiscales fédérales sur un an (graphique 8). Alors que les États considèrent des rajustements obligatoires afin de protéger leurs recettes fiscales, d'autres changements du fédéral devraient avoir une incidence sur leurs soldes d'exploitation, tels que le retrait de la pénalité pour les personnes qui n'ont pas d'assurance santé.

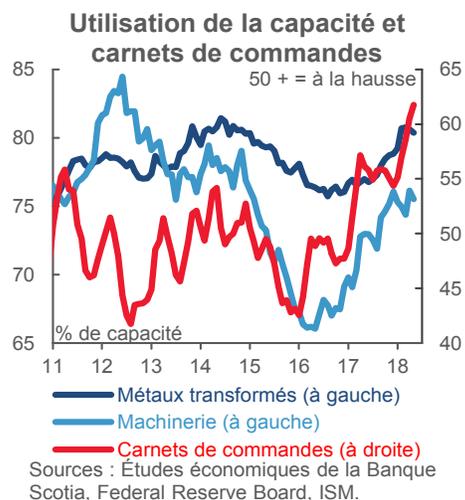
GAINS COMMERCIAUX MALGRÉ LE CONFLIT TARIFAIRE PRESENTI

Les exportations américaines devraient enregistrer d'excellents résultats en 2018, même si les conflits commerciaux auront probablement une incidence sur les ventes à l'étranger si l'administration Trump continue de privilégier la voie du protectionnisme. On s'attend à ce que les exportations de produits américains affichent une forte croissance en 2018, à un rythme égal ou légèrement supérieur à celui de l'année dernière. L'accroissement de la demande pour des produits étrangers de la part des consommateurs américains dans le

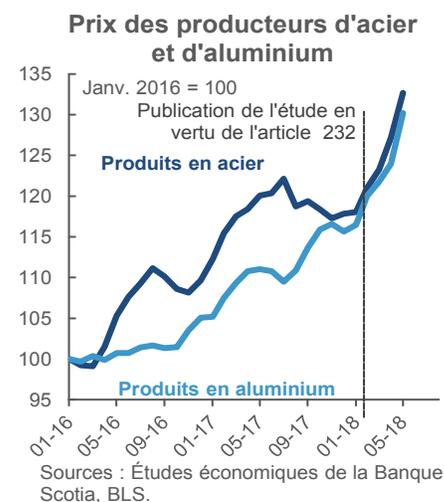
Graphique 5



Graphique 6



Graphique 7



contexte d'un déficit budgétaire croissant (graphique 8) et d'une désépargne continueront cependant de creuser le déficit commercial américain.

Après l'imposition de tarifs douaniers sur les importations d'acier et d'aluminium pour de soi-disant motifs de sécurité nationale, certains pays ont riposté – ou en ont l'intention – avec des mesures réciproques visant une proportion correspondante, en valeur, d'exportations américaines. La majorité de ces pays demandent également une révision des tarifs imposés par les États-Unis dans le cadre de l'OMC. Ces tarifs réciproques ne se limitent pas aux exportations américaines de métaux, mais englobent également d'autres produits industriels et biens de consommation et visent des régions vulnérables des États-Unis sur le plan politique. Au moment de la publication, l'Union européenne, la Chine et le Mexique perçoivent des droits sur des exportations américaines d'une valeur de 9 milliards de dollars US environ; le Canada a emboîté le pas le 1^{er} juillet pour des importations en provenance des États-Unis d'une valeur de plus de 12 milliards de dollars. Le Canada et le Mexique ne pourront vraisemblablement pas échapper aux tarifs sur les produits en acier et en aluminium d'ici la conclusion de la renégociation de l'ALÉNA, qui n'est pas prévue avant 2019 (graphique 9).

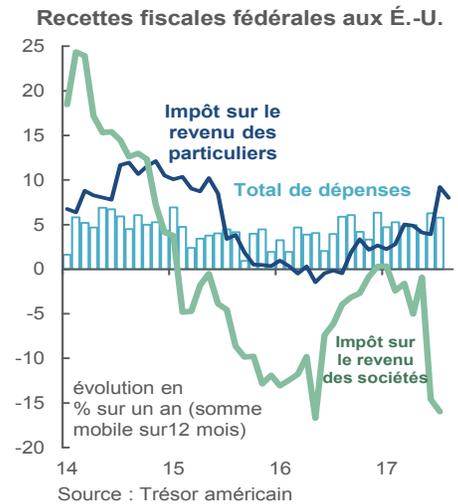
Le département du Commerce a également annoncé la tenue d'une enquête sur l'impact des importations de véhicules et de pièces sur la sécurité nationale. La Maison-Blanche menace d'imposer des tarifs allant jusqu'à 25 % sur les importations de produits du secteur de l'automobile, toujours en vertu de l'article 232 de la *Trade Expansion Act of 1962* auquel elle a fait référence lorsqu'elle a mis en place les tarifs sur les importations de produits en acier et en aluminium.

À l'aide du *Modèle macroéconomique mondial de la Banque Scotia*, nous évaluons l'effet de ces mesures protectionnistes dans notre rapport intitulé ***Un moral d'acier pour supporter les coûts macroéconomiques des sanctions tarifaires***. Selon l'un des scénarios que contient le rapport, le fardeau imposé par les droits sur l'acier et l'aluminium le 1^{er} juin dernier devrait revenir principalement aux industriels et aux consommateurs américains; si l'on ajoute à ce scénario les possibles tarifs douaniers imposés sur les véhicules et les pièces en 2019 en vertu de l'article 232, la croissance du PIB américain ne serait touchée que de 0,1 pp pour 2019 et 2020.

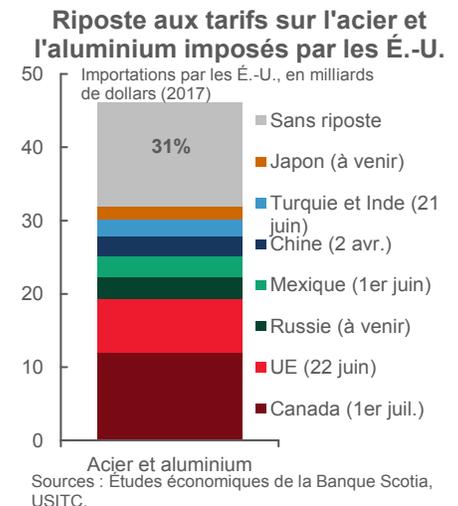
Nous croyons toutefois que l'imposition par les États-Unis de tarifs sur les véhicules et les pièces n'assure pas un équilibre stable. Cela déclencherait plutôt une guerre commerciale plus vaste puisque d'autres pays riposteraient par l'imposition d'une série de tarifs. Selon un scénario de guerre commerciale, l'économie américaine plongerait dans une récession à la fin de 2019 et connaîtrait une contraction annuelle superficielle en 2020— juste à temps pour la prochaine élection présidentielle, ce qui devrait en soi permettre à la Maison-Blanche de réfléchir.

La réponse symétrique presque immédiate de la Chine aux tarifs de 10 % imposés par les États-Unis sur les importations de produits chinois d'une valeur maximale de 50 milliards de dollars US a été suivie par la menace du président Trump de rehausser cette valeur de

Graphique 8



Graphique 9



Graphique 10



Tableau 3

Impact du protectionnisme américain sur l'économie des É.-U. : écart par rapport aux prévisions de base					
	2018	2019	2020	2021	2022
Sanctions tarifaires sur les voitures, l'acier et l'aluminium : scénario					
Croissance du PIB, écart en points	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,1
Taux directeur, écart en points	0,00	-0,03	-0,07	-0,03	0,00
Inflation de l'IPC de base, écart en points	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Guerre commerciale mondiale (sanctions tarifaires de 20 % sur les importations provenant de tous les pays)					
Croissance du PIB, écart en points	0,0	-1,0	-2,0	0,8	0,7
Taux directeur, écart en points	0,00	-0,63	-1,19	-0,38	0,18
Inflation de l'IPC de base, écart en points	0,0	0,0	-0,3	-0,1	0,1

Source : «Un moral d'acier pour supporter les coûts macroéconomiques des sanctions tarifaires» (14 juin 2018), Études économiques de la Banque Scotia.

200 milliards de dollars US. Avec un total de 250 milliards de dollars US visant les importations en provenance de la Chine, Pékin trouverait difficile de riposter en conséquence : 250 milliards de dollars US, c'est près de 100 milliards de dollars US de plus que la valeur totale des importations de marchandises chinoises par les États-Unis. La Chine a répondu et répondra par d'autres moyens.

La Chine a déjà commencé à intensifier les barrières non tarifaires par des inspections plus rigoureuses et des mesures administratives plus lourdes. Le gouvernement chinois pourrait également compliquer les activités de multinationales américaines établies en Chine, lesquelles ont généré des revenus de 356 milliards de dollars US en 2015, dernière année de disponibilité des données. Pékin pourrait aussi prendre des mesures à l'égard de sa devise et de ses réserves. Il pourrait réduire ses achats de bons du Trésor américains dont il détient 8 % du montant global en circulation (graphique 10), mais il est peu probable qu'il boycotte tout le marché vu les conséquences que cela pourrait avoir sur la valeur des propres titres qu'il détient. Le remplacement d'autres dettes souveraines internationales libellées en dollars américains par des bons du Trésor pourrait cependant être envisagé. De même, la latitude qu'a la Chine d'abaisser la valeur du RMB est freinée par la crainte qu'une telle décision entraîne une nouvelle sortie de capitaux, mais elle a déjà indiqué qu'elle assouplirait ses conditions monétaires en abaissant les ratios des réserves obligatoires des banques de 50 pds le 5 juillet.

Une guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine frapperait durement l'économie mondiale en raison des multiples liens commerciaux et financiers qui existent entre les deux pays. Nous nous attendons à ce que l'opposition manifestée par les milieux politique et des affaires américains face au protectionnisme de la Maison-Blanche prévienne l'imposition de tarifs sur les voitures et la dégradation du conflit actuel en guerre commerciale. Le Congrès a déjà commencé à prendre des mesures, bien que vaines jusqu'ici, pour limiter le pouvoir de la Maison-Blanche d'imposer des tarifs en vertu de l'article 232. Il est cependant préoccupant de constater que le Congrès n'a encore rien fait pour restreindre le champ d'action de la Maison-Blanche en ce qui concerne les pouvoirs de promotion des échanges commerciaux (PPEC) du président américain durant la période de renouvellement d'avril à juin.

EN SOMME : SE FIER AU SYSTÈME ET À L'INTÉRÊT PERSONNEL DU PRÉSIDENT

Les perspectives pour les États-Unis — et, par extension, pour l'économie mondiale — dépendent de quelques grandes hypothèses sur la vigueur du système politique américain qui pourrait faire dévier la trajectoire actuelle vers une grave erreur politique. Nous continuons de croire que les efforts croissants déployés par le Sénat et la Chambre des représentants des États-Unis, soutenus par les leaders politiques et d'affaires régionaux, éviteront la multiplication des décisions de la Maison-Blanche d'imposer d'autres sanctions tarifaires sur les activités commerciales avec le reste du monde. Si nous évitons de nouveaux tarifs douaniers, les présentes prévisions de base ne devraient pas être affectées par les tarifs actuels sur l'acier et l'aluminium.

La menace de la Maison-Blanche d'ajouter de nouveaux tarifs sur les importations de voitures et de pièces constitue cependant un important point d'inflexion négatif. Si la menace se concrétise, il serait difficile d'éviter une guerre commerciale mondiale dirigée par les États-Unis en raison de la riposte d'autres pays de différentes façons, ce qui plongerait les États-Unis et ses principaux partenaires commerciaux dans une récession qui débiterait durant le second semestre de 2019 et se prolongerait jusqu'en 2020, juste au moment où le pays se dirigera vers des élections à différents paliers. Les milieux politique, diplomatique et des affaires doivent par conséquent exercer de la pression pour éviter que la situation économique ne franchisse le point de non-retour.

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

- La Banque du Canada prévoit toujours relever son taux directeur cinq autres fois d'ici la fin de 2019, dont deux fois cette année.
- La Réserve fédérale devrait relever la fourchette cible du taux des fonds fédéraux quatre autres fois d'ici la fin de 2019, dont une ou deux fois en 2018. Le rythme de réduction du bilan culminera à l'automne, ce qui équivaut à une ou deux hausses additionnelles.
- Le rythme d'allègement du bilan culminera à l'automne, accentuant le resserrement monétaire des hausses de taux.
- Nos prévisions à l'égard des marchés obligataires du Canada et des États-Unis demeurent essentiellement les mêmes.

LA BANQUE DU CANADA PREND DU RETARD EN DÉPIT DES PRÉOCCUPATIONS ENTOURANT L'ALENA

Nous croyons toujours que la Banque du Canada (BdC) procédera à cinq hausses de taux d'ici la fin de 2019 : deux autres en 2018 en plus de celle de janvier, qui porteront le taux à 1,75 %, et trois autres en 2019. Le taux du financement à un jour passerait à 2,5 % d'ici la fin de l'an prochain, un niveau à peu près conforme au taux neutre. Le rythme de normalisation pourrait ralentir si le dossier de l'ALENA dégénère et prend une tournure plus inquiétante que prévu, mais il pourrait également s'avérer trop rapide et dépasser le taux neutre à long terme si les pressions qui s'exercent sur les salaires et les prix persistent et qu'elles venaient à compromettre le mandat de la BdC à l'égard de l'inflation. Ce taux neutre serait tout de même faible en regard des normes historiques puisque divers facteurs absents lors des cycles précédents – notamment l'endettement relativement élevé des ménages – ralentissent la croissance non inflationniste durant le présent cycle. Les pressions sur les taux du marché devraient surtout provenir des taux d'intérêt à court terme puisque les taux d'emprunt à long terme ont mieux suivi le resserrement monétaire durant le présent cycle (graphique 1, tableau 1). Compte tenu de cette situation, on s'attend toujours à ce que la courbe des taux d'emprunt s'aplatisse au fil du temps – particulièrement pour les échéances inférieures à deux ans – et à ce que les pressions sur les emprunts à taux variable soient plus fortes que celles sur les créances à taux fixe.

L'inflation se situe près de son sommet des quatre dernières années, soit au niveau où elle était avant la dégringolade des prix des produits de base en 2014-2015. L'inflation globale dépasse la cible de 2 %, et l'inflation de base se situe juste au-dessous. La récente montée de l'inflation est attribuable à une combinaison de facteurs : resserrement des limites de capacité qui renforce le pouvoir de fixation des prix dans l'ensemble de l'économie, progression des salaires réels qui augmente le pouvoir d'achat, effets de base, hausse des prix de l'essence et répercussions de la hausse du salaire minimum. La BdC pourrait – et devrait – choisir d'ignorer certains de ces facteurs, mais bon nombre d'entre eux ont des effets plus durables, et certains – comme la dépréciation de la monnaie, les tarifs, l'essence et le salaire minimum – donneront lieu à une deuxième vague de répercussions qui influencera profondément les composantes de l'IPC. Comme de très nombreux facteurs contribuent à faire grimper l'inflation, il pourrait s'avérer difficile de tous les écarter en prétextant qu'ils ne sont que temporaires, ou qu'ils sont propres à une situation particulière. En effet, lorsque dans le passé les attentes d'inflation n'étaient pas solidement arrimées, c'était souvent parce que trop d'explications étaient invoquées pour ignorer les pressions inflationnistes.

RENSEIGNEMENTS

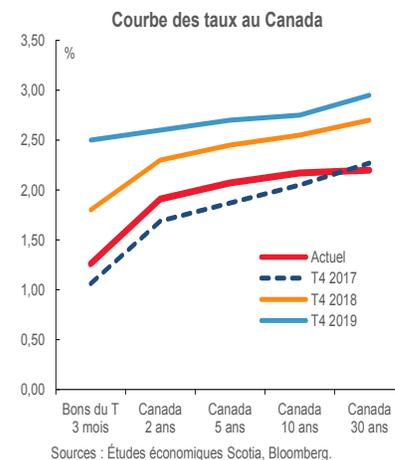
Derek Holt, VP et chef des Études économiques sur les marchés des capitaux

416.863.7707

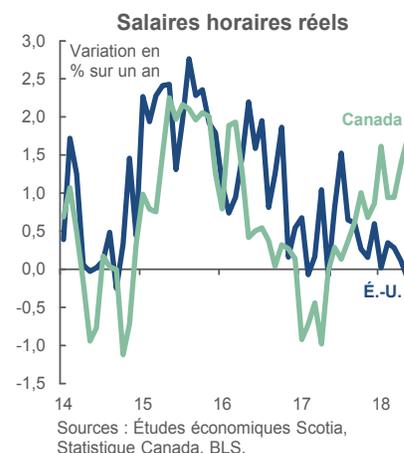
Études économiques de la Banque Scotia

derek.holt@scotiabank.com

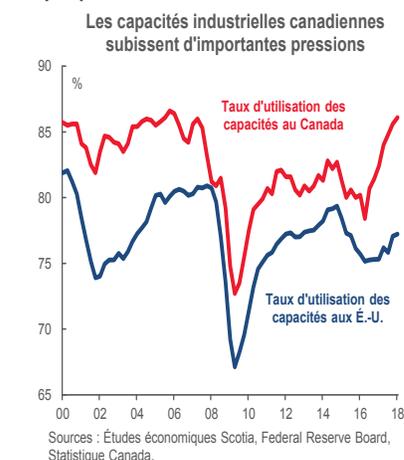
Graphique 1



Graphique 2



Graphique 3



D'autres pressions inflationnistes pourraient surgir à mesure que les limites de capacité se resserreront, mais elles pourraient aussi être exacerbées par les fluctuations des taux de change et des tarifs, les répercussions de la hausse du salaire minimum et l'influence des salaires. On estime que les tarifs américains sur l'acier et l'automobile et la riposte canadienne visant divers produits américains n'auront qu'un effet négligeable sur l'inflation (+0,1 %) et sur la croissance du PIB (-0,1 %) au cours des prochains mois. Ce sont les tarifs automobiles qui risquent d'exercer le plus de pressions sur l'IPC, mais nous ne sommes toujours pas convaincus que l'administration américaine mettra cette menace à exécution. La forte dépréciation du dollar canadien, dont la valeur par rapport au dollar américain est passée de 0,79 \$ US à 0,67 \$ US depuis septembre dernier, n'aura pas elle non plus une incidence importante sur les prix des importations et les composantes de l'IPC. René Lalonde, directeur de la recherche à la Banque Scotia, estime qu'une dépréciation *persistante* de 10 % du dollar canadien ajoute 0,6 % à l'IPC en six mois et 0,1 % au taux d'inflation de base moyen. Il s'agit habituellement d'une situation transitoire, mais dont les effets peuvent se propager à toutes les composantes de l'inflation.

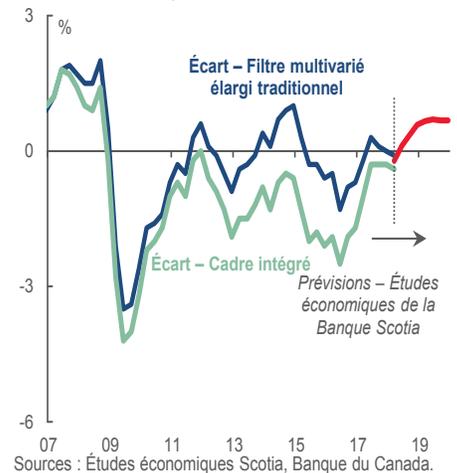
L'inflation risque donc de se hisser plus haut dans la portion supérieure de la fourchette cible « flexible » de 1 à 3 % de la BdC, et pourrait même continuer de grimper. La possibilité que l'inflation dépasse la limite supérieure de la fourchette d'ici la fin de l'année ne peut être écartée. Si cela devait se concrétiser et que les pressions sur les salaires devaient surpasser l'inflation (graphique 2), la dynamique des prix et des salaires risquerait sérieusement de retarder l'agenda de la BdC en matière d'inflation.

Plusieurs autres aspects connexes doivent être considérés. **Premièrement, nous croyons qu'il faudrait que les risques – notamment le risque de choc commercial – soient très élevés pour que la BdC laisse les pressions inflationnistes monter sans resserrer sa politique.** À l'heure actuelle, nous ne croyons pas que l'abolition de l'ALENA constitue un risque sérieux, principalement parce que c'est le Congrès – et non le pouvoir exécutif – qui contrôle les accords commerciaux. L'administration Trump ne pourrait donc à elle seule entériner l'avis de retrait des États-Unis de l'ALENA. Il faut souligner que l'incidence macroéconomique de l'incertitude commerciale est très différente lorsque l'économie – et surtout l'industrie – fonctionne à pleine capacité (graphique 3). Un contexte d'incertitude commerciale en période d'excédent offre des occasions d'investissement, mais lorsque l'incertitude commerciale survient dans une période de saturation ou pire, de sursaturation, les options diminuent. Lorsque l'économie mondiale se porte bien, une entreprise peut décider d'accroître ses capacités en procédant à des investissements et à des embauches pour pouvoir répondre à la demande croissante, ou elle peut choisir d'augmenter ses prix pour rationner la demande. Sa seule autre option consiste à ne rien faire et à regarder ses concurrents gruger ses parts de marché.

Deuxièmement, la croissance est loin d'être spectaculaire. Les données très préliminaires des comptes du PIB selon les revenus indiquent que la croissance du PIB au deuxième trimestre se limitera à environ 1,7 %, mais qu'elle pourrait s'améliorer un peu et n'aurait besoin pour ce faire que d'un léger coup de pouce. De plus, le PIB trimestriel en termes de dépenses, qui affichait une croissance de 1,3 % au premier trimestre, devrait être supérieur aux estimations mensuelles actuelles. La BdC estime que la fourchette du potentiel de croissance de l'économie est de 1,5 % à 2,1 %, et la croissance réelle se situe légèrement en dessous ou à l'intérieur de cette fourchette. Certaines des causes des statistiques décevantes du début du deuxième trimestre pourraient être temporaires (comme l'indiquent les analyses accessibles [ici](#) et [ici](#)), mais l'effet combiné de la faible croissance et de la présence persistante de divers facteurs transitoires continue d'entraver l'expansion de l'économie. Le risque d'escalade des représailles tarifaires pourrait aussi nuire à la croissance, ce qui limiterait la capacité de l'économie à générer une demande excédentaire, du moins à court terme. Toutefois, nous croyons toujours que la croissance de l'économie continuera de progresser à mesure que les difficultés temporaires

Graphique 4

Écart de production au Canada



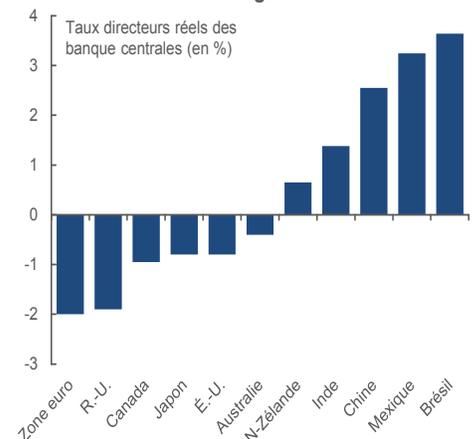
Graphique 5

Le taux directeur de la BdC n'a pas bougé



Graphique 6

Accès facile à l'argent au Canada

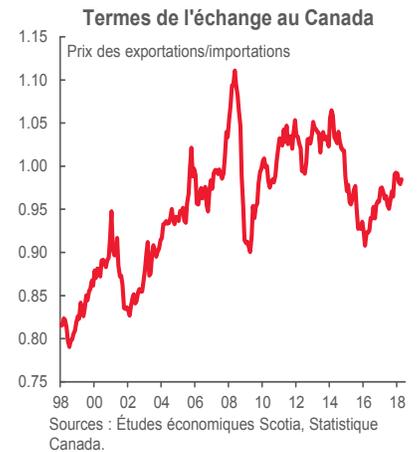


s'estomperont et nous estimons que la demande, actuellement en équilibre, deviendra excédentaire au cours de notre horizon prévisionnel (graphique 4).

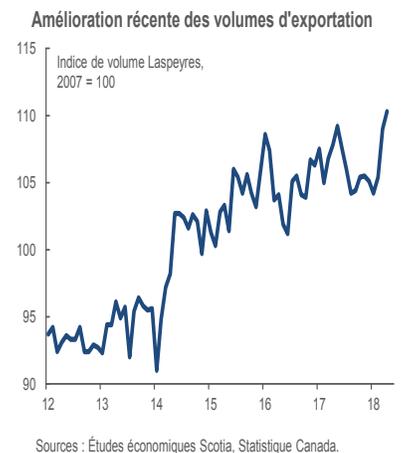
Que devrait donc faire la BdC face à la faiblesse de la demande et aux risques d'escalade des salaires et des pressions sur les prix qui pourraient donner lieu à un scénario de stagflation? Elle doit d'abord maintenir ses perspectives de croissance, qui correspondent d'ailleurs aux nôtres. Elle doit également respecter son mandat, tout en s'assurant de faire preuve de circonspection entre chaque décision. Nous prévoyons toujours une hausse de taux en juillet. Des pressions pourraient s'exercer en année électorale pour que soient adoptées des politiques budgétaires et réglementaires susceptibles d'atténuer les effets de distribution des divers risques commerciaux à l'échelle des secteurs. **Le fait de ne pas resserrer la politique monétaire alors que les pressions sur les salaires et les prix peuvent s'intensifier risque de désarrimer les attentes d'inflation et d'augmenter les risques à long terme pour l'économie et le système financier,** ce qui reviendrait à désavouer le rôle de la BdC dans la montée des pressions sur les prix.

Troisièmement, il faut déterminer comment sont évaluées les conditions monétaires globales. Le Canada affiche l'un des taux directs réels les plus faibles au monde (graphique 5). Laisse à lui-même, il serait même plus bas que celui de la zone euro et largement inférieur à celui du Japon (graphique 6). S'il est vrai que la BdC tient compte des attentes d'inflation dans son analyse du taux réel, il est aussi vrai que le taux directeur réel n'a pas été relevé et que le taux nominal a été augmenté en se fondant sur les prévisions d'inflation du marché et non du taux d'inflation réel. Toute prévision de la croissance du PIB doit être basée sur le taux directeur réel et doit tenir compte du cadre global de l'excédent de capacité et des pressions inflationnistes. Jusqu'à présent, le gouverneur Poloz a relevé les taux trois fois afin d'empêcher les conditions de s'assouplir en regard du taux réel, celui-ci demeurant à peu près constant à environ - 100 points de base. Dans cette optique, les conditions monétaires ne se sont pas assouplies. Au bout du compte, ces trois hausses de taux ont réussi à éviter un assouplissement des conditions monétaires, sur la base du taux réel. Le recul du dollar canadien, le niveau élevé des indices des créances à rendement élevé ainsi que les faibles écarts de taux, notamment sur les prêts hypothécaires et les obligations provinciales, continuent d'annoncer un ralentissement des conditions financières globales.

Graphique 7



Graphique 9



Graphique 8



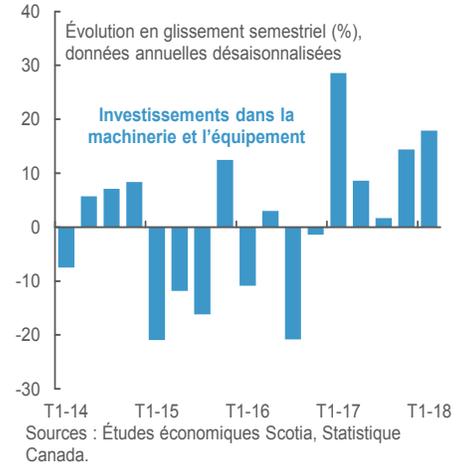
Quatrièmement, les termes de l'échange se sont considérablement améliorés au cours de la dernière année (graphique 7). L'accélération de la croissance des prix des exportations par rapport à ceux des importations découle de la reprise des prix des produits de base et de la dépréciation du dollar canadien. Cette capacité à vendre nos exportations à des prix qui augmentent plus rapidement que ceux des importations favorise la croissance des revenus, ce qui a un effet positif sur le revenu national brut et, par conséquent, sur les revenus des ménages, les bénéfices des entreprises et les recettes gouvernementales. Rappelons-nous que la BdC a adopté des mesures d'assouplissement monétaire au dernier semestre de 2014 et au début de 2015, lorsque la situation était inversée et que les prix des produits de base subissaient un recul pendant que les termes de l'échange se détérioraient. Maintenant que les termes de l'échange s'améliorent, la BdC devrait resserrer sa politique.

Cinquièmement, les freins à la production sont particulièrement concentrés dans le secteur de l'énergie en raison des capacités insuffisantes des réseaux de pipelines. Il faut d'abord souligner que ce type de perturbation peut avoir des effets inflationnistes. En effet, comme les entreprises ne peuvent investir dans les capacités en amont parce que les capacités en aval sont insuffisantes, elles disposent de plus de liquidités qui pourraient être redistribuées en partie aux travailleurs et aux actionnaires, qui les réinjecteraient dans l'économie. Toutefois, les limites des capacités de transport peuvent être considérées comme temporaires. Trois grands projets de pipeline – TransMountain, Keystone XL et la canalisation 3 (graphique 8) – devraient entrer en activité en 2020-2021. Autrement dit, d'ici l'an prochain, la disparition graduelle des freins à la production deviendra un facteur important à considérer dans la détermination de la politique monétaire des deux prochaines années. D'importants investissements en amont devront être consentis pour se préparer à l'augmentation des capacités de transport par pipeline.

Sixièmement, la BdC surveille la transition attendue depuis longtemps entre une économie largement tributaire de la consommation et du logement et une économie plus axée sur les exportations et les investissements. Les volumes d'exportations ont considérablement augmenté (graphique 9) et la dépréciation du dollar pourrait les stimuler encore davantage. Les investissements des entreprises se sont aussi améliorés (graphique 10) et les intentions à cet égard indiquent qu'ils pourraient encore augmenter (graphique 11). Le Canada s'est classé au deuxième rang de l'indice de confiance des investissements directs étrangers dans le cadre d'un sondage mené auprès d'entreprises du monde entier en 2018, notamment grâce à la création de l'agence *Investir au Canada* et de la conclusion d'accords commerciaux importants (l'AECG avec l'UE, l'APT avec des pays de la zone Asie-Pacifique – sans les États-Unis – et un accord de libre-échange avec la Corée Sud). Selon divers scénarios de changement à L'ALENA, le sondage indiquait également que les entreprises avaient l'intention de maintenir ou d'augmenter leurs investissements au Canada (sauf dans le cas

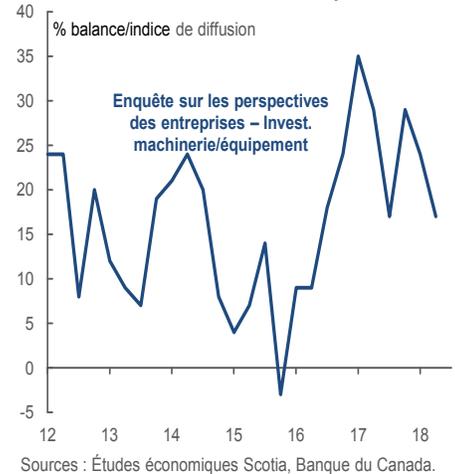
Graphique 10

Reprise des investissements au Canada



Graphique 11

Intentions d'investissement non pondérées



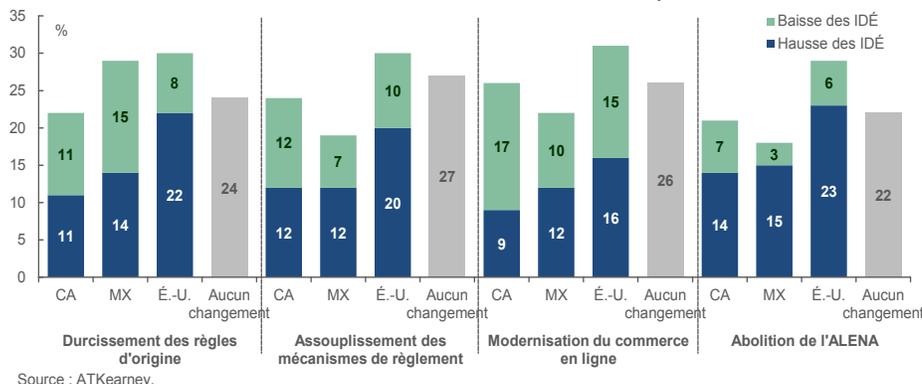
Graphique 13

L'écart de taux devrait maintenir le \$ CA sur la défensive



Graphique 12

Dans quelle mesure les changements proposés à l'ALENA influenceraient vos décisions en matière d'IDÉ en Amérique du Nord



d'une dissolution complète de l'accord) (graphique 12). À mesure que les exportations et les investissements augmenteront, l'économie pourra s'adapter à un ralentissement de la croissance des dépenses de consommation et à l'effet légèrement préjudiciable du secteur du logement. Pour obtenir un aperçu des perspectives macroéconomiques, consultez les pages 4 à 11 de nos *Perspectives mondiales*.

Enfin, comme la Réserve fédérale a toujours l'intention de poursuivre son resserrement monétaire, la BdC dispose d'une bonne marge de manœuvre pour continuer le sien en suivant l'évolution du dollar canadien. Le processus de normalisation de la BdC est beaucoup moins avancé que celui de la Fed. Cette dernière a relevé plus rapidement son taux directeur – celui-ci étant maintenant plus élevé que celui de la BdC alors qu'il était initialement plus faible – et elle procéda en parallèle au retrait graduel de ses mesures d'assouplissement exceptionnelles, ce qui explique pourquoi le dollar américain s'est apprécié par rapport au dollar canadien. Nous nous attarderons ci-dessous plus longuement aux perspectives de taux aux États-Unis, mais pour l'instant, soulignons que l'écart de taux négatif à court terme au Canada pourrait s'avérer supérieur à nos prévisions antérieures puisque nous avons ajouté une hausse de taux au calendrier de normalisation de la Fed (graphique 13). Cet ajout nous a incités à revoir à la baisse les perspectives du dollar canadien, qui pourrait offrir une protection accrue contre les risques liés à la politique commerciale. Le recul potentiel du dollar constitue la principale défense du pays dans l'éventualité où la situation commerciale se dégraderait de manière notable. Indirectement, comme le Canada est sous un régime de changes flottants, l'incertitude découlant d'une possible intensification des tensions commerciales par l'administration Trump exercerait des pressions à la baisse sur le dollar canadien.

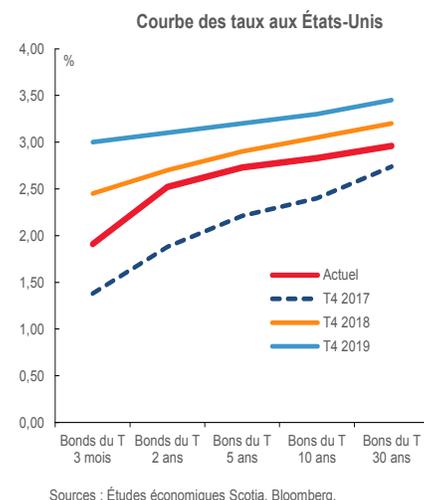
LA RÉSERVE FÉDÉRALE GARDE SES OPTIONS OUVERTES TOUT EN DURCISSANT SA POLITIQUE MONÉTAIRE

Nous avons ajouté une hausse au calendrier prévisionnel de la Fed et nous prévoyons maintenant que la Réserve fédérale procédera à deux autres relèvements cette année, portant à quatre le nombre total en 2018. Nous croyons que deux autres hausses auront lieu l'année suivante, ce qui amènera le taux directeur à 3 % d'ici la fin de 2019, un niveau conforme à l'estimation du taux neutre à long terme du comité de politique monétaire de la Fed (FOMC), dans un contexte d'aplatissement de la courbe des taux des bons du Trésor (graphique 14). Les prévisions consensuelles du FOMC indiquent toutefois que le taux directeur pourrait dépasser ce point puisqu'il s'attend à deux autres hausses en 2020, qui porteront le taux directeur à 3,5 %. Pendant ce temps, on s'attend à ce que le rythme d'allègement du bilan de la Fed se poursuive comme prévu et à ce que le rythme mensuel culmine cet automne (graphique 15). D'ici la fin de 2020, la valeur des actifs se situera sous les 3 000 milliards de dollars américains, au niveau où elle se situait avant le début de la troisième vague d'assouplissement quantitatif. **On estime que l'effet combiné du resserrement monétaire de la Réserve fédérale à l'aide de moyens traditionnels et non traditionnels correspondra à cinq ou six hausses de 25 points de base de la fourchette cible des taux des fonds fédéraux d'ici la fin de 2019, un rythme supérieur aux prévisions de hausse de la Banque du Canada.**

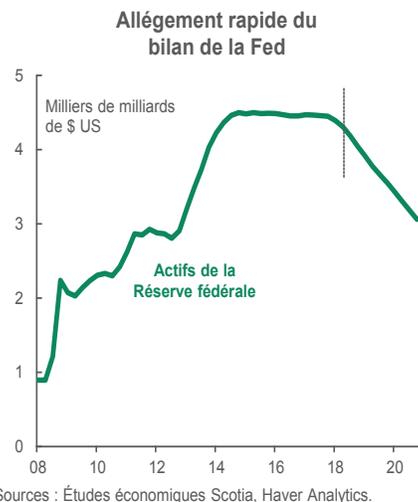
Comme cette façon de voir – contrairement aux prévisions de la BdC – est conforme au consensus et au « graphique à points » révisé du FOMC, la valeur d'une réévaluation découle des indications concernant la direction des risques. À ce sujet, bien que nous ayons ajouté une hausse à nos prévisions pour 2018 et que le FOMC laisse entendre que le resserrement de la politique se poursuivra au moyen de méthodes traditionnelles et non traditionnelles, **ces plans se révéleront vraisemblablement trop ambitieux au fil du temps.**

Premièrement, la volonté d'accélérer le resserrement cette année est tempérée par le fait que le président de la Fed lui-même a évité d'interpréter trop littéralement les prévisions révisées du FOMC en adoptant le ton le plus modéré jamais observé dans le cadre d'un durcissement de la banque centrale. En effet, M. Powell a semblé vouloir atténuer l'importance du graphique révisé en affirmant lors d'un point de presse que **« la plupart des membres du comité n'ont**

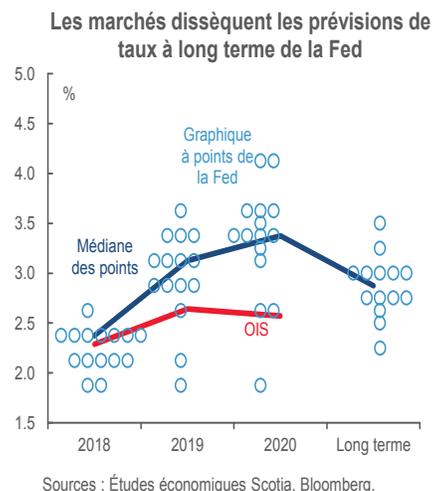
Graphique 14



Graphique 15



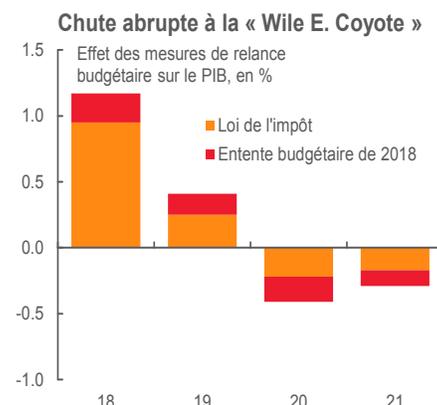
Graphique 16



pas revu leurs prévisions. » Ce commentaire laisse entendre que M. Powell n'est pas entièrement convaincu de l'opportunité d'une hausse additionnelle cette année. Il faut se rappeler qu'un seul des membres du FOMC a ajouté une hausse dans ses prévisions et que cela a suffi à faire pointer la médiane du graphique vers une quatrième hausse en 2018 (graphique 16). En conclusion, le FOMC laisse toute la latitude nécessaire pour que, selon l'évolution des choses, deux hausses ou une seule soient apportées cette année.

Deuxièmement, le plan de la Fed repose en grande partie sur l'hypothèse selon laquelle l'économie suivra une tendance de croissance relativement forte et supérieure au potentiel. À court terme cependant, la croissance du PIB doit être évaluée en gardant en tête l'avertissement de l'ancien président de la Fed Ben Bernanke au sujet de l'environnement qui prévaudra en 2020 (accédez à la vidéo de l'allocation de M. Bernanke à l'American Enterprise Institute [ici](#)). **M. Bernanke a indiqué que les marchés profiteraient d'importantes mesures de relance budgétaire cette année et l'an prochain, mais qu'ils se retrouveraient en 2020 dans la situation de Wile E. Coyote qui s'aperçoit qu'il a dépassé le bord de la falaise, et les prévisions consensuelles du FOMC devraient tenir compte de cet avertissement.** M. Bernanke a également souligné que ces mesures surviennent au pire moment, alors que l'économie est déjà en plein emploi. La plupart des analystes croient que l'effet de ces mesures (la *Tax Cuts and Jobs Act* et le programme de dépenses adopté en février) sur la croissance du PIB cette année et l'an prochain sera suivi d'un modeste effet de freinage budgétaire en 2020 (graphique 17). À ce moment – si l'on présume que ces mesures ne seront pas étendues à l'année électorale de 2020 – l'ajout de relèvements au cours des années précédentes pourrait entraîner un resserrement exagéré.

Cela dit, nous croyons que les rumeurs de récession aux États-Unis ne sont pas fondées puisque les déséquilibres du côté des ménages sont négligeables. En effet, l'endettement a rarement été aussi bas et le taux d'épargne en fonction du revenu n'a jamais été aussi élevé. La qualité du crédit des entreprises demeure élevée, même lorsque le ratio de couverture des intérêts est ébranlé par le « graphique à points » de la Fed (cliquez [ici](#) pour accéder au commentaire de la Fed). Les mesures de relance budgétaire ne feront place au freinage qu'en 2020 et uniquement si le Congrès n'adopte pas un autre projet de loi de dépenses durant cette année électorale.

Graphique 17


Sources : Études économiques Scotia, Joint Committee on Taxation, Central Budget Office, « The Tax Cuts and Jobs Act: A Boost to Growth or Missed Opportunity? » – Jason Furman.

Graphique 18


Sources : Études économiques Scotia, Statistique Canada, BLS.

Tableau 1

Prévision des Études économiques de la Banque Scotia : courbe des rendements									
	2017		2018			2019			
	(fin de trimestre, en %)								
Canada	T4	T1	T2	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	1,26	1,55	1,80	2,05	2,30	2,30	2,50
Obligations du Canada à deux ans	1,69	1,78	1,91	2,05	2,30	2,40	2,50	2,55	2,60
Obligations du Canada à cinq ans	1,87	1,97	2,07	2,25	2,45	2,55	2,60	2,65	2,70
Obligations du Canada à dix ans	2,05	2,09	2,17	2,40	2,55	2,60	2,65	2,70	2,75
Obligations du Canada à 30 ans	2,27	2,23	2,20	2,50	2,70	2,80	2,85	2,90	2,95
États-Unis	T4	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Taux cible des fonds fédéraux	1,50	1,75	2,00	2,25	2,50	2,50	2,75	2,75	3,00
Taux de base	4,50	4,75	5,00	5,25	5,50	5,50	5,75	5,75	6,00
Bons du Trésor à trois mois	1,38	1,70	1,92	2,20	2,45	2,50	2,70	2,75	3,00
Bons du Trésor à deux ans	1,88	2,27	2,53	2,60	2,70	2,80	2,90	3,00	3,10
Bons du Trésor à cinq ans	2,21	2,56	2,73	2,85	2,90	2,95	3,00	3,10	3,20
Bons du Trésor à dix ans	2,40	2,74	2,84	3,00	3,05	3,10	3,15	3,20	3,30
Bons du Trésor à 30 ans	2,74	2,97	2,96	3,15	3,20	3,30	3,35	3,40	3,45

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

Troisièmement, les récentes pressions inflationnistes n'encouragent guère un tour de vis additionnel. Les récentes données sur l'inflation américaine correspondent à peu près à la cible de la Fed et nous croyons que celle-ci tolérera que l'inflation dépasse légèrement et temporairement la cible de 2 %.

Quatrièmement, l'inflation ne sera probablement pas soutenue par la dépréciation du dollar américain comme ce fut le cas au cours des récents trimestres. La baisse généralisée de l'indice du dollar US entre le début 2017 et le début 2018 est vraisemblablement à l'origine d'une bonne partie de la hausse de l'inflation de base des dépenses de consommation personnelle. La montée du dollar survenue depuis pourrait indiquer que l'inflation plafonne et que des risques de baisse sont à prévoir à la fin de l'année et au début de la suivante. Rappelons-nous qu'une recherche de la Réserve fédérale estime que chaque appréciation/dépréciation de 10 % du dollar américain (pondérée en fonction des échanges commerciaux) se traduit par une augmentation/baisse de 0,5 % de l'inflation de base dans les six mois qui suivent et de 0,3 % sur l'année à mesure que les effets transitoires se dissipent.

Cinquièmement, la croissance des salaires demeure contenue dans une fourchette. La croissance nominale des salaires s'est établie à 2,7 % en mai, donc dans la fourchette de 2,4 % à 2,8 % dans laquelle elle est confinée depuis deux ans et demi, sauf pendant une brève période où elle s'est accélérée (2015 et premier semestre de 2016). **La croissance réelle du salaire horaire a toutefois été de 0 %, soit la deuxième pire donnée depuis cinq ans et demi (graphique 18)**. Les statistiques sur les salaires n'indiquent donc pas une croissance de l'inflation et pourraient même laisser présager une baisse.

Enfin, il va sans dire que les tensions commerciales à l'échelle mondiale, attisées par l'administration Trump, ajoutent à l'incertitude. De manière générale, je suis d'accord avec la Réserve fédérale lorsqu'elle affirme que ces tensions n'ont eu jusqu'à présent qu'une incidence négligeable, mais compte tenu de l'incertitude accrue suscitée par l'administration Trump quant à l'avenir de toutes les économies mondiales, nous devons faire preuve de beaucoup de prudence dans nos prévisions.

Mexique

JEUX D'HYPOTHÈSES

- **Des facteurs d'incertitude assombrissent les perspectives économiques du prochain trimestre. Compte tenu du climat volatil sur le plan des politiques à l'échelle mondiale, les résultats de l'élection présidentielle pourraient entraîner des changements importants à la politique économique du pays. Par conséquent, nos prévisions macroéconomiques prendront la forme d'hypothèses fondées sur divers scénarios et pourraient grandement varier au cours des prochains mois.**
- **Comme le niveau d'incertitude élevé a une certaine incidence sur l'économie, nous apportons des ajustements pour tenir compte des facteurs suivants : prudence accrue du côté des dépenses de consommation, diminution des investissements, hausse du peso mexicain (MXN) et variation importante de la balance commerciale.**

Le 1^{er} juillet dernier s'est tenue l'élection la plus cruciale de l'histoire récente du Mexique. Même si l'attention s'est surtout concentrée sur la campagne présidentielle – remportée haut la main par Andrés Manuel López Obrador, dit AMLO – 3 400 représentants du gouvernement aux niveaux fédéral et régional ont également été élus. Pendant la campagne, AMLO a martelé que le temps du changement était venu et qu'il fallait remplacer le modèle soi-disant néo-libéral qui, selon lui, avait échoué et n'avait produit que pauvreté et inégalité sociale.

On ignore encore à l'heure actuelle quels changements apportera la nouvelle administration. AMLO a multiplié les messages rassurants, affirmant notamment qu'il maintiendrait la rigueur budgétaire, n'augmenterait pas la dette publique et respecterait l'autonomie de la banque centrale. Il a toutefois aussi fait certaines déclarations troublantes, particulièrement sur sa volonté d'interrompre ou de démanteler certaines réformes structurelles ou de remplir certaines promesses sociales en augmentant les dépenses publiques et la participation directe du gouvernement dans l'économie. Il convient de noter que la marge de manœuvre budgétaire est à peu près inexistante au Mexique, comme l'a souligné le Fonds monétaire international, et que si la nouvelle administration intensifie les pressions sur les finances publiques malgré sa promesse de maintenir la rigueur à cet égard, les marchés financiers pourraient mal réagir. Comme la valeur des créances en monnaie étrangère qui vient à échéance en 2019 s'élève à 11 milliards de dollars US et que cette dette devra être renouvelée, il sera important de soutenir la confiance des marchés.

Pour diverses raisons pragmatiques, et compte tenu de la réalité mexicaine, les marchés financiers privilégient le scénario selon lequel la politique économique demeurera essentiellement la même. Les marchés analyseront attentivement les premiers discours, le choix des ministres et les premières politiques de M. Lopez Obrador, pour évaluer l'orientation qu'il entend donner aux politiques du pays.

Le processus politique n'est pas le seul facteur qui déterminera la performance de l'économie mexicaine. Au cours des prochains mois, les développements de nombreux dossiers importants pourraient en effet radicalement changer les perspectives économiques. Le dossier le plus important est probablement le processus de renégociation de l'ALENA, qui avance maintenant à pas de tortue, puisqu'une entente devra être évaluée et signée par le nouveau gouvernement. Malheureusement, les perspectives pourraient considérablement s'assombrir si le président américain décidait de mettre fin à l'ALENA. Nous pensons toujours que cette issue est peu probable, mais ce risque est toujours présent même si des signes de plus en plus nombreux laissent présager une guerre

RENSEIGNEMENTS

Mario Correa

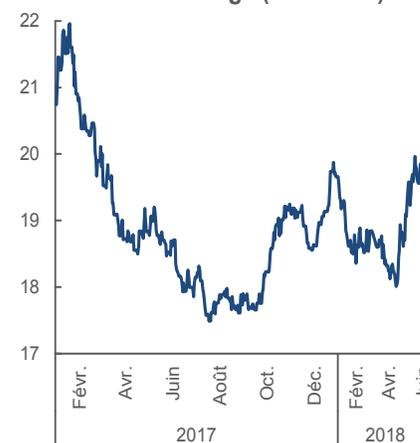
52.55.5123.2683 (Mexique)
 Scotiabank Mexico
mcorrea@scotiab.com.mx

Mexique	2017	2018p	2019p
PIB réel (évolution annuelle en %)	2,0	2,1	2,5
IPC (% sur un an, fp)	6,8	4,2	3,8
Taux directeur banque centrale (% , fp)	7,25	8,00	8,00
Peso mexicain (USDMXN, fp)	19,66	20,20	20,48

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1

Taux de change (USD-MXN)



Source : Banco de Mexico.

Graphique 2

Bon du Trésor à 10 ans (%)



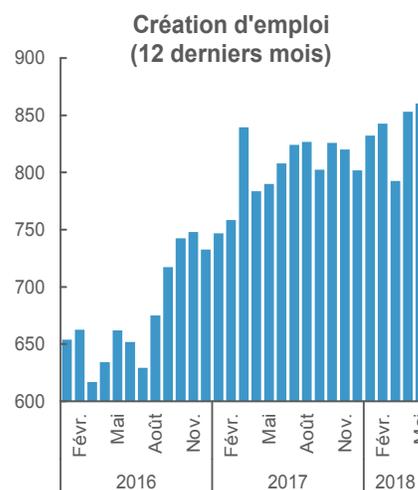
Source : Banco de Mexico.

commerciale avec la Chine. De plus, le contexte financier mondial s'est détérioré pour les marchés émergents, non seulement en raison de la montée du protectionnisme aux États-Unis, mais aussi parce que les exigences financières augmentent aux États-Unis et que les taux d'intérêt risquent de subir des pressions en raison des processus de normalisation en cours dans les pays développés.

L'incertitude est donc élevée et les variables financières y réagissent, comme l'attestent le comportement du peso au cours des dernières semaines (graphique 1) et les taux de rendement des bons du Trésor à 10 ans (graphique 2). Nous avons modifié notre cadre macroéconomique pour l'adapter à ce futur incertain et pour y intégrer les plus récentes statistiques économiques. Nos prévisions de croissance du PIB pour 2018 et 2019 ont donc été revues à la baisse à 2,0 % et à 2,5 % respectivement, car la consommation des ménages pourrait être moins vigoureuse que prévu et les investissements, plus faibles. En revanche, l'emploi se porte bien (graphique 3) et nous nous attendons à ce que les données soient solides à cet égard en 2018 (852 000 nouveaux emplois) et en 2019 (865 000). Nous prévoyons maintenant une remontée du peso, à 20,20 MXN/USD d'ici la fin de l'année et à 20,48 d'ici la fin de l'an prochain.

L'évolution de certains facteurs importants, comme l'inflation et les taux d'intérêt, demeure incertaine. Si les pressions sur le peso persistent, l'inflation pourrait grimper, ce qui obligerait la Banco de Mexico à ajuster sa politique monétaire en augmentant les taux d'intérêt. Pour l'instant, nous croyons que l'inflation demeurera légèrement au-dessus de la limite supérieure de la fourchette de référence jusqu'à la fin de l'année et qu'elle la réintégrera en 2019. Nous nous attendons toujours à ce que la Banco de Mexico procède à deux autres hausses de taux cette année, et à une autre en 2019, ce qui porterait le taux directeur à 8,25 %. Si tout se passe bien, la Banco de Mexico pourrait commencer à réduire légèrement les taux d'intérêt au dernier trimestre de 2019. Cependant, nos prévisions indiquent clairement que les taux suivront une trajectoire ascendante, mais que le déficit de la balance commerciale devrait baisser grâce à la vigueur de l'économie mondiale et à la dépréciation du peso. Par conséquent, le déficit de la balance courante est également moins élevé.

Nous croyons toujours que la raison va l'emporter, c'est-à-dire, d'une part, que l'ALENA ne sera pas aboli et qu'un nouvel accord amélioré sera signé en 2019 et, d'autre part, que le nouveau président opérera un minimum de changements aux politiques économiques actuelles et qu'il n'apportera aucun changement radical aux réformes structurelles. Si ces hypothèses se révélaient fausses, nos prévisions pourraient considérablement changer au cours des prochains mois. Les variables les plus sensibles seraient le taux de change et les taux d'intérêt, qui iront probablement en augmentant. Les temps sont incertains et comme Niels Bohr l'a si bien dit : « La prévision est un art difficile, surtout lorsqu'elle concerne l'avenir ».

Graphique 3


Source : INEGI.

Brésil

DES NUAGES (OU UNE TEMPÊTE?) À L'HORIZON

- Parmi les marchés émergents, ce sont les marchés du Brésil qui ont subi la plus forte pression et la plus grande instabilité au cours des deux derniers mois, à part peut-être ceux de la Turquie et de l'Argentine. La courbe des taux s'est accentuée, le taux de rendement des titres à cinq ans s'étant apprécié de 200 points de base (pdb) au cours de cette période. Pendant ce temps, le réal brésilien a perdu 10 % de sa valeur. Cette chute de la monnaie brésilienne risque d'avoir des répercussions sur la dynamique de l'inflation.
- La Banque centrale du Brésil (la « BCB ») pourrait prendre du retard par rapport à la courbe des taux, puisqu'elle refuse de relever ses taux d'intérêt malgré une flambée de l'inflation selon l'IPP, une hausse de l'inflation mesurée par l'IPCA et un cadre budgétaire très peu contraignant.
- Ses réserves de devises restant élevées, la BCB dispose de la marge de manœuvre nécessaire à d'autres interventions. Elle ne peut toutefois pas soutenir le rythme auquel s'effectue les cessions de swap sans courir le risque de faire voler l'une des dernières barrières de sécurité économique du pays : son importante réserve de liquidités.
- Sur le plan politique, l'horizon semble bouché : rien ne garantit que le « scénario favorable », à savoir l'élection d'un gouvernement réformiste bien appuyé par l'Assemblée législative, se réalisera.

LA VOLATILITÉ DU MARCHÉ POURRAIT CONTAMINER DAVANTAGE LES FONDAMENTAUX DE L'ÉCONOMIE

Les actifs brésiliens ont subi une énorme pression au cours des deux derniers mois. Le réal brésilien a reculé de 10,2 %, alors que sur la courbe des taux, les taux de rendement à cinq ans gagnaient 200 pdb. Le mouvement directionnel pointe vers une détérioration importante des liquidités, les acheteurs étant peu actifs au cours des journées d'aversion au risque (*risk-off days*). Si on se fie aux écarts de prix, il semble que les élections présidentielles d'octobre génèrent de l'incertitude. Cette incertitude s'ajoute à la crainte que les enjeux pressants, comme la réforme des régimes de pension et les ajustements budgétaires, ne fassent pas partie du programme de la prochaine administration ou, s'ils en font partie, que le gouvernement n'obtienne pas un mandat suffisamment fort pour faire les changements nécessaires. En outre, il existe un risque que la pression exercée sur le réal brésilien et les taux à long terme oblige la BCB à resserrer sa politique monétaire plus tôt qu'elle ne le souhaite, ce qui pourrait entraver une reprise macroéconomique déjà chancelante.

LA CROISSANCE FAIT ENCORE PARTIE DES BONNES NOUVELLES, MAIS ELLE S'ESOUFLE

Même si les dernières données publiées sur l'activité économique du Brésil demeurent solides (+3,7 % sur 12 mois en avril), certains indicateurs envoient des signaux d'alerte (p. ex, les ventes au détail ont crû de seulement 0,6 % au cours de cette période). Selon les prévisions consensuelles pour l'année 2018, la croissance devrait s'établir à 2,45 % sur 12 mois, mais les prévisions ont suivi une tendance baissière au cours des dernières enquêtes (la croissance prévue a atteint un pic de 2,7 % sur 12 mois en avril). À notre avis, ce ralentissement de la croissance économique fait hésiter la BCB à durcir ses positions, malgré l'accroissement du risque inflationniste.

Selon nous, un certain nombre de facteurs sont susceptibles de freiner la croissance à un moment ou l'autre. Ils pourraient d'ailleurs s'aggraver dès le deuxième trimestre de 2018. Même si la BCB n'a pas resserré officiellement sa politique monétaire, la courbe des taux brésiliens a remonté

RENSEIGNEMENTS

Eduardo Suárez, VP, Études économiques, Amérique latine

52.55.9179.5174 (Mexique)

Études économiques de la Banque Scotia

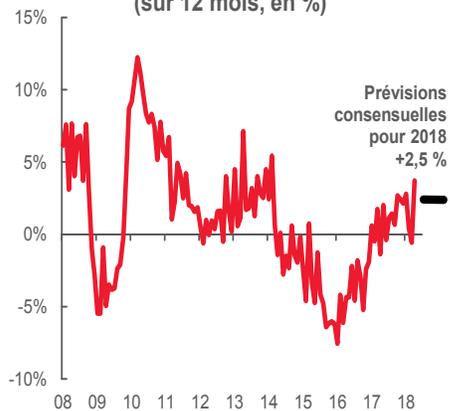
eduardo.suarez@scotiabank.com

Brésil	2017	2018p	2019p
PIB réel (évolution annuelle en %)	1,0	2,3	2,5
IPC (% sur un an, fp)	3,0	4,1	4,6
Taux directeur banque centrale (% , fp)	7,00	7,25	9,00
Réal brésilien (USDBRL, fp)	3,31	3,90	3,70

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1

Brésil : Activité économique mensuelle (sur 12 mois, en %)



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg

Graphique 2

Taux de change réel du réal brésilien (écart réduit; écart-type)



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

considérablement et sa pente s'est accentuée, ce qui pourrait causer des difficultés aux ménages, déjà lourdement endettés. En effet, le ratio de la dette sur le revenu disponible des ménages demeure supérieur 21 %, avec une faible durée moyenne, ce qui signifie que les ménages subiront plus rapidement les effets des variations de taux. De plus, nous estimons que la poussée inflationniste réduira la confiance des consommateurs à mesure que l'année progressera, en érodant les salaires réels. À notre avis, l'incertitude qui plane sur les élections, à l'instar de la hausse des taux d'intérêt, devrait également nuire aux entreprises. Pour l'instant, nous ne voyons pas que le choc causé par ces facteurs soit suffisant pour amener la croissance sous la barre des 2 %, puisque les effets de base et les prix des marchandises demeurent favorables. Toutefois, il nous fait pencher du côté des plus pessimistes pour ce qui est des perspectives de croissance (nos prévisions pour 2018 sont inférieures de 20 pdb aux prévisions consensuelles et celles pour 2019, de 30 pdb).

LA BCB INCITÉE À STABILISER LE RÉAL BRÉSILIEN

Dans une conjoncture caractérisée par la chute du réal brésilien et un taux de répercussion du taux de change et de l'inflation relativement élevé (de 20 % à 30 %), la courbe des taux DI (les taux d'intérêt locaux sur les swaps) commence à refléter les hausses de taux anticipées par les participants aux marchés. À la mi-juin, la courbe intégrait une hausse prévue d'environ 100 pdb avant la fin de l'année. Nous pensons que ce cet effet pourrait ne pas être entièrement attribuable au resserrement anticipé de la politique monétaire par la BCB. Il traduirait aussi une perte d'intérêt pour la prise de risque des investisseurs à l'égard des actifs brésiliens, ce qui exercerait une pression à la hausse sur les taux. Cependant, compte tenu de la flambée de l'inflation selon l'IPP (elle se chiffrait à 7,4 % sur 12 mois en avril); de la hausse de l'inflation selon l'IPC (l'IPCA a annoncé cette semaine que, selon le consensus, l'inflation s'élèverait à 3,56 % – il s'agirait d'une hausse de 90 pdb par rapport au mois précédent); de la répercussion cumulative du taux de change et de l'inflation, qui pourrait s'accroître de 200 à 300 pdb; et du déficit budgétaire correspondant à environ 8,3 % du PNB que le gouvernement devrait annoncer (voir le document intitulé [General Government Overall Balance](#)), la probabilité que la BCB prenne du retard par rapport à la courbe des taux augmente. Pour être en « position neutre », nous estimons – en nous fondant sur les attentes inflationnistes et le « délai de transmission » – que le taux SELIC devrait se situer actuellement entre 8,0 % et 8,5 %. Cette estimation pourrait être un peu trop élevée, en raison notamment du laxisme de la politique budgétaire. Rappelons que l'économie brésilienne est l'une des économies latino-américaines où la spirale inflationniste, une fois amorcée, est susceptible de se nourrir d'elle-même.

Si l'on se fie au taux de change effectif du réal brésilien (voir le graphique 2), cette monnaie est bon marché, mais pas de beaucoup : elle se situe à un seul écart-type de sa juste valeur. Cette évaluation peu attrayante du réal brésilien, combinée à des taux d'intérêt peu élevés, fait en sorte qu'il demeure vulnérable. La bonne nouvelle, c'est que la BCB a encore les moyens de le soutenir. En ce moment, le solde de la banque centrale sur les swaps est d'environ 65 milliards de \$ US, et elle dispose d'une réserve de devises évaluée à 360 milliards de \$ US. Par contre, le rythme auquel elle augmente ses positions sur swaps est alarmant : au cours d'une seule semaine de juin, elles se sont accrues d'un total de 26 milliards de \$ US! Selon l'indicateur de suffisance des réserves du FMI (voir le tableau ci-dessous), les réserves de devises du Brésil demeurent l'un de ses derniers coussinets de sécurité. La BCB ne peut donc pas se permettre de les gaspiller.

Suffisance des réserves de pays à l'économie émergente

Pays	ARA	Pays	ARA
Brésil	1,55	Chili	0,82
Chine	0,86	Colombie	1,26
Inde	1,51	Mexique	1,07
Russie	2,77	Pérou	2,74
Afrique du Sud	0,64		

L'ARA est l'indicateur utilisé par le FMI pour évaluer la suffisance des réserves d'un pays. Il est jugé acceptable lorsqu'il se situe entre 1,0 et 1.5. Cet indicateur est [calculé](#) à partir d'une série de paramètres, comme le ratio de couverture de la dette à court terme, les importations, etc.

Nous prévoyons que le réal brésilien continuera de s'affaiblir, les taux de rendement réels étant grugés par l'inflation croissante, dans un contexte où l'incertitude politique et le peu de progrès réalisés au chapitre de la consolidation budgétaire et des réformes pressantes (comme celle des régimes de retraite) réduisent l'attrait des actifs brésiliens. Il est possible qu'au cours des prochains mois, le réal brésilien soit considéré comme une devise intéressante pour les opérations de portage sur le peso mexicain, les écarts de taux de rendement s'étant resserrés, surtout si la qualité est prise en compte. Nous prévoyons que le taux de change USD/BRL continuera de croître pour s'établir à 3,90 d'ici la fin de l'année. De plus, nous n'excluons pas la possibilité qu'à l'approche des élections, ce taux dépasse temporairement la marque de 4,0, même si nous croyons que la BCB interviendrait alors énergiquement en ayant recours à des swaps et, à la limite, peut-être même à des opérations au comptant. Nous envisageons que la BCB entreprendra plus tôt que prévu un cycle de hausses des taux d'intérêt. Toutefois, cette intervention constituerait davantage une mesure de rattrapage qu'une mesure de prévention. Par conséquent, nous pensons que l'inflation se poursuivra à un rythme supérieur aux prévisions consensuelles, mais ne croyons pas qu'elle deviendra incontrôlable. Par contre, elle pourrait le devenir si la BCB ne réagissait pas assez fermement à la menace.

POLITIQUES : DES PERSPECTIVES FLOUES, AVEC L'ÉLECTION PEU PROBABLE D'UN GOUVERNEMENT RÉFORMATEUR DOTÉ D'UN SOLIDE MANDAT

Il demeure très difficile de prévoir le déroulement des élections, puisque l'ancien président Lula demeure le politicien le plus populaire au pays et que le chapitre de sa présidence n'est pas encore tout à fait clos. De plus, le candidat qui arrive deuxième dans les intentions de vote est le populiste de droite Jair Bolsonaro. Parmi les Brésiliens que nous avons interrogés, nombreux sont ceux qui croient que l'« establishment » fera ultimement pencher la balance en se ralliant à un seul candidat. Il y a toutefois un risque que les électeurs anti-establishment (représentés par Bolsonaro et le Parti travailliste) fassent de même et consolident les votes anti-système. Depuis le début de sa campagne, Bolsonaro a été avare de détails, mais il a affirmé qu'il poursuivrait la politique de réduction des impôts et de compression des dépenses, sans toutefois prendre d'engagements à l'égard des problèmes urgents comme la consolidation budgétaire, la réforme fiscale et la réforme des régimes de pension. Or, tant que ces problèmes ne seront pas réglés, les finances du pays demeureront très fragiles et continueront vraisemblablement à se détériorer. Selon nous, même le « scénario favorable », c'est-à-dire le ralliement de l'establishment autour d'un seul candidat à la présidentielle, n'est pas dénué de risques. Compte tenu du caractère fragmenté des politiques soutenues par les parties pro-marché, l'élection d'un gouvernement réformiste doté du mandat clair de stabiliser les finances publiques est loin d'être assurée.

Colombie

- Maintenant que les élections sont chose du passé (les résultats ayant été généralement conformes aux pronostics), le temps est venu pour Duque d'étoffer le programme qu'il a proposé pendant la campagne électorale. Certaines propositions seront probablement bien accueillies par les marchés. Mais, encore une fois, tout se joue dans les détails. Par exemple, nous aimerions savoir comment le gouvernement compte aborder le problème de la dépendance aux exportations de pétrole et de ses répercussions sur le compte des opérations extérieures et sur les finances publiques.
- Le déficit s'est largement résorbé dans les deux cas, mais la forte dépendance au pétrole demeure préoccupante et poserait un risque pour le pays si aucune mesure n'était prise. À notre avis, c'est le problème auquel Duque doit s'attaquer en priorité, puisque rien ne garantit que la conjoncture extérieure favorable (les prix du pétrole) se maintiendra.
- Selon nous, l'économie atteindra son plein potentiel de croissance en 2019, et l'inflation reviendra dans la partie supérieure de la fourchette cible de la Banque centrale de la République (la « BanRep »). Dans ce contexte, la BanRep devrait, vers la fin de 2018, commencer à resserrer les taux d'intérêt et à emboîter plus étroitement le pas à la Réserve fédérale.

DES RÉSULTATS CONFORMES AUX SONDAGES PRÉ-ÉLECTORAUX

Les résultats du deuxième tour de l'élection présidentielle en Colombie ont été largement conformes aux sondages qui ont précédé l'élection. Le candidat de droite/centre-droit a remporté les élections en récoltant 54 % des votes au deuxième tour, contre 42 % pour Petro. L'attention se porte désormais sur les points précis du programme de la nouvelle administration, qui ratisse large mais contient peu de détails. En termes de propositions, le programme présenté par Duque lors de sa campagne comprenait une longue liste de promesses :

- Simplification de la fiscalité par une diminution du nombre de taxes et d'exemptions; réduction du fardeau fiscal global des entreprises. L'idée est bonne, mais deux questions se posent : Quels sont les détails des mesures proposées? Sur le plan législatif, l'administration a-t-elle la capacité d'implanter ces mesures?
- Rajuster la règle visant les déficits et la dette. Ce point est très important. Nous sommes d'avis que la règle adoptée au Chili est efficace. Nous accueillerions favorablement un pas dans cette direction.
- Renforcement du fédéralisme fiscal. Peu de pays latino-américains ont vu leurs efforts en ce sens couronnés de succès.
- Mise en place de nouveaux mécanismes de financement pour diriger l'épargne vers des activités productives : Prévoient-ils créer de nouveaux véhicules pour faire circuler l'épargne accumulée dans les régimes de retraite vers les sociétés et les infrastructures?

Peu de détails ont été fournis, et des questions fondamentales restent en suspens. Par exemple :
 1) Quelles taxes seront modifiées ou éliminées dans le cadre de la simplification de la fiscalité?;
 2) Quel sera l'effet net sur les recettes de l'État, et en quoi ces mesures réduiront-elles la dépendance aux revenus tirés du pétrole?; 3) Comment donnera-t-on plus de tonus à la règle

RENSEIGNEMENTS

Eduardo Suárez, VP, Études économiques, Amérique latine

52.55.9179.5174 (Mexique)

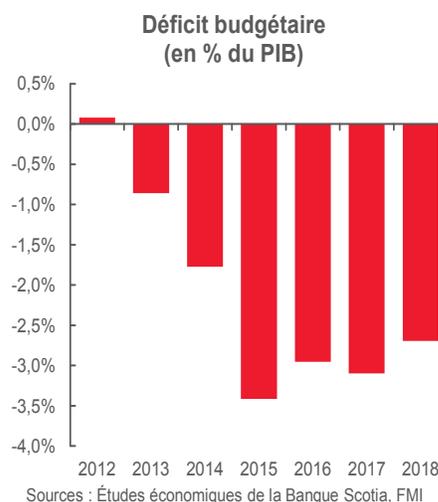
Études économiques de la Banque Scotia

eduardo.suarez@scotiabank.com

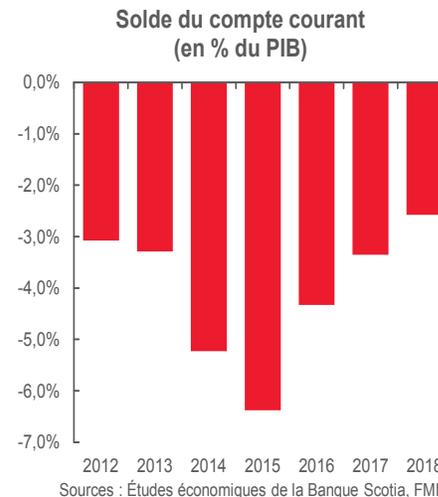
Colombie	2017	2018p	2019p
PIB réel (évolution annuelle en %)	1,8	2,5	3,5
IPC (% sur un an, fp)	4,1	3,3	3,4
Taux directeur banque centrale (% , fp)	4,75	4,50	5,50
Peso colombien (USDCOP, fp)	2 986	3 000	2 850

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



Graphique 2



fiscale? L'organisme chargé de son contrôle sera-t-il doté d'un pouvoir accru et se verra-t-il accorder une plus grande indépendance; 4) La Colombie entend-elle utiliser des véhicules semblables aux FIBRA et aux CKD du Mexique pour faire circuler les fonds des régimes de retraite vers les marchés privés et les infrastructures? (Ce [rapport fait état du succès de ces mesures](#) au Mexique : il est à prévoir toutefois que les irritants s'accumuleront.)

UNE ÉCONOMIE MOINS VULNÉRABLE, MAIS POTENTIELLEMENT FRAGILE

Au cours de la période actuelle de liquidation des positions, la pression sur les marchés émergents a touché principalement les pays dont les fondamentaux – déficit courant important, finances publiques chancelantes ou bas taux d'intérêt réels accompagnés d'une inflation élevée – laissent à désirer. La Colombie ne fait plus partie des pays affichant un « double déficit » considérable (déficit budgétaire et déficit du compte courant), mais nous demeurons prudents, car ces déficits demeurent tout de même relativement importants, et l'économie colombienne reste exposée à une éventuelle baisse des prix du pétrole. Même si ce n'est pas du tout le scénario que nous prévoyons, nous devons admettre que ce risque demeurera présent au cours des deux prochaines années.

Les principales notes de crédit de la Colombie sont les suivantes : Baa2 (Moody's), BBB- (S&P's) et BBB (Fitch). L'État colombien dispose donc d'une légère marge de manœuvre avant que deux des trois notes attribuées par les principales agences de notation correspondent à un crédit à haut risque; dans le troisième cas, il frôle la limite. En analysant le fardeau de la dette du pays (la dette publique brute devrait être tout juste inférieure à 50 % du PIB à la fin de 2018), de même que ses institutions, comme la BanRep qui nous semble crédible, nous concluons que l'étiquette de crédit à haut risque ne semblerait pas du tout justifiée en ce moment. Par contre, nous estimons que l'État colombien ne dispose pas d'une grande marge de manœuvre, surtout qu'il est plus facile de composer avec les faiblesses de l'économie dans une conjoncture favorable qu'en période de turbulence. Comme nous l'avons mentionné précédemment, une éventuelle chute du prix du pétrole constitue l'un des principaux risques pour la Colombie. Toutefois, même si ce scénario ne peut être entièrement écarté, il ne nous semble guère probable.

- En ce qui concerne la situation budgétaire, une baisse du prix du pétrole brut de 10 US \$ le baril se traduit grosso modo par un recul de 40 pdb du PIB de la Colombie. Le prix du pétrole a toutefois bondi, faisant gagner 100 pdb au PIB, ce qui devrait ramener le déficit à environ 2,5 % du PIB à la fin de 2018, une situation qui demeure loin d'être idéale. Les finances publiques restent très exposées au marché du pétrole, ce qui constitue un risque.
- Le pétrole compte pour 31 % des exportations de la Colombie. Or, comme nous l'avons vu lors du choc pétrolier de 2014, une chute des prix du pétrole risquerait de creuser le déficit du compte courant du pays. Le manque de « grappes industrielles » à l'intérieur du pays fait en sorte que les importations et les exportations de la Colombie ne sont pas corrélées, ce qui rend le pays particulièrement vulnérable aux fluctuations du prix du pétrole.

POLITIQUE MONÉTAIRE ET CROISSANCE

Nous prévoyons que l'économie colombienne reprendra progressivement du poil de la bête au cours des prochains mois. Les prix du pétrole sont favorables aux investissements dans le secteur, et l'incertitude se dissipe, ce qui renforce la confiance du secteur privé. Il est bon de noter que la confiance des consommateurs a été solide jusqu'à présent (elle s'établissait à 28,7 lors de la dernière publication), contrairement à celle du secteur de l'industrie (2,0), qui demeure très fragile. Selon nous, à mesure que la confiance s'affermira dans le secteur de l'industrie, soutenue par une conjoncture économique extérieure plus favorable (c'est-à-dire l'accroissement des prix du pétrole et des échanges commerciaux à l'échelle mondiale), les investissements progresseront eux aussi. Signe que le secteur de l'industrie a connu une embellie, les données sur la production industrielle du dernier mois font état d'une impressionnante croissance de 10,5 % sur douze mois (contre 5,6 % pour les prévisions consensuelles). Cette résurgence, combinée à une croissance soutenue des ventes au détail (de 5,0 % à 7,0 % selon les dernières données publiées), donne à penser que la reprise sera alimentée par une croissance plus robuste, fondée sur des bases plus larges.

L'économie semble être revenue sur ses rails : elle s'approche de son taux de croissance potentiel et devrait l'atteindre, selon nos prévisions, au cours de la prochaine année. En parallèle, nous prévoyons que l'inflation augmentera elle aussi et qu'elle s'approchera de la partie supérieure de la fourchette cible de la BanRep. Cependant, nous prévoyons également que la banque centrale réagira de façon responsable en resserrant sa politique monétaire vers la toute fin de la présente année. Contrairement à ce qui s'est produit jusqu'à présent, nous croyons qu'à l'instar de la Banque centrale du Mexique, la BanRep « suivra » la Réserve fédérale américaine en modulant ses taux d'intérêt en fonction des taux américains. La hausse abrupte du taux de détention des bons du Trésor libellés en peso colombien TES par des intérêts étrangers (qui est passé de la frange inférieure à la frange supérieure des 20 %) devrait, dans une certaine mesure, obliger la BanRep à sacrifier quelque peu son autonomie par rapport à la Réserve fédérale pour préserver la stabilité des taux d'intérêt et du marché.

Pérou

PLACE À L'OPTIMISME

- **L'économie s'améliore sur tous les fronts.**
- **Grâce au secteur privé, le PIB a connu une forte croissance au deuxième trimestre et devrait continuer sur cette lancée.**
- **Surprise positive sur le plan budgétaire et du côté du compte extérieur.**
- **La politique monétaire est stable et l'inflation demeure maîtrisée.**

Même si la situation politique demeure préoccupante, le contexte économique s'améliore incontestablement au Pérou, comme l'attestent de nombreux indicateurs.

Depuis la publication du dernier bulletin *Perspectives mondiales*, la croissance du PIB a surpris par sa vigueur, l'emploi a considérablement progressé, l'inflation a chuté, le déficit budgétaire a plongé et le compte extérieur s'est révélé plus robuste que prévu. Tout n'a toutefois pas été parfait. Outre le ralentissement de la croissance de la production minière (mais pas de celle des investissements miniers) qui avait été prévu, la déception a été engendrée par la politique de relance du gouvernement.

Devant cette abondance de bonnes nouvelles, nous avons relevé nos prévisions de croissance du PIB de 3,3 % à 3,5 % pour 2018 (et nous croyons même qu'il pourrait dépasser ce niveau) et de 3,7 % à 4,0 % pour 2019. Notre optimisme découle du revirement, lent mais incontestable, de la tendance de croissance au pays, qui est sûrement soutenu par la vigueur persistante de la croissance mondiale.

Les statistiques du deuxième trimestre devraient se révéler particulièrement impressionnantes, comme l'atteste le taux de croissance sur un an de 7,8 % en avril, et nous avons donc décidé de hausser nos prévisions de croissance de 4,0 % à 4,8 % pour le deuxième trimestre. Pour situer le contexte, rappelons que le taux de croissance annuelle du PIB s'établissait à 2,5 % au quatrième trimestre de 2017, à 3,2 % au premier trimestre de 2018 et à près de 5 % au deuxième trimestre de 2018. La croissance devrait toutefois ralentir au cours des prochains trimestres, car le deuxième trimestre sera le dernier à profiter d'une base de comparaison aussi faible, El Niño ayant en effet plombé l'économie durant cette période en 2017. Toutefois, même en excluant les facteurs exceptionnels (El Niño l'an dernier et la saison de pêche inhabituellement généreuse), la croissance du PIB demeure vigoureuse (entre 3,5 % et 4,0 %). La croissance de la production non liée aux ressources a atteint 12,4 %, ce qui témoigne de la solidité de la demande intérieure et étrangère.

Tout n'est cependant pas parfait. Les dépenses publiques demeurent faibles et ne stimuleront pas la croissance comme on s'y attendait au départ. Les nombreux changements à la tête du ministère des Finances, et au sein du cabinet en général, ont retardé le calendrier des dépenses d'investissement et soulevé des questions quant à la façon dont le processus de reconstruction post-Niño sera mené. Heureusement, le secteur privé a pris le relais. En effet, les investissements privés et la demande intérieure, qui ont respectivement augmenté de 5,3 % et de 4,0 % au premier trimestre, sont clairement devenus les principaux moteurs de croissance. Le secteur privé se remet admirablement bien des chocs survenus en 2017, et s'avère plus résilient que prévu compte tenu de l'instabilité politique et des enquêtes anticorruption. Autre signe positif, la production non liée aux ressources a grimpé de 4,1 % entre avril 2017 et avril 2018 et renversé la tendance négative des trois années précédentes.

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	3,5	4,0
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

PIB et taux de croissance de la demande intérieure

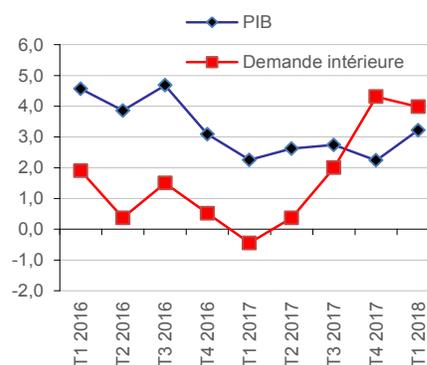
	2017	2018P	2019P
PIB	2,5	3,5	4,0
Demande intérieure	1,6	3,5	4,0
Consommation privée	2,5	2,8	3,3
Consommation publique	1,0	4,4	2,0
Investissements bruts en capital fixe	-0,3	5,2	6,6
Privés	0,3	4,1	6,2
Publics	-2,3	9,8	8,0
Exportations	7,2	3,8	3,8

P : Projections

Service de la recherche de la Banque Scotia au Pérou.

Graphique 1

PIB et demande intérieure (variation en % sur un an)



Sources : Élaboration des normes BCR :
 Service de recherche de la Banque Scotia au Pérou.

Autre bonne nouvelle, le pourcentage du déficit budgétaire par rapport au PIB avait chuté à 2,4 % en mai, alors qu'il se situait à 2,7 % en avril et à 3,2 % au début de 2018. En outre, cette amélioration découle de facteurs positifs, comme la hausse de 22,5 % sur un an des recettes fiscales en mai alors que celle des dépenses publiques s'est élevée à 8,9 %. Il convient de noter que mai est le deuxième et dernier mois de la période des impôts, qui a été très forte cette année. Nous avons déjà réduit de 3,5 % à 3,2 % nos prévisions relatives au déficit budgétaire pour l'année 2018, mais il se pourrait bien qu'il se révèle plus bas encore. Aucune de ces données ne prend en compte la hausse prochaine des taxes d'accise, qui ne devrait toutefois avoir qu'un effet limité sur la croissance des revenus.

Les récentes données budgétaires ont allégé certaines des inquiétudes du marché quant à un éventuel dérapage du déficit budgétaire qui aurait pu faire grimper la dette financière du Pérou à plus de 30 % du PIB d'ici quelques années. Ces inquiétudes peuvent bien sûr resurgir si les prix des métaux s'affaissaient brusquement, un risque permanent au Pérou.

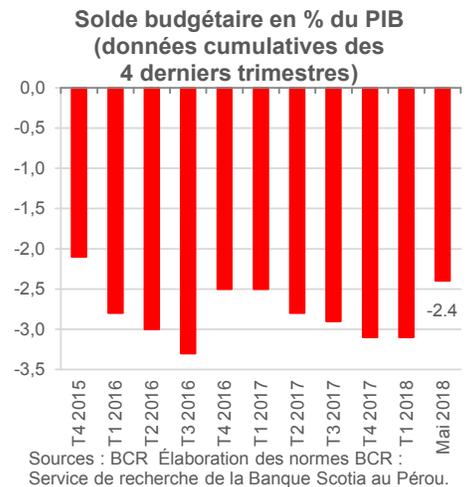
Bien que leur incidence soit moins directe, les conflits commerciaux pourraient également nuire à l'économie péruvienne. Le Pérou ne produit aucun produit susceptible d'être frappé par de nouveaux tarifs douaniers, mais ces conflits pourraient plomber la croissance mondiale et nuire indirectement au pays. En revanche, ils pourraient soutenir les prix des métaux puisque ces marchés commencent à refléter les récentes préoccupations entourant la politique commerciale des États-Unis.

L'économie du Pérou a moins souffert que prévu des désordres politiques, principalement parce que les politiciens ont continué malgré tout à bien gérer l'économie. Depuis 2016, quatre ministres se sont succédé à la tête des Finances sans que les lignes directrices de la politique économique du pays en soient perturbées. Le dernier en titre, Carlos Oliva, a été bien accueilli par les marchés qui voient en lui un candidat consensuel et expérimenté puisqu'il a occupé le poste de sous-ministre aux Finances de 2011 à 2016.

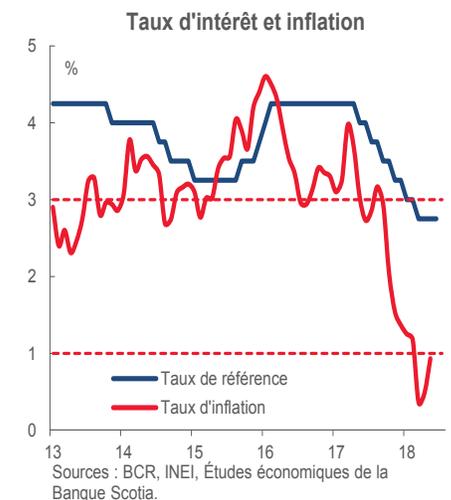
La banque centrale a quant à elle mis fin à sa politique expansionniste, qui a permis de ramener le taux de référence à 2,75 %, comparativement à 4,25 % en avril 2017. L'inflation a légèrement augmenté, et devrait bientôt revenir au milieu de la fourchette cible de la banque centrale, soit 2 %. Nous nous attendons à ce que le taux de référence demeure stable jusqu'à la fin de l'année. Même si l'écart entre les taux de la Fed et ceux de la banque centrale péruvienne se creuse, cette dernière ne devrait pas se presser à relever les taux puisque l'histoire démontre qu'elle privilégie habituellement une période de stabilité avant de changer ses politiques.

Nous croyons toujours que le taux de change terminera l'année à 3,18, mais les choses pourraient changer... Nos doutes quant à la durée de la vigueur du dollar américain nous incitent à nous poser des questions. Les fondamentaux soutiennent toujours une éventuelle remontée du sol péruvien (p. ex. l'excédent commercial surpasse constamment les attentes), mais la vigueur du dollar américain et la volatilité des prix des produits de base retiennent davantage l'attention que les fondamentaux depuis quelques semaines. Comme toujours, le sol se montre plus stable que les monnaies des autres pays de la région, mais il n'en demeure pas moins sensible aux pressions qui s'exercent sur les monnaies régionales et évolue récemment dans la portion supérieure de sa fourchette des 18 derniers mois (3,20-3,30). Nous sommes tentés de revoir nos prévisions annuelles, mais comme la fin de l'année est encore loin, nous préférons attendre pour confirmer que la vigueur du dollar américain ne sera pas que temporaire.

Graphique 2



Graphique 3



Chili

LE PAYS SORT DE SON INERTIE ET TENTE UN FRAGILE DÉCOLLAGE

- La reprise en cours est plus vigoureuse que prévu, même si le contexte externe est plus menaçant.
- Nos prévisions de croissance du PIB pour 2018 ont été revues à la hausse à 3,7 % et indiquent une tendance à la hausse puisque les données sur la confiance et les activités des entreprises sont en forte augmentation depuis l'élection.
- Nos prévisions d'inflation sont légèrement supérieures à celles de la banque centrale et nous croyons toujours que le taux cible s'établira à 3 % à la fin de l'année, un niveau légèrement supérieur au taux de 2,75 % pris en compte par les marchés. Compte tenu de nos prévisions quant à la croissance, les prix des produits de base et les taux d'intérêt, nous croyons que le peso (CLP) s'appréciera un peu moins que nous l'avions prévu antérieurement, et qu'il terminera l'année à 602 par rapport au dollar américain.

L'ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE EST PLUS RISQUÉ, MAIS LES STATISTIQUES INTÉRIEURES S'AMÉLIORENT

De manière générale, l'économie chilienne a peu souffert du mouvement de révision à la baisse des perspectives des pays émergents déclenché par les États-Unis. Nous croyons que le pays pourra continuer d'y résister, car comparativement aux autres économies émergentes, les facteurs de risque y sont relativement faibles (p. ex. dette extérieure et déficit courant peu élevés), le cadre institutionnel y est solide (p. ex. régime de change flottant, autorités monétaires indépendantes, volonté affirmée du gouvernement d'améliorer les conditions budgétaires et de soutenir la croissance) et les volumes d'exportation vers les économies de la région qui connaissent le plus de difficultés sont généralement faibles.

Les statistiques intérieures s'améliorent et les indices de confiance sont toujours robustes et devraient le demeurer, comme le suggèrent de plus en plus de données qualitatives. Cet environnement est suffisamment solide pour faire avancer le PIB d'un dixième de point de pourcentage à 3,7 % et pour soutenir une légère tendance à la hausse. Comme nous les soutenons depuis longtemps, cette reprise se fera de manière « classique », c'est-à-dire qu'elle sera soutenue par l'investissement – pas nécessairement dans de grands projets – et la reconstitution des stocks.

Le taux de change obstinément élevé et la hausse des prix du pétrole ont obligé la banque centrale et les marchés à considérablement relever leurs attentes d'inflation à 2,8 % cette année. Pour tenir compte de ces facteurs et du fait que la reprise des biens non échangeables (les services) devrait être plus rapide que prévu, nous avons relevé nos prévisions d'inflation de 2,8 % à 2,9 %. La plupart des analystes prévoient que la première hausse du taux directeur (actuellement à 2,5 %) n'aura lieu qu'en décembre, alors que nous croyons toujours qu'il pourrait s'élever à 3 % à la fin de l'année. Il serait étonnant que la banque centrale aille au-delà de ce niveau, car elle souhaitera attendre que la reprise soit mieux ancrée avant de relever les taux.

Nous croyons que les pressions sur le peso s'allégeront quelque peu au cours des prochains mois, mais nous ne pouvons écarter la possibilité qu'il s'apprécie davantage en raison du regain d'optimisme au Chili. Nous prévoyons donc une légère hausse d'ici la fin de l'année, à 602 CLP/USD.

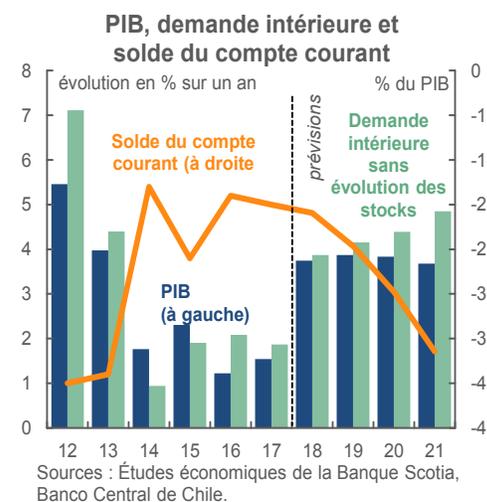
RENSEIGNEMENTS

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

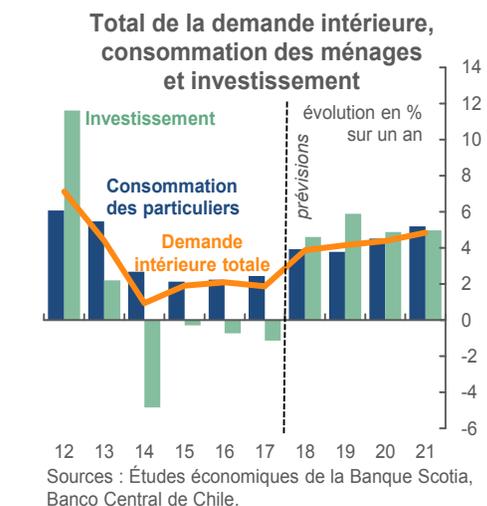
Chili	2017	2018p	2019p
PIB réel (évolution annuelle en %)	1,5	3,7	3,9
IPC (% sur un an, fp)	2,3	2,9	3,0
Taux directeur banque centrale (% , fp)	2,50	3,00	3,50
Peso chilien (USDCLP, fp)	615	602	590

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



Graphique 2



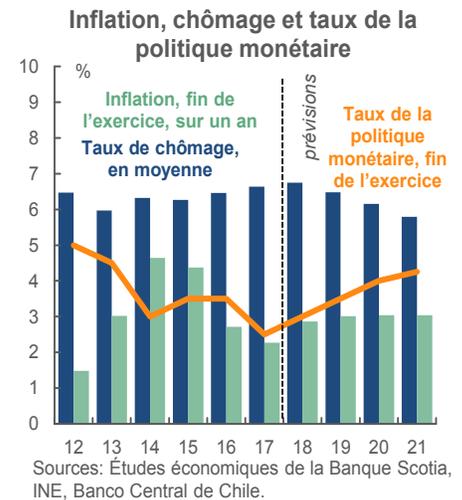
PANORAMA POLITIQUE : UN GOUVERNEMENT PRUDENT, MAIS DÉTERMINÉ

Le climat politique est demeuré stable. Le gouvernement s'en tient à son plan, c'est-à-dire qu'il prend des mesures pour stimuler les investissements (qui se sont faits très rares au cours des dernières années en raison de la détérioration des termes de l'échange, des défis sur le plan institutionnel et du faible niveau de confiance), pour parvenir à un consensus avec l'opposition afin de mener des réformes à long terme et pour ramener les finances publiques à des niveaux plus soutenables. Les résultats sont peu visibles jusqu'à présent, mais bon nombre de ces mesures indiquent que le pays se dirige résolument dans la bonne direction. Par exemple, il a été impossible d'obtenir le soutien politique nécessaire pour adopter une baisse des impôts des sociétés, mais ce projet a été remplacé par une simplification de la réforme fiscale qui devrait être proposée dans très peu de temps. Certaines dissensions pointaient au sein du gouvernement de coalition, mais l'éventualité de répercussions négatives pour les principaux intéressés et la fermeté du président devraient suffire à les apaiser. La principale opposition du centre gauche semble vouloir négocier pour éviter les dégâts politiques découlant de décisions potentiellement paralysantes.

PRINCIPAUX RISQUES : LES TERMES DE L'ÉCHANGE ET LES ACCORDS POLITIQUES S'AVÉRERONT CRUCIAUX

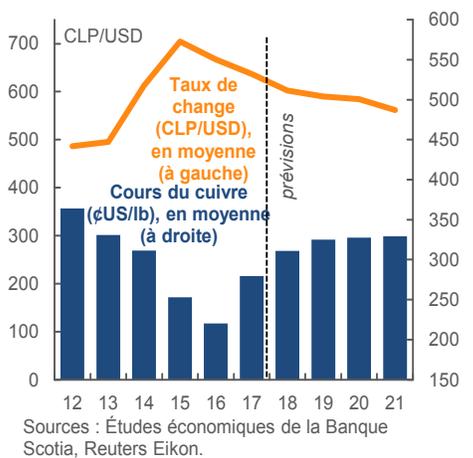
Les principaux risques qui menacent l'économie chilienne demeurent les mêmes. En provenance de l'étranger, c'est incontestablement le risque de détérioration des termes de l'échange qui est le plus important. Une accentuation de l'incertitude commerciale pourrait entraîner une baisse des prix des métaux malgré la solidité des fondamentaux, comme on a pu l'observer au cours des derniers jours. Les autres risques, comme les barrières au commerce international, pourraient avoir de graves répercussions, mais à plus long terme. Comme mentionné, les risques découlant des changements de politiques de la Fed semblent très faibles si ces changements demeurent raisonnables, et ils ne devraient donc pas avoir un impact majeur sur les termes de l'échange au Chili. Au pays, les principaux risques émanent de la capacité du gouvernement à réaliser son plan et à redresser les finances publiques.

Graphique 3



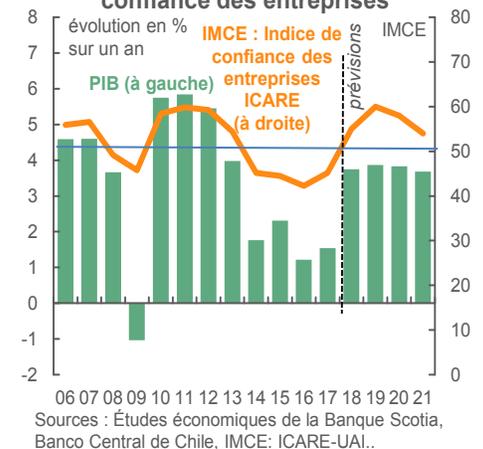
Graphique 4

Taux de change, cours du cuivre



Graphique 5

PIB, demande intérieure et confiance des entreprises



Royaume-Uni

- Cette année, le PIB du Royaume-Uni devrait croître à un rythme conforme à la tendance de 1½ % – un taux peu spectaculaire, mais respectable.
- L'inflation de l'IPC a été largement inférieure aux attentes consensuelles. Nous croyons qu'elle atteindra un plateau au milieu de l'été et qu'elle reprendra peu après sa trajectoire à la baisse, qui persistera jusqu'à la fin de l'année.
- Nous croyons que la Banque d'Angleterre relèvera le taux d'escompte lors de sa réunion du mois d'août en s'appuyant sur des signes indiquant que la faiblesse au premier trimestre n'était que temporaire, ainsi que sur la remontée à court terme inattendue de l'inflation.

CROISSANCE

Selon nous, l'économie du Royaume-Uni enregistrera une croissance conforme à la tendance d'environ 1½ % cette année. Compte tenu de la croissance nulle du revenu réel disponible des ménages au premier semestre et des préoccupations persistantes entourant le Brexit, il s'agirait là d'un exploit. Ce n'est toutefois qu'une bien piètre consolation; de nos jours, une croissance conforme au potentiel est considérée comme raisonnable. Même si la politique monétaire demeure conciliante, personne ne s'attend à ce que la croissance surpasse le potentiel.

Le premier trimestre de 2018 a été marqué par des conditions météorologiques défavorables, maintenant le taux de croissance trimestriel tout juste au-dessus de zéro. Nous prévoyons un retour à la normale au deuxième trimestre et une augmentation de la production d'un peu moins de ½ % par rapport au trimestre précédent. Nous n'avons pas présumé que les pertes encourues au premier trimestre seraient récupérées, mais plutôt que la production reviendrait à une croissance tendancielle. Nous sommes un peu plus optimistes quant au rythme d'expansion du deuxième semestre, surtout en raison de la probable remontée du revenu réel disponible des ménages.

À très court terme, l'attention devrait surtout se porter sur la divulgation des nouvelles estimations mensuelles du PIB de l'Office for National Statistics (bureau national des statistiques). Nous nous attendons à une solide croissance du PIB au deuxième trimestre, mais nous croyons que les données mensuelles des mois de mars, avril et mai seront à peine au-dessus de zéro. Si c'était le cas, cela signifierait que la faiblesse inattendue au premier trimestre n'était pas uniquement imputable aux conditions météorologiques, mais que des forces plus fondamentales étaient à l'œuvre. Cependant, nous sommes d'avis que ces données doivent être interprétées avec précaution et que les statistiques sur le deuxième trimestre publiées un mois plus tard seront beaucoup plus révélatrices.

INFLATION

Au premier semestre, l'inflation a reculé à un niveau conforme à nos prévisions, mais considérablement inférieur à celles des autres analystes. Nous croyons que cette baisse est temporairement interrompue en raison des prix élevés de l'énergie, mais qu'elle reprendra au milieu de l'été pour se poursuivre tout au long de l'année, ce qui entraînera un recul de 2 % (sur un an) de l'inflation de l'IPC. Selon nous, l'inflation poursuivra sur cette lancée en 2019 et atteindra un plancher de 1¼ % (sur un an).

Ce sont les composantes de l'IPC les plus sensibles au taux de change qui ont été les plus malmenées. En effet, la brusque montée de l'inflation en 2017 a été principalement causée par la hausse de l'inflation importée découlant du repli soudain de la livre. Toutefois, depuis que la livre s'est stabilisée (elle a même légèrement progressé), l'effet dynamisant de

RENSEIGNEMENTS

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

44.207.826.5986 (Londres)

Stratégie des titres à revenu fixe

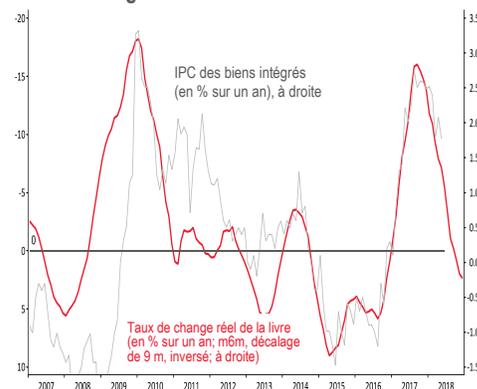
alan.clarke@scotiabank.com

Royaume-Uni	2017	2018p	2019p
PIB réel (évolution annuelle en %)	1,8	1,7	1,9
IPC (% sur un an, fp)	2,9	1,9	1,9
Taux directeur banque centrale (% , fp)	0,50	0,75	1,00
Livre sterling (GBPUSD, fp)	1,35	1,32	1,40

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1

Le taux de change de la livre sterling laisse entrevoir une baisse des composantes les plus sensibles au taux de change



Sources : Macrobond, Scotiabank FICC Strategy.

l'inflation importée s'atténue. En résumé, l'inflation déçoit les attentes jusqu'à présent cette année et il semble fort probable qu'elle poursuive sur cette lancée pendant encore un moment (graphique 1).

Les composantes de l'IPC les plus sensibles aux fluctuations des taux de change (biens intégrés) ne sont pas les seuls dont il faut tenir compte. Les composantes internes (services) sont peu susceptibles d'être touchées par les mouvements de la livre. Certains prévisionnistes affirment, de façon un peu simpliste, que la hausse de l'inflation des salaires observée depuis l'an dernier indique que l'inflation des services augmentera aussi. Nous ne sommes pas de cet avis. Si certaines composantes de l'inflation des services (comme les services d'entretien automobile et résidentiel, qui nécessitent beaucoup de main-d'œuvre) sont bel et bien corrélées avec l'inflation des salaires, il ne s'agit que d'exceptions.

En effet, les composantes de l'inflation des services qui représentent la majeure partie de l'ensemble des services ne sont généralement pas corrélées avec l'inflation des salaires. Nous disposons d'une grande quantité de renseignements sur ces composantes. Par exemple, les loyers (qui représentent près de 20 % de l'IPC global) n'ont à peu près pas augmenté depuis que l'ancien chancelier a annoncé une baisse annuelle de 1 % des loyers des logements sociaux pendant quatre ans. Ce fait bien connu n'est aucunement lié à l'inflation des salaires et devrait selon toute vraisemblance juguler l'inflation des services. Les services des loisirs et les services personnels (parmi lesquels on retrouve les forfaits vacances et les restaurants) devraient aussi nuire à l'inflation.

En résumé, nous croyons que l'inflation des services fera, au mieux, du surplace pendant les 6 à 12 prochains mois et que ce fait, combiné à la baisse continue de l'inflation des biens intégrés, aura pour effet de ramener le taux d'inflation globale de l'IPC sous la cible de 2 % de la Banque d'Angleterre d'ici le début de 2019.

POLITIQUE MONÉTAIRE

La Banque d'Angleterre a reporté son taux d'escompte lors de sa réunion de mai pour se laisser le temps de déterminer si la faiblesse des données au premier trimestre était temporaire. Nous nous attendons à ce que la croissance reprenne un rythme conforme à la tendance au cours du deuxième trimestre, à ce que l'inflation surpasse les prévisions à court terme de la Banque et à ce que les capacités excédentaires continuent de se résorber. C'est pourquoi nous croyons toujours que le Comité de la politique monétaire (le « Comité ») relèvera le taux d'escompte lors de sa réunion du mois d'août.

Selon nous, le Comité n'aura que très peu d'occasions de hausser les taux cette année. D'ici novembre, nous croyons que l'inflation de l'IPC s'établira au taux cible, ou à un niveau légèrement inférieur. Bien que l'inflation courante ne soit pas le seul facteur déterminant, le Comité pourrait difficilement justifier une hausse du taux d'escompte lorsque l'inflation est à la cible ou à un niveau inférieur, et qu'elle suit une tendance à la baisse. De plus, le Comité doit revoir d'ici novembre son analyse sur les répercussions probables du Brexit, ce qui pourrait se traduire par une politique monétaire encore plus prudente. Comme, nous nous attendons à ce que l'inflation de l'IPC s'établisse sous la cible en 2019, il est fort probable que la politique monétaire demeure stable tout au long de la prochaine année.

BREXIT / FINANCES PUBLIQUES / POLITIQUES

Les négociations entre le Royaume-Uni et l'Union européenne au sujet du régime douanier sont dans une impasse, particulièrement en ce qui concerne la frontière de l'Irlande du Nord. Tant que cette question ne sera pas réglée, il sera difficile de passer aux choses concrètes, notamment l'établissement des tarifs et des modalités qui régiront les échanges de services entre les deux économies.

Le tournant devrait survenir au mois d'octobre, bien que des signes indiquent déjà qu'il aura lieu plus tard dans l'année. Le plan actuel prévoit que les membres du Parlement du Royaume-Uni se prononceront sur l'accord qui aura été conclu entre le Royaume-Uni et l'Union européenne. Précisons que ce vote ne porte pas sur le maintien du Royaume-Uni au sein de l'Union européenne, mais qu'il vise plutôt à entériner ou à rejeter l'accord qui sera éventuellement signé par les deux parties. Les membres du Parlement tentent actuellement de déterminer ce qui se passerait si aucun accord n'était conclu. Toutes les options sont encore envisageables, autant la tenue d'un deuxième référendum qu'un Brexit sans accord (« cliff edge Brexit »).

Tant que l'accord de transition est en vigueur, aucun changement concret ne devrait survenir lorsque le Royaume-Uni quittera l'Union en mars 2019. Pour l'instant, l'économie est surtout perturbée par le niveau de confiance, l'incertitude et les négociations entourant le Brexit, alors que les répercussions directes de ce divorce ne se feront pleinement sentir que dans un peu plus de deux ans lorsque l'accord de transition prendra fin. Certains signes indiquent toutefois que la période de transition pourrait être prolongée.

Zone euro

- Le programme d'assouplissement quantitatif de la BCE tire à sa fin, mais nous croyons qu'il est trop tôt pour envisager une hausse de taux et que la BCE n'amorcera pas le cycle de normalisation avant 2020.
- L'inflation globale se situe maintenant à un niveau conforme au mandat de stabilité des prix de la BCE, mais il est peu probable qu'elle grimpe encore. L'inflation de base piétine toujours autour de 1 %, mais devrait progresser à mesure que l'excédent se résorbera.
- Le rythme de croissance supérieur à la tendance, quoique moins solide que prévu, devrait se maintenir tout au long de notre horizon prévisionnel.

POLITIQUE MONÉTAIRE

Le programme d'assouplissement quantitatif prendra bientôt fin. La BCE a annoncé une autre réduction de son programme d'achat d'actifs. Entre septembre et décembre, les achats mensuels d'actifs passeront de 30 à 15 milliards d'euros et cesseront complètement par la suite, si la conjoncture économique ne change pas d'ici là. Ces derniers achats porteront les achats d'actifs totaux à plus de 2 500 milliards d'euros, soit plus de 22 % du PIB de la zone euro.

Comme il fallait s'y attendre, la fin des mesures d'assouplissement est à peine en vue que les spéculations concernant la date de la première hausse de taux vont déjà bon train. Nous croyons qu'il est encore trop tôt pour se livrer à de telles conjectures. Après avoir injecté des sommes record dans l'économie, le Conseil des gouverneurs ne va certainement pas s'empresse de ruiner l'effet de ces mesures d'assouplissement et nous croyons donc que la première hausse de taux n'aura pas lieu avant 2020.

INFLATION

Le contexte économique justifie la décision de la BCE de mettre fin à son programme d'achat d'actifs. Citons en particulier le rebond de l'inflation globale basée sur l'IPCH à 1,9 %, une mesure correspondant au mandat de stabilité des prix de la BCE. Toutefois, l'inflation globale selon l'IPC demeure très faible à 1,1 % et a eu peine à se maintenir au-dessus de la barre du 1 % l'an dernier. Tout porte à croire que la baisse continue du taux de chômage et la croissance supérieure à la tendance entraîneront une hausse de l'inflation de base durant la prochaine année (graphique 1). La progression de l'inflation globale a largement été due à l'inflation des composantes exclues du taux de base, laquelle découlait en partie des effets de base. L'inflation de base n'a été qu'une source secondaire des pressions à la hausse. Si l'inflation globale devait demeurer élevée, et a fortiori si elle devait augmenter, les composantes de base devraient apporter un soutien accru.

CROISSANCE

Les enquêtes statistiques démontrent que le PIB continuera de progresser à un rythme supérieur à la tendance, mais moins rapide qu'il y a six mois. Les enquêtes indiquent selon nous que la croissance annuelle s'établira entre 2 % et 2½ % cette année et l'an prochain, un niveau de loin supérieur à la tendance d'environ 1 %, mais en deçà des 3 % suggérés par les sondages lorsqu'ils étaient à leur sommet. Comparativement aux données recueillies il y a six mois, l'humeur des consommateurs demeure aussi élevée qu'aux autres étapes du cycle, ce qui laisse présager une solide croissance de la consommation des ménages. L'indice composé PMI a quant à lui perdu du terrain (tant du côté de la fabrication

RENSEIGNEMENTS

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

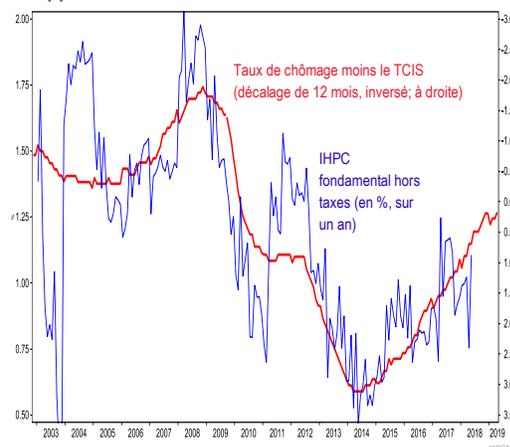
44.207.826.5986 (Londres)
 Stratégie des titres à revenu fixe
alan.clarke@scotiabank.com

Zone euro	2017	2018p	2019p
PIB réel (évolution annuelle en %)	2,6	2,5	2,3
IPC (% sur un an, fp)	1,4	1,5	1,5
Taux directeur banque centrale (% , fp)	0,00	0,00	0,00
Euro (EURUSD, fp)	1,20	1,20	1,35

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1

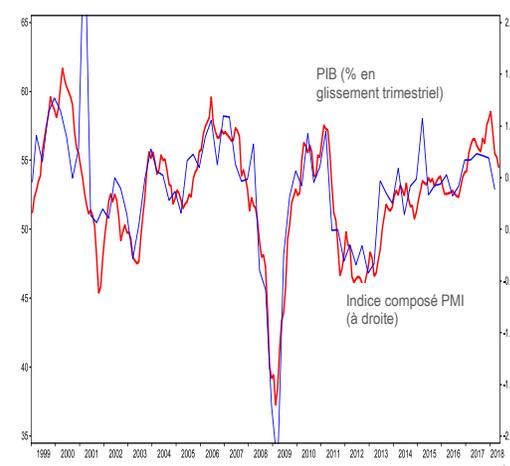
Inflation de base de la zone euro et chômage par rapport au TCIS



Sources : Macrobond, Scotiabank.

Graphique 2

Zone euro – Croissance du PIB et Indice PMI composé



Sources : Macrobond, Scotiabank.

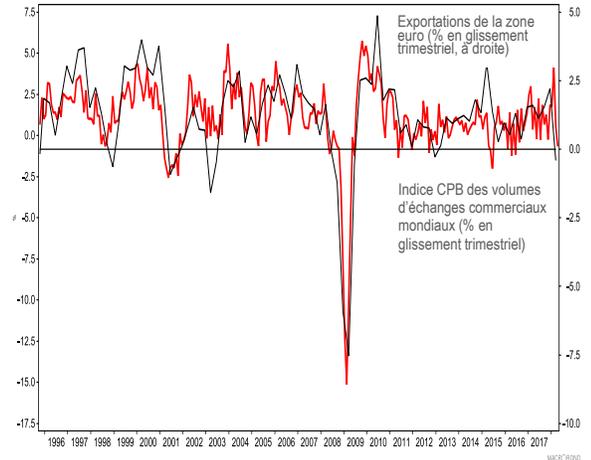
que des services). La chute de l'indice PMI manufacturier laisse entrevoir une baisse des investissements au cours des prochains trimestres.

Enfin, il convient de souligner que l'indice CPB des volumes d'échanges commerciaux mondiaux a considérablement reculé, alors qu'il semblait auparavant pointer vers une croissance élevée des exportations de la zone euro (graphique 3).

Plusieurs facteurs semblent indiquer que la BCE a bien fait son travail : la croissance est solide, l'inflation globale a atteint la cible et l'inflation de base semble vouloir progresser. La politique monétaire devrait demeurer stable longtemps après la fin du programme d'achat d'actifs prévue pour la fin de l'année, et aucune hausse de taux ne semble envisageable avant 2020. Des surprises d'ordre politique pourraient ternir ce scénario idyllique dans la zone euro. Cependant, comme l'a démontré le récent épisode politique italien, la région a tiré des leçons du passé et sait maintenant comment tuer ce type de problème dans l'œuf.

Graphique 3

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



Sources : Macrobond, Scotiabank.

Chine

- Le conflit commercial qui oppose la Chine et les États-Unis plombe les perspectives économiques, mais ne nous incite pas pour l'instant à revoir nos prévisions de croissance à la baisse.
- Les autorités monétaires tentent de trouver un équilibre entre mesures de désendettement et politiques de croissance.
- D'importants changements structurels sont en cours, soutenus par des politiques gouvernementales.

PERSPECTIVES DE CROISSANCE ÉCONOMIQUE

Les perspectives économiques de la Chine demeurent plutôt encourageantes. Même si la croissance du PIB réel va vraisemblablement ralentir pour s'établir à des niveaux plus soutenables, elle demeurera néanmoins solide en regard des normes des marchés émergents. La Chine, qui dépendait largement des investissements et du secteur industriel, poursuivra parallèlement sa transition structurelle vers une économie plus axée sur la consommation et les services. Par conséquent, la croissance des investissements en immobilisations continue de ralentir (graphique 1), conformément à la tendance des dernières années. De plus, l'expansion de la classe moyenne et la hausse des revenus -- au premier trimestre de 2018, les salaires nominaux affichaient une hausse de plus de 9,0 % sur un an (graphique 2) --- soutiendront la croissance des dépenses des ménages. Les solides statistiques du marché de l'emploi --- le taux de chômage s'élève actuellement à 3,86 % (graphique 2) --- et la faible inflation soutiennent les revenus disponibles. Nous nous attendons à ce que la production chinoise augmente de 6,6 % en 2018 (sur un an), et de 6,3% en 2019 (graphique 3).

Les perspectives de croissance de la Chine sont surtout assombries par une éventuelle escalade du conflit commercial avec les États-Unis. En effet, les États-Unis sont le principal marché d'exportation de la Chine et représentent 21 % de ses livraisons à l'étranger. Le commerce demeurera l'une des principales sources de croissance de la Chine, car les exportations de biens et de services comptent pour 20 % de son PIB. Cela dit, le poids des exportations dans l'économie a considérablement diminué au cours des dernières années puisqu'elles représentaient près de 40 % du PIB en 2006. Les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine se sont encore exacerbées lorsque l'administration américaine a annoncé son intention d'imposer des tarifs douaniers sur des importations chinoises d'une valeur d'environ 250 milliards de dollars. S'ils devaient être appliqués, ces tarifs feraient vraisemblablement l'objet de représailles de la Chine, qui seraient elles-mêmes suivies par une riposte américaine. Les tarifs sur les importations et les exportations auront certes une incidence négative sur l'économie chinoise, mais les décideurs du pays pourront probablement la gérer plus facilement que leurs homologues américains. Nous ajusterons nos prévisions pour la Chine à mesure que l'ampleur des tensions commerciales se précisera.

PERSPECTIVES DE L'INFLATION ET DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

L'inflation demeure contenue en Chine. Les prix à la consommation ont augmenté de 1,8 % par rapport à l'an dernier (graphique 4). Nous nous attendons à ce que l'inflation s'accroisse légèrement au deuxième semestre de 2018 -- sous l'effet de la hausse des prix du transport -- et à ce qu'elle s'établisse à 2,1 % à la fin de l'année. La hausse des prix devrait s'accroître en 2019 et porter l'inflation globale à 2½ % (sur un an).

RENSEIGNEMENTS

Tuuli McCully

65.6305.8313 (Singapour)

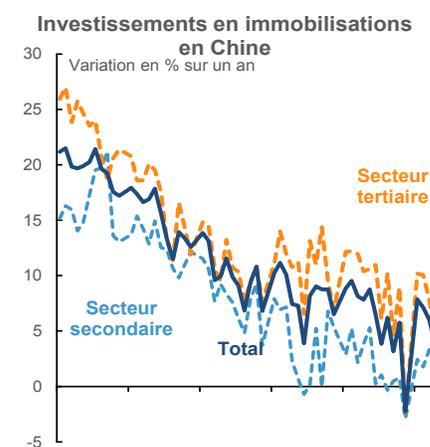
Études économiques de la Banque Scotia

tuuli.mccully@scotiabank.com

Chine	2017	2018p	2019p
PIB réel (évolution annuelle en %)	6,9	6,6	6,3
IPC (% sur un an, fp)	1,8	2,1	2,5
Taux directeur banque centrale (% , fp)	4,35	4,35	4,85
Yuan chinois (USDCNY, fp)	6,51	6,45	6,30

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



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

Graphique 2



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

La conjoncture monétaire demeurera conciliante en Chine au cours des prochains trimestres afin de soutenir la croissance de la production pendant que les autorités du pays poursuivent leurs efforts pour réduire l'endettement et juguler les risques financiers. La poursuite de ces objectifs obligera la Banque populaire de Chine (BPC) à prendre certaines mesures monétaires. Elle devrait notamment continuer de relever les taux d'intérêt sur ses opérations du marché libre. Le taux de refinancement inverse à sept jours (le taux directeur de fait de la BPC) a fait l'objet de plusieurs hausses depuis le début de 2017 (graphique 4), dont la plus récente en mars 2018. La BPC continuera parallèlement d'injecter d'importantes liquidités dans le système financier. Nous croyons que le ratio des réserves obligatoires fera l'objet d'autres baisses au cours des prochains trimestres, après la plus récente survenue à la fin juin.

L'administration chinoise tente toujours de contrer les risques systémiques découlant de la rapide progression de l'endettement des sociétés au cours des dernières années. La croissance du crédit a donc ralenti pour s'établir à des niveaux plus soutenables (graphique 5). Des efforts particuliers ont été déployés pour lutter contre les activités bancaires parallèles tout en veillant à ce que les secteurs présentant des perspectives de croissance favorables continuent à avoir accès au financement. Le financement global – qui comprend les produits de crédit moins transparents – a chuté de 15 % (sur un an) au cours des six derniers mois. Cependant, le processus de désendettement ne se déroule pas sans heurts : après une série de défaillances d'entreprises, la BPC a reporté à la fin de 2020 (au lieu de la mi-2019) la mise en œuvre des règles plus sévères qui s'appliqueront aux sociétés de gestion d'actifs afin de mieux gérer cette transition qui s'annonce mouvementée. Selon nous, la réévaluation des risques se poursuivra en Chine dans un avenir prévisible, pendant que s'élimineront graduellement les garanties implicites et que le système financier se dotera d'un cadre de gestion du risque approprié. Des sursauts de volatilité sont à prévoir durant cette période.

PERSPECTIVES EN MATIÈRE DE POLITIQUES

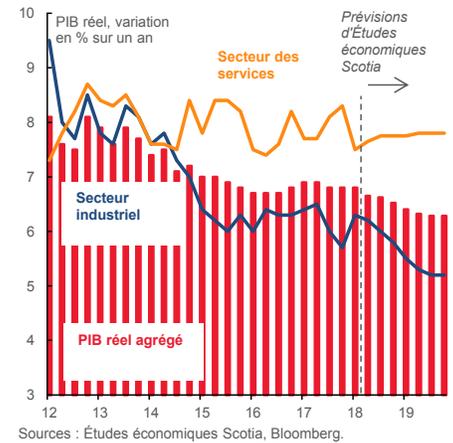
L'économie chinoise fait actuellement face à des changements structurels colossaux, orchestrés par des politiques gouvernementales synchronisées. La stratégie industrielle « Fabriqué en Chine 2025 » a récemment attiré l'attention aux États-Unis, car elle vise à faire de la Chine un leader de la haute technologie, comme l'Allemagne, les États-Unis et le Japon. Bien que controversée aux États-Unis, cette stratégie peut judicieusement favoriser le développement économique de la Chine. Elle tient en effet compte de la rapide hausse des salaires au cours des cinq dernières années et des difficultés croissantes des fabricants de biens à faible valeur ajoutée à tirer leur épingle du jeu à l'échelle mondiale, et elle vise à hisser l'économie plus haut dans la chaîne de valeur de la fabrication pour aider le pays à échapper au piège du revenu intermédiaire.

L'initiative route et ceinture (ou la nouvelle route de la soie) – un mégaprojet d'infrastructures qui permettra à terme de relier les pays eurasiens par chemin de fer et par bateau – est l'une des autres grandes priorités du gouvernement chinois. Ce projet aidera la Chine à régler son problème de surcapacité industrielle en favorisant la coopération sur le plan des capacités avec les pays d'Asie centrale, tout en soutenant la progression dans la chaîne de valeur prévue dans la stratégie « Fabriqué en Chine 2025 ». L'initiative contribuera également à renforcer le pouvoir économique, financier et politique de la Chine dans la région et à l'échelle mondiale.

La libéralisation financière demeure aussi une priorité et est étroitement liée aux deux autres stratégies. Par exemple, l'ouverture graduelle du compte de capital de la Chine soutiendra des flux d'investissements susceptibles de faciliter le transfert des technologies et du savoir-faire et appuiera ainsi la stratégie « Fabriqué en Chine 2025 », alors que l'initiative route et ceinture favorisera l'internalisation du renminbi. Nous nous attendons à ce que d'autres réformes concernant la libéralisation du compte de capital soient dévoilées très bientôt, ce qui renforcera l'intégration de la Chine dans l'économie et les marchés financiers mondiaux.

Graphique 3

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



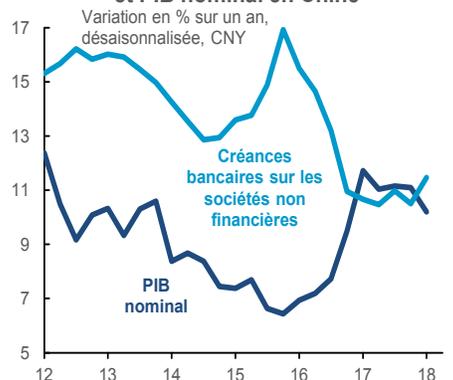
Graphique 4

Inflation et taux de refinancement inverse à 7 jours de la BPC



Graphique 5

Prêts bancaires aux entreprises et PIB nominal en Chine



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

Japon

- **Le taux de croissance de l'économie japonaise se rapproche des niveaux soutenables, alors que celui du PIB réel avoisinera le taux potentiel jusqu'en 2019.**
- **Comme les pressions inflationnistes demeurent obstinément faibles, la politique monétaire devrait demeurer conciliante dans un avenir prévisible.**

PERSPECTIVES DE CROISSANCE ÉCONOMIQUE

Après une période de rapide progression (selon les normes japonaises) (graphique 1), l'élan économique montre des signes d'essoufflement. Pour la première fois depuis le premier trimestre de 2015, le PIB réel a perdu 0,2 % au premier trimestre (par rapport au même trimestre l'an dernier). La production a augmenté de 1,1 % en un an, comparativement à 1,7 % en moyenne en 2017. Nous ne croyons pas que l'économie basculera en récession – c.-à-d. que la production subira un deuxième recul trimestriel – mais la croissance se poursuivra probablement à des taux plus soutenables. La Banque du Japon (BdJ) estime que le potentiel de croissance de l'économie est de 0,9 % et que l'écart de production est positif depuis la fin de 2016.

Nous croyons que la solidité de l'activité à l'échelle mondiale soutiendra l'économie japonaise axée sur les exportations au cours des prochains mois, même si l'incertitude persistante sur le plan commercial justifie une attention soutenue. La progression du marché de l'emploi devrait favoriser les dépenses de consommation, même si elle n'a pas encore entraîné une hausse notable des salaires. La croissance des investissements en immobilisations devrait être soutenue par la bonne santé financière des entreprises et par les politiques monétaires et budgétaires favorables à la croissance. Nous nous attendons à ce que le PIB réel du Japon progresse en moyenne de 1,0 % (sur un an) en 2018-2019, un taux correspondant au potentiel de l'économie.

PERSPECTIVES DE L'INFLATION ET DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Le Japon n'est toujours pas parvenu à atteindre la cible d'inflation de 2 % de la BdJ. L'inflation globale a reculé à 0,7 %, alors qu'elle s'établissait à 1,5 % en février. Le taux de croissance annuelle de l'inflation de l'IPC excluant les aliments frais – la mesure privilégiée par la Banque du Japon (BdJ) – se situe actuellement à 0,7 % (graphique 2), alors que celui de la mesure qui exclut les aliments et l'essence est inférieur à 0,3 %, ce qui souligne l'absence d'une inflation portée par la demande. Nous croyons que l'inflation globale atteindra à peine 1 % d'ici la fin de l'année. La taxe à la consommation passera de 8 % à 10 % en octobre 2019 et amènera l'inflation au-dessus de la barre des 2 % à la fin de 2019, mais comme ce fut le cas en 2014 lorsque cette taxe a été augmentée de 5 % à 8 %, cette progression ne sera que temporaire. C'est l'inflation des salaires qui sera le facteur déterminant d'une éventuelle hausse des prix découlant de la demande, mais comme les salaires réels font du surplace, la probabilité que l'inflation atteigne la cible et s'y maintienne est plutôt faible.

La faiblesse des récentes données sur le PIB et l'inflation n'incitera vraisemblablement pas la BdJ à normaliser sa politique monétaire de sitôt. Le mandat de Haruhiko Kuroda à titre de gouverneur de la BdJ a été renouvelé pour une période cinq ans et nous nous attendons à ce qu'il maintienne sa politique monétaire actuelle, caractérisée par « un assouplissement monétaire quantitatif et qualitatif et un contrôle de la courbe des taux » jusqu'à la fin de 2019. Les autorités monétaires de la BdJ reconnaissent que la cible d'inflation ne sera pas atteinte avant un long moment et que des mesures d'assouplissement monétaire substantielles sont encore de mise.

RENSEIGNEMENTS

Tuuli McCully

65.6305.8313 (Singapour)

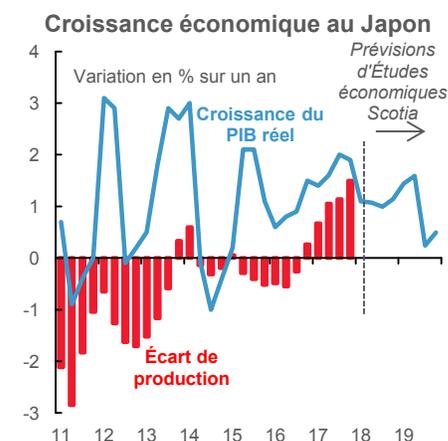
Études économiques de la Banque Scotia

tuuli.mccully@scotiabank.com

Japon	2017	2018p	2019p
PIB réel (évolution annuelle en %)	1,7	1,1	0,9
IPC (% sur un an, fp)	1,0	1,0	2,3
Taux directeur banque centrale (% , fp)	-0,10	-0,10	-0,10
Yen japonais (USDJPY, fp)	113	110	105

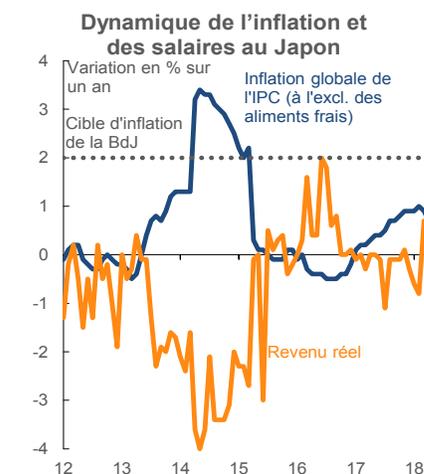
Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



Sources : Études économiques Scotia, Banque du Japon, Bloomberg.

Graphique 2



Sources : Études économiques Scotia, Bloomberg.

Inde

- La robuste croissance de l'Inde témoigne de la solidité de la demande intérieure.
- Un resserrement monétaire est en cours pour contrer la hausse de l'inflation.

PERSPECTIVES DE CROISSANCE ÉCONOMIQUE

Après quelques trimestres décevants, les indicateurs de croissance économique sont au beau fixe en Inde. Le PIB réel a enregistré un solide gain de 7,7 % au premier trimestre (sur un an), et une hausse de 7 % au dernier trimestre de 2017 (graphique 1). Le crédit a pris du mieux, comme en témoigne le regain de vigueur des investissements. Les perspectives des dépenses de consommation sont favorables puisque, d'une part, les précipitations de la mousson du sud-ouest s'annoncent normales et devraient stimuler la production agricole et augmenter les salaires dans les zones rurales et, d'autre part, la progression de l'emploi atteste la solidité des entreprises et la vigueur du secteur industriel. De plus, la politique budgétaire du pays met l'accent sur la croissance, particulièrement celle de l'économie et des infrastructures rurales. Compte tenu des tendances de croissance favorables, les autorités monétaires indiennes estiment que l'écart de production du pays est presque comblé. Compte tenu de l'amélioration des fondamentaux, des réformes mises en œuvre et de la démographie favorable, les perspectives de croissance de l'Inde nous semblent très encourageantes. Nous croyons que le PIB réel y progressera à un rythme annuel de 7½ % au cours des deux prochaines années, après avoir fait un bon de 6,3 % en 2017.

PERSPECTIVES DE L'INFLATION ET DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Le processus de resserrement monétaire s'est amorcé après la réunion de politique monétaire bimestrielle de la Reserve Bank of India (RBI) qui a eu lieu du 4 au 6 juin. Le taux de refinancement directeur et le taux de refinancement inverse ont été relevés de 25 points de base, passant respectivement à 6,25 % et à 6,00 %, une première depuis janvier 2014. Comme l'économie indienne ne fait qu'amorcer sa reprise après la mise en œuvre de réformes draconiennes au cours des 18 derniers mois, la RBI fera certainement preuve de prudence dans le resserrement de sa politique monétaire. Nous croyons que la prochaine hausse de taux aura lieu au quatrième trimestre de 2018 (graphique 2).

La décision de la RBI de relever les taux a été principalement motivée par la trajectoire ascendante de l'inflation en Inde. L'inflation globale est passée de 4,6 % à 4,9 % entre avril et mai et se maintient autour de la médiane de la cible à moyen terme de 4 % ± 2 % de la banque centrale. À court terme, nous croyons que l'inflation globale va poursuivre sa progression avant de ralentir pour se fixer à 4½ % d'ici la fin de l'année. Au cours des derniers mois, les autorités monétaires se sont montrées particulièrement préoccupées par la montée de l'inflation de base. À l'issue de la réunion de politique monétaire en juin, elles ont souligné que la brusque accélération de l'inflation de base indiquait que les pressions inflationnistes sous-jacentes s'intensifiaient. L'inflation de base annuelle a en effet augmenté plus rapidement que l'inflation globale, atteignant 6 % en mai. L'augmentation de l'inflation de base est principalement imputable à la hausse des coûts de logement découlant de l'augmentation de l'allocation de loyer accordée aux employés du gouvernement, ainsi qu'aux dépenses diverses (objets ménagers, santé, transport, éducation, soins personnels, etc.). Nous croyons que le resserrement monétaire graduel entrepris par la RBI contribuera à atténuer les pressions sur les prix exercées par la demande et à maintenir l'inflation à l'intérieur de sa fourchette cible jusqu'à la fin de 2019. De plus, nous croyons que les mesures fermes prises par la RBI renforceront la crédibilité du cadre de sa politique monétaire axée sur le contrôle de l'inflation et, par le fait même, la confiance des investisseurs à l'égard des actifs indiens.

RENSEIGNEMENTS

Tuuli McCully

65.6305.8313 (Singapour)

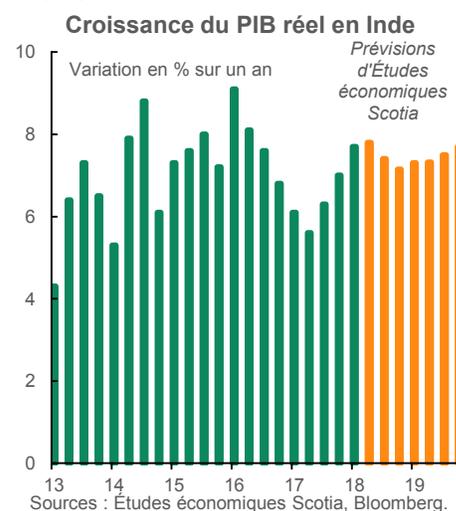
Études économiques de la Banque Scotia

tuuli.mccully@scotiabank.com

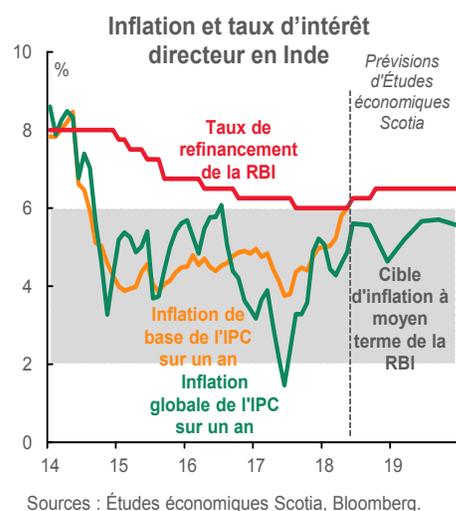
Inde	2017	2018p	2019p
PIB réel (évolution annuelle en %)	6,3	7,5	7,5
IPC (% sur un an, fp)	5,2	4,6	5,6
Taux directeur banque centrale (% , fp)	6,00	6,50	6,50
Roupie indienne (USDINR, fp)	63,9	67,0	65,0

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1



Graphique 2



Corée du Sud

- La solide demande intérieure continue de soutenir l'économie.
- Le prudent processus de normalisation monétaire se poursuivra à mesure que l'inflation grimpera.

PERSPECTIVES DE CROISSANCE ÉCONOMIQUE

L'économie sud-coréenne continue de bien se porter grâce à la solidité de la demande intérieure – dépenses de consommation, investissements en immobilisations et dépenses publiques. L'humeur des consommateurs demeure plutôt positive, mais les indicateurs de confiance des entreprises ont récemment piqué du nez en raison des tensions commerciales à l'échelle mondiale. L'indice des directeurs d'achat du secteur manufacturier s'est contracté (à moins de 50) au cours des derniers mois (graphique 1). Compte tenu de l'importance du secteur externe pour l'économie du pays, nous surveillerons attentivement l'évolution de la situation du commerce mondial au cours des prochains mois et rajusterons nos prévisions en conséquence. Le PIB réel de la Corée du Sud a augmenté de 2,8 % (sur un an) au premier trimestre de 2018, un taux semblable à celui enregistré au dernier trimestre de 2017. Nous nous attendons à ce que la production augmente d'environ 2¼ % en 2018-2019, après avoir inscrit une hausse de 3,1 % en 2017.

La politique budgétaire de la Corée du Sud demeure favorable à la croissance. Le Parlement a en effet adopté un budget supplémentaire de 3,5 milliards de dollars US le 21 mai, que le gouvernement du président Moon Jae-in affectera à des mesures visant à réduire le chômage élevé chez les jeunes (environ 10 %). Malgré ces politiques conciliantes, le gouvernement de la Corée du Sud affiche un bilan sain qui lui laisse une bonne marge de manœuvre pour gérer une éventuelle escalade des tensions commerciales à l'échelle mondiale, qui pourrait nuire aux perspectives de croissance de l'économie. Selon le Fonds monétaire international, l'excédent financier de la Corée du Sud – la capacité de financement globale du gouvernement – correspondra en moyenne à 2 % du PIB en 2018-2019. Au cours des deux prochaines années, la dette publique brute devrait quant à elle avoisiner 38 % du PIB, un taux relativement faible.

PERSPECTIVES DE L'INFLATION ET DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

L'inflation globale de la Corée du Sud, actuellement à 1½ %, devrait s'accélérer graduellement. Nous croyons que l'inflation atteindra la cible de 2 % de la Banque de Corée (BoK) au deuxième semestre de 2018 (graphique 2). Privilégiant la prudence, la BoK a décidé de reporter son taux directeur, qui s'établit à 1,50 % depuis la dernière hausse en novembre 2017. Compte tenu de nos prévisions d'inflation et du fait que l'écart de production de la Corée du Sud est maintenant positif, nous sommes d'avis que la BoK pourrait procéder à un resserrement prudent au troisième trimestre. Nos prévisions sont fondées sur l'hypothèse que les tensions commerciales mondiales ne s'intensifieront pas à très court terme et que la situation géopolitique continuera de se stabiliser dans la péninsule coréenne. La BoK a en effet indiqué qu'elle surveillerait de près les développements du côté de la géopolitique et du commerce pour établir sa politique monétaire. Depuis le sommet historique entre le président américain Donald Trump et le chef suprême de la Corée du Nord Kim Jong-un – qui a eu lieu le 12 juin à Singapour – nous sommes prudemment optimistes quant à l'amélioration du climat géopolitique puisque la possibilité d'une éventuelle dénucléarisation de la péninsule coréenne a été évoquée à l'issue de la rencontre.

RENSEIGNEMENTS

Tuuli McCully

65.6305.8313 (Singapour)

Études économiques de la Banque Scotia

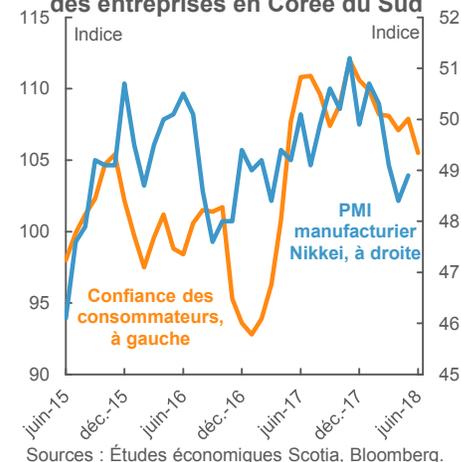
tuuli.mccully@scotiabank.com

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	1 080	1 060

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1

Confiance des consommateurs et des entreprises en Corée du Sud



Graphique 2

Inflation et taux d'intérêt directeur en Corée du Sud



Australie

- Le PIB réel de l'Australie se maintient à un niveau conforme au potentiel grâce à la solide demande intérieure, alors que les perspectives des prix des produits de base sont à la baisse.
- Les perspectives budgétaires s'améliorent en raison de l'augmentation des revenus.
- Les conditions monétaires continueront de soutenir la croissance malgré un resserrement graduel.

PERSPECTIVES DE CROISSANCE ÉCONOMIQUE

L'économie australienne se porte plutôt bien grâce à la vigueur de la demande intérieure. Les projets d'infrastructures publics contribuent à la hausse des investissements en immobilisations, et le niveau de confiance des entreprises, qui demeure solide, a entraîné une solide augmentation des investissements des entreprises non minières. Ces bonnes nouvelles compensent l'affaiblissement de la croissance de l'investissement résidentiel, qui témoigne du ralentissement du marché du logement (graphique 1). Deux tendances se dégagent du côté de la consommation : la forte progression des emplois renforce la confiance des consommateurs, mais la faible progression des salaires et le niveau élevé de l'endettement des ménages limiteront la croissance des dépenses. Le marché de l'emploi continue de se resserrer graduellement. Après avoir enregistré une très forte hausse en 2017, il a commencé l'année 2018 sur une note plus faible, mais le nombre d'emplois à temps plein créés en moyenne chaque mois entre juin 2017 et mai 2018 s'est tout de même élevé à 15 000 (graphique 2). Les offres d'emploi et les enquêtes portant sur les intentions d'embauche des entreprises indiquent que d'autres gains supérieurs à la moyenne devraient être réalisés au cours des prochains mois, ce qui devrait favoriser une hausse des salaires qui stimulera l'économie.

Les perspectives du secteur externe de l'économie sont influencées par les développements du côté de la Chine et des marchés des produits de base. En dépit d'une hausse des volumes d'exportations, leur valeur nette n'aura vraisemblablement aucune incidence notable sur la croissance du PIB réel de l'Australie au cours des prochains trimestres, car nous nous attendons à une baisse des prix du minerai de fer et du charbon et à un ralentissement de la croissance de la demande pour les produits de base en Chine. Le minerai de fer et le charbon représentent un tiers des exportations totales de l'Australie, alors que la Chine achète un tiers des exportations totales de l'Australie et plus de la moitié des livraisons combinées de ces deux produits de base clés.

L'économie australienne a commencé l'année 2018 en lion, le PIB réel affichant une croissance sur un an de 3,1 % au premier trimestre, après avoir enregistré un gain de 2,4 % au dernier trimestre de 2017 (graphique 3). Nous croyons que l'économie progressera à un rythme conforme au potentiel du pays en 2018-2019, soit 2% %.

PERSPECTIVES BUDGÉTAIRES

Le 8 mai 2018, le ministre des Finances de l'Australie Scott Morrison a dévoilé le budget fédéral pour l'exercice 2018-2019 (juillet-juin). On s'attend à ce que le déficit budgétaire du pays (c.-à-d. l'encaisse sous-jacente) diminue par rapport à l'exercice 2017-2018, passant d'environ 18,2 milliards de dollars australiens (1,0 % du PIB) à 14,5 milliards de dollars australiens (0,8 % du PIB). Le gouvernement est toujours déterminé à ramener l'équilibre budgétaire en 2019-2020 (c.-à-d. une encaisse sous-jacente à +0,1 % du PIB) et à générer un excédent en 2020-2021 (0,5 % du PIB). Une des principales mesures contenues dans le

RENSEIGNEMENTS

Tuuli McCully

65.6305.8313 (Singapour)

Études économiques de la Banque Scotia

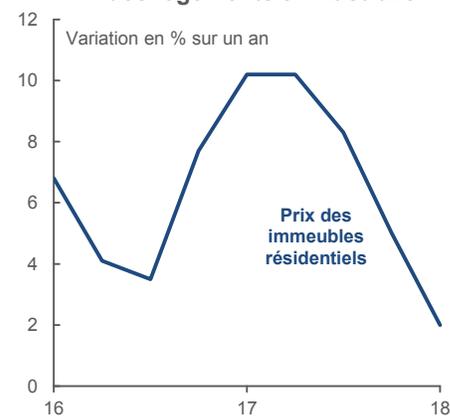
tuuli.mccully@scotiabank.com

Australie	2017	2018p	2019p
PIB réel (évolution annuelle en %)	2,2	2,8	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	0,73	0,77

Sources : Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 1

Prix des logements en Australie



Sources : Études économiques Scotia, Bureau de la statistique de l'Australie.

Graphique 2

Évolution du marché de l'emploi en Australie



Sources : Études économiques Scotia, Bureau de la statistique de l'Australie.

budget est un projet de sept ans visant à réduire la charge fiscale des particuliers à revenu faible et moyen. Ces réductions d'impôt sont en partie rendues possibles par la hausse des recettes fiscales découlant de la rapide progression de l'emploi et de l'amélioration des résultats des entreprises. Bien que le plan budgétaire de l'Australie nous semble judicieux, il convient de noter que les prévisions économiques sur lequel il est fondé sont peut-être trop optimistes. Le budget prévoit une croissance du PIB réel de 3 % jusqu'en 2021-2022 et le ministre des Finances s'attend à ce que les salaires bondissent de 3¼ % d'ici 2019-2020.

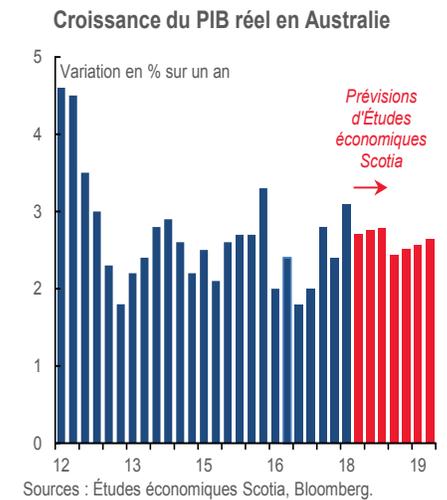
L'amélioration des perspectives budgétaires de l'Australie a été bien accueillie par les agences de notation internationales Standard & Poor's et Moody's. La première a souligné que les pressions sur la note « AAA » de l'Australie s'étaient atténuées, mais a maintenu sa perspective « négative » en raison des incertitudes liées aux tensions commerciales à l'échelle mondiale et aux vulnérabilités des marchés émergents. Moody's a maintenu le triple A et la perspective « stable » de l'Australie.

PERSPECTIVES DE L'INFLATION ET DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

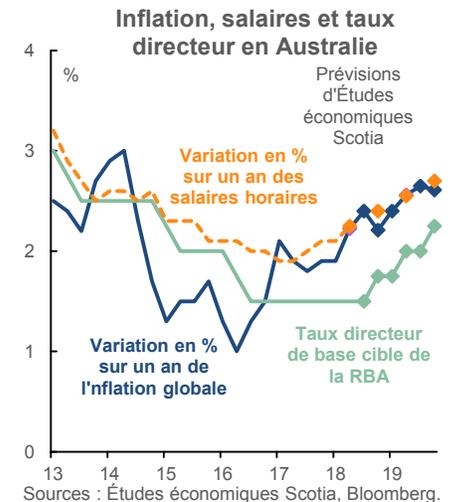
La politique monétaire de la Reserve Bank of Australia (RBA) demeurera conciliante au cours des prochains trimestres. Le taux directeur de base cible est toujours le même depuis août 2016 (1,50 %). Les décideurs de la RBA s'attendent à ce que l'inflation globale et l'inflation sous-jacente augmentent graduellement au cours de 2018, pour clore l'année sur une hausse d'un peu plus 2 % sur 12 mois. L'inflation globale est demeurée inchangée à 1,9 % au premier trimestre de 2018 (graphique 4) et nous prévoyons qu'elle se maintiendra sous la médiane de la fourchette cible de la RBA (2 % à 3 %) jusqu'à la fin de l'année. Les prix devraient se raffermir davantage en 2019, et dégager des gains annuels de 2½ % d'ici la fin de l'année. L'inflation des salaires, qui s'établissait à 2,1 % au premier trimestre, devrait s'accélérer graduellement au cours des prochains trimestres. Selon la RBA, les entreprises australiennes ont indiqué que la pénurie de main-d'œuvre entrave la production, mais cette contrainte n'a toutefois pas encore donné lieu à une hausse des salaires.

Compte tenu de l'amélioration graduelle prévue des salaires, qui stimulera l'inflation portée par la demande, nous croyons toujours que la RBA emboîtera le pas aux autres banques centrales et commencera une prudente normalisation au dernier trimestre de 2018. En effet les décideurs de la RBA ont récemment laissé entendre que la prochaine intervention sur les taux à un jour sera plus probablement une hausse qu'une baisse. En dépit du modeste resserrement qui s'opérera jusqu'en 2019, les conditions monétaires demeureront favorables à la croissance en Australie.

Graphique 3



Graphique 4



Produits de base

AUGMENTATION DE LA PRODUCTION DE L'OPEP+ ET PERFORMANCES CONTRASTÉES AU SEIN DU COMPLEXE DES MÉTAUX

- Les produits de base sont toujours soutenus par la forte croissance économique et par le resserrement continu des capacités de production en amont et des chaînes d'approvisionnement.
- Les fondamentaux de l'offre de la plupart des produits de base demeurent positifs, mais l'escalade rapide des tensions commerciales mondiales, amplifiées par les États-Unis, constitue la principale ombre au tableau. La politique commerciale de la Maison-Blanche constitue une menace évidente et réelle pour l'économie mondiale et les prix des produits de base industriels, et les métaux semblent plus à risque que les produits énergétiques.
- L'OPEP+ a annoncé qu'elle augmenterait graduellement sa production effective de 600 à 1 000 kbpj dans le dernier semestre de 2018 afin de réduire le déficit qui a poussé le cours du brut au-dessus de la barre des 80 \$/baril au début juin.
- Nous avons relevé nos prévisions sur les prix du pétrole pour 2018-2019 pour tenir compte de la décision de l'OPEP+ de hausser sa production, et du fait que cette décision a été prise plus tôt que prévu en raison du resserrement des conditions. Le prix moyen du Brent devrait s'établir à 74 \$/baril en 2018 et à 77 \$/baril en 2019, alors que celui du WTI devrait être inférieur en raison des faibles capacités de transport par pipeline entre Cushing (Oklahoma) et les installations d'exportation de la côte du golfe du Mexique aux États-Unis.
- Les perspectives des métaux sont toujours contrastées : celles des métaux de base sont à la hausse en raison du resserrement continu de l'offre minière, alors que celles des marchandises en vrac sont à la baisse et que les prix de l'or demeurent cantonnés dans leur fourchette.

ÉNERGIE : L'OPEP+ ANNONCE QU'ELLE AUGMENTERA SA PRODUCTION POUR ATTÉNUER LES TENSIONS SUR LE MARCHÉ

Le prix du Brent a franchi la barre des 80 \$/baril au début juin, peu avant que l'Arabie saoudite et la Russie annoncent leur intention de hausser la production à l'issue des réunions de l'OPEP+ qui ont eu lieu les 22 et 23 juin. Malgré les messages contradictoires entendus avant les rencontres entre les principaux producteurs de pétrole, **l'OPEP+ a annoncé que le groupe augmenterait la production effective de 600 à 1 000 kbpj dans le dernier semestre de 2018.** Compte tenu de l'apport supplémentaire de l'OPEP+ et de la rapide progression de la consommation à l'origine de cette décision, nous croyons toujours que les marchés du pétrole afficheront un léger déficit jusqu'à la fin de 2019 et que les prix demeureront élevés pour les deux prochaines années. **Par conséquent, nous estimons maintenant que le prix moyen du Brent s'établira à 74 \$/baril en 2018 et à 77 \$/baril en 2019 (graphique 1) et que celui du WTI sera plus faible (68 \$/baril en 2018 et 71 \$/baril en 2019) en raison des engorgements chroniques du réseau de transport vers les installations d'exportation de la côte du golfe du Mexique aux États-Unis.**

L'OPEP+ augmente sa production pour pallier les manquements involontaires

Après les rencontres des 22 et 23 juin, l'OPEP+ a annoncé qu'elle augmentait légèrement sa production de 1 Mbpj (graphique 2) pour tenter d'atténuer le déficit de l'offre qui a fait passer le cours du brut au-dessus des 80 \$/baril au début juin, une première depuis 2014. Le marché voit d'un bon œil cet apport additionnel que fourniront

RENSEIGNEMENTS

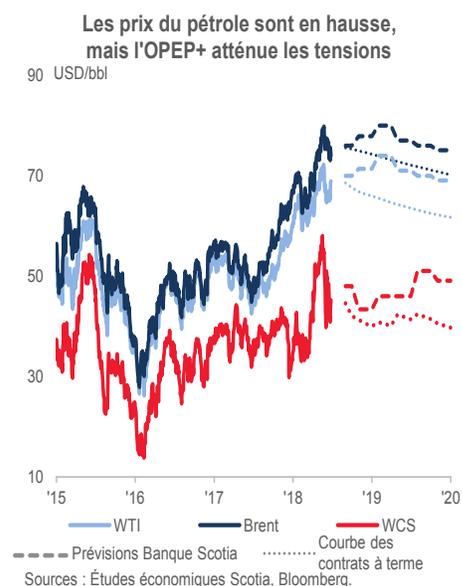
Rory Johnston

416.862.3908

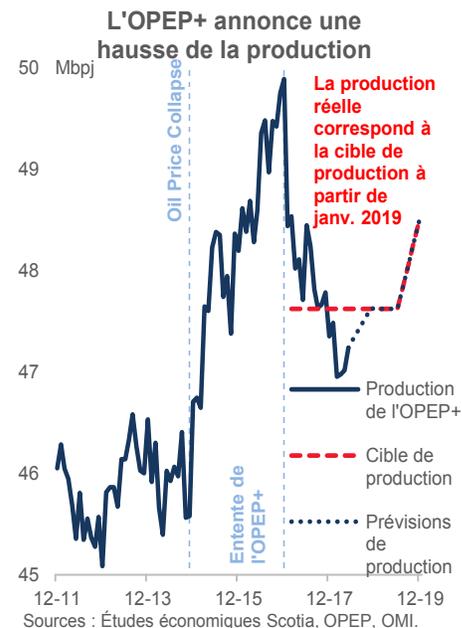
Études économiques de la Banque Scotia

rory.johnston@scotiabank.com

Graphique 1



Graphique 2



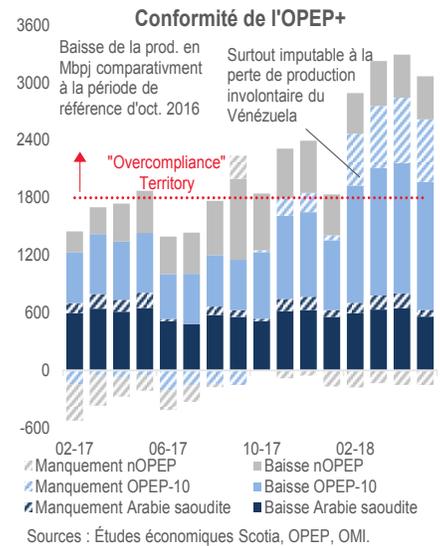
notamment l'Arabie saoudite et la Russie d'ici la fin de l'année, mais il faut souligner qu'il a été rendu nécessaire par la faible production des autres pays de l'alliance, dont le taux de conformité est de plus de 150 % (graphique 3). La production du Vénézuéla – en baisse de plus de 500 kbpj par rapport à l'an dernier – s'effondre, celle de l'Angola et du Mexique se dirige vers des niveaux inférieurs à ceux prévus dans l'accord de réduction, et les sanctions américaines contre l'Iran pourraient retrancher 400 kbpj des volumes d'exportation du régime d'ici la fin de 2018. Si le taux de conformité de l'OPEP+ revient à 100 %, la production retrouvera une tendance conforme à nos prévisions de mars pour le deuxième semestre de 2018, c'est-à-dire en baisse de 1,8 Mbpj comparativement aux niveaux d'octobre 2016 plutôt que le recul moyen de 2,7 Mbpj observé depuis le début de l'année. De plus, nous croyons toujours que l'OPEP+ devra encore augmenter sa production l'an prochain pour répondre à la demande du marché et qu'elle relèvera le plafond de production global de 900 kbpj durant le deuxième semestre de 2019.

Il convient de souligner que cette décision ne vise pas à hausser la cible de production du groupe, mais plutôt à compenser la perte de production involontaire de certains pays, dont le Vénézuéla (graphique 4). Cette « hausse » est effectuée pour ramener la production de l'OPEP+ à un niveau conforme à l'entente de réduction de 1,8 Mbpj conclue à la fin de 2016 et entrée en vigueur en janvier 2017. Le communiqué officiel du groupe s'articulait autour du concept de « niveau de conformité global », dont le sens concret a fait l'objet de dissensions au sein du groupe. Certains membres, notamment l'Iran, considèrent que l'entente établit des quotas individuels et qu'une hausse de 1 Mbpj de « barils-papier » distribuée également entre les pays membres équivaut à une augmentation « réelle » de 500 kbpj puisque certains pays ne sont pas en mesure de relever leur production pour des raisons techniques ou politiques. D'autres pays, comme l'Arabie saoudite et la Russie – qui disposent d'importantes capacités excédentaires – considèrent que l'entente fixe un plafond de production collectif et que ceux qui peuvent hausser leur production rempliront les quotas des pays incapables de les respecter eux-mêmes.

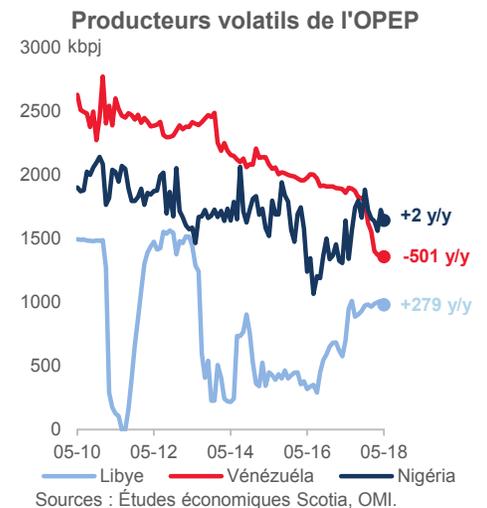
Comme ce sont les producteurs disposant d'une capacité de réserve qui détermineront ultimement l'efficacité de cette hausse de production, c'est vraisemblablement la deuxième interprétation qui prévaudra et la hausse avoisinera donc probablement le 1 Mbpj plutôt que les 500 kbpj estimés par l'Iran. Cette interprétation du plafond collectif met aussi théoriquement le marché à l'abri des baisses de production additionnelles prévues au Vénézuéla et des pertes potentielles découlant des sanctions américaines à l'endroit de l'Iran, puisque certains producteurs, comme l'Arabie saoudite, considéreront qu'ils ont tout à fait le droit de combler l'écart de production. Nous croyons toutefois que pour que les pays disposant de capacités de réserve puissent fournir la totalité de la hausse de 1 Mbpj, il faudrait que les exportations iraniennes soient interrompues, alors que l'on prévoit actuellement une baisse de 400 kbpj d'ici la fin de l'année et que ce chiffre pourrait être moins élevé en raison de la montée des tensions commerciales entre Washington et Beijing.

Après le rétablissement des sanctions américaines contre l'Iran (prises en raison du programme nucléaire du régime), le marché a tenté de déterminer quelle serait l'ampleur de la baisse de production découlant de l'accès restreint au marché, particulièrement pour les consommateurs européens. Nous estimons alors que l'offre iranienne pourrait diminuer d'environ 400 kbpj en raison des sanctions américaines, mais que la Chine et l'Inde n'augmenteraient pas de manière importante leurs importations en provenance de l'Iran malgré la probable volonté des fournisseurs à leur offrir des rabais alléchants. L'intensification des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine complique toutefois les choses puisque la dernière riposte de la Chine comprenait une taxe de 25 % sur les produits énergétiques des États-Unis. Comme les exportations de pétrole brut des États-Unis vers la Chine s'élevaient actuellement à 350 kbpj, la Chine pourrait être tentée de se tourner vers l'Iran et ainsi faire un pied de nez aux États-Unis, ce qui ne serait probablement pas pour lui déplaire compte tenu des relations diplomatiques acrimonieuses entre les deux superpuissances. Cette situation devrait accentuer les rabais actuellement consentis sur le WTI, et les barils devront vraisemblablement être redirigés vers les pays où les coûts de transport sont plus élevés, ce qui aura pour effet de réduire les revenus nets.

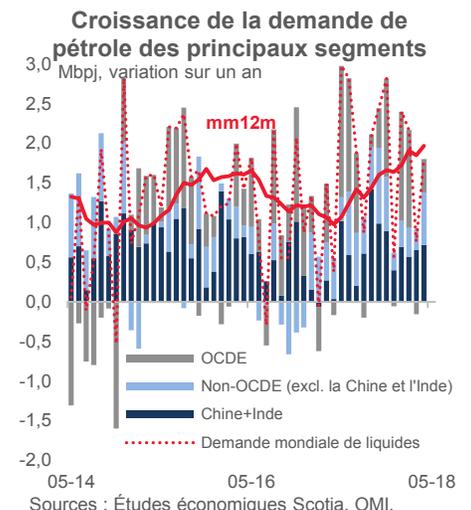
Graphique 3



Graphique 4



Graphique 5



La demande élevée a dynamisé les prix du pétrole

La plupart des analystes du secteur pétrolier se concentrent sur l'offre, mais c'est la demande qui a volé la vedette et soutenu les prix du pétrole au cours de la dernière année. La croissance de la production de pétrole est demeurée plutôt robuste grâce aux gains constants du côté des champs de schiste américains, mais la demande a littéralement bondi et s'établit à environ 2 Mbpj (moyenne mobile sur 12 mois, graphique 5), soit un rythme de croissance près de deux fois plus élevé que la norme selon le marché. Cette croissance est généralisée, mais plus prononcée en Chine, en Inde et dans les pays asiatiques hors OCDE même si des mesures ont récemment été mises en œuvre pour réduire les subventions aux prix dans la région. La possibilité que la hausse des prix du pétrole ou la montée des tensions commerciales plombe l'activité économique mondiale laisse envisager une baisse de la croissance de la demande. Cependant, nous croyons toujours que la consommation continuera de s'accroître de manière importante et qu'elle atteindra environ 1,6-1,7 Mbpj lorsque l'économie mondiale se stabilisera et que les risques liés aux politiques se seront atténués.

À la recherche d'un équilibre sur le marché du pétrole

Alors que les prix du pétrole rebondissent et que l'OPEP+ augmente sa production pour atténuer le resserrement de l'offre ponctuelle, les contrats à terme et le groupe de producteurs réagissent aux perceptions voulant que le marché du pétrole se soit « rééquilibré », ou qu'il retrouvera du moins bientôt son « équilibre ». Bien qu'il n'existe aucune donnée officielle pour confirmer l'équilibre du marché, la plupart des intervenants, y compris les principaux membres de l'OPEP+, considèrent les tendances des stocks de pétrole commercial de l'OCDE comme un bon indicateur de son état de santé. Comme ces données sont transparentes et qu'elles reflètent de manière assez précise les fluctuations du brut des parcs de stockage des pays non membres de l'OCDE, elles offrent une image fiable, quoiqu'incomplète, du marché.

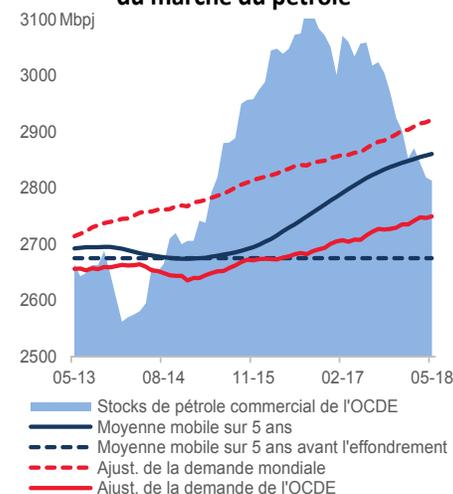
Pour mesurer l'équilibre du marché du pétrole, il faut tenir compte des excédents et des déficits cumulatifs, et non des seuls excédents et déficits de l'offre sur le marché au comptant. Pour calculer les flux cumulatifs, de nombreux analystes évaluent l'écart entre les stocks de pétrole commercial actuels de l'OCDE et leur niveau moyen sur cinq ans. C'est cette donnée que l'OPEP+ affirme utiliser pour motiver ses décisions. Cependant, comme le graphique 6 l'indique, la moyenne sur cinq ans est une cible mouvante qui est plus facile à atteindre depuis la sursaturation prolongée qui a suivi l'effondrement des prix en 2014. Il est également intéressant d'analyser le niveau des stocks par rapport à ceux de la période précédant la chute des prix (2010-2014), ainsi que la durée pendant laquelle ces stocks peuvent couvrir la demande de l'OCDE et la demande mondiale. Tous ces indicateurs offrent un point de vue sur l'état actuel du marché du pétrole, et bien que l'image qu'ils en peignent est moins idyllique que celle proposée par la simple moyenne mobile sur cinq ans, ils laissent tous présager d'un marché en resserrement ou en voie de l'être, ce qui appuie la tendance haussière actuelle du marché.

MÉTAUX : LES MÉTAUX DE BASE DOMINENT GRÂCE À LA VIGUEUR SOUTENUE DE LA DEMANDE ET AU RESSERREMENT DE L'OFFRE MINIÈRE

Les marchés des métaux ont tous subi les effets de la dégradation des relations commerciales et de l'augmentation des barrières tarifaires, mais les fondamentaux devraient orienter les trois principaux marchés des métaux – métaux de base, marchandises en vrac et métaux précieux – dans des directions très différentes. Les métaux de base devraient surperformer grâce à la forte demande et au resserrement de l'offre minière. Les prix des marchandises en vrac devraient quant à eux diminuer en raison de la baisse ou de l'inertie de la demande et de la relative saturation de l'offre maritime à faible coût. Entre ces deux extrêmes, le prix de l'or devrait demeurer contenu dans une fourchette étroite, mais l'argent, qui a déçu les attentes, devrait progresser sous l'effet de la vigueur de la demande industrielle.

Graphique 6

Mesure de « l'équilibre » du marché du pétrole



Remarques : « avant l'effondrement » désigne la période 2010-2014; Durant cette période la couverture de la demande de l'OCDE et de la demande mondiale s'établissaient en moyenne respectivement à 29,5 et à 57,8 jours; les ajustements utilisent une moyenne mobile sur 12 mois pour la même couverture.
Sources : Études économiques Scotia, AIE, OMI.

Graphique 7

Regain d'optimisme sur le marché du nickel



Sources : Études économiques Scotia, LME.

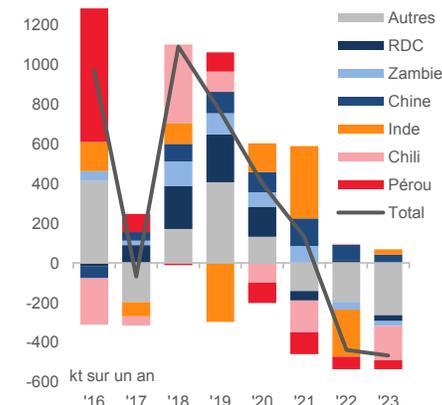
Performance supérieure des métaux de base grâce à la forte demande et au resserrement de l'offre minière

Les métaux de base profitent de la bonne santé de l'économie mondiale, du resserrement de l'offre minière et de nombreux autres facteurs propres au secteur des métaux – négociations syndicales, soutien de la montée en popularité des véhicules électriques, etc. Après des années de difficultés, le nickel s'inscrit parfaitement dans cette tendance positive puisque le déficit de l'offre se creuse rapidement et que les surplus de stocks, qui minaient les prix, ont déjà diminué de plus de 20 %. Comme les perspectives du cuivre continuent également de s'améliorer, nous avons revu nos prévisions à la hausse.

Après avoir affiché pendant une dizaine d'années une offre excédentaire et des prix en baisse, le nickel est l'un des produits de base les plus performants cette année. Sur la Bourse LME, les cours du nickel ont monté de 75 % depuis juin 2017 et se sont hissés à plus de 7 \$ la livre, dans un contexte où le déficit de l'offre augmente et les stocks cotés en bourse diminuent rapidement (graphique 7). Bien que les stocks restent élevés par rapport aux métaux de base comparables, le tonnage coté en bourse a baissé d'un cinquième au cours de la dernière année. En plus de ses solides fondamentaux, le nickel a été nettement soutenu par la forte demande de batteries pour véhicules électriques. Toutefois, le marché du nickel est toujours tributaire de la demande d'acier inoxydable, et des déficits émergent en raison des facteurs habituels, comme le déficit de l'offre qui suit une période de faibles prix et une forte demande correspondant à la croissance économique. **Les perspectives du nickel nous semblent toujours prometteuses, mais nous croyons que les prix vont probablement se stabiliser autour de 7 \$/lb pour les 18 prochains mois, et qu'ils vont s'établir en moyenne à 6,50 \$/lb en 2018 et à 7,00 \$/lb en 2019.** Les prix risquent toutefois de baisser à court terme en raison de la hausse rapide enregistrée récemment par le nickel et de la montée des tensions commerciales – de nombreux produits menacés par les ripostes tarifaires des États-Unis et de la Chine contiennent du nickel, principalement sous forme d'acier inoxydable.

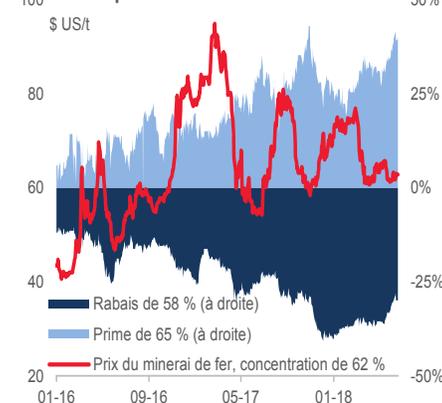
Le prix du cuivre devrait s'établir en moyenne à 3,10 \$/lb en 2018, avant de grimper à 3,25 \$/lb en 2019 sous l'effet de la hausse graduelle du déficit de l'offre (graphique 8). Des facteurs contribuent cependant déjà à les maintenir au-dessus de ces niveaux, notamment les craintes entourant une autre grève à la mine chilienne d'Escondida, la principale mine de cuivre de la planète qui à elle seule devrait fournir 5 % de l'offre totale de minerai de cuivre en 2018. L'an dernier, une rupture des négociations a donné lieu à un arrêt de travail de 44 jours – le plus long de l'histoire moderne du Chili – avant que le syndicat invoque une clause légale pour prolonger la convention existante jusqu'en juillet 2018. Même si cet événement n'a pas semblé stimuler outre mesure le marché du cuivre plutôt nerveux à l'époque, les stocks physiques sont beaucoup plus restreints aujourd'hui et ce type de perturbation aurait vraisemblablement un effet plus marqué sur les marchés au comptant – le marché du cuivre s'est brièvement retrouvé en situation de déport

Graphique 8

Perspectives du cuivre : la RDC, la Zambie et la Chine produiront 74 % de l'offre des cinq prochaines années


Sources : Études économiques Scotia, Wood Mackenzie.

Graphique 9

Les marges élevées des aciéries creuse l'écart qualitatif du minerai de fer


Sources : Études économiques Scotia, Bloomberg.

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	68	71
Pétrole Brent (\$ US/baril)	18	66	146	45	55	74	77
WCS - WTI Discount* (USD/bbl)	-43	-17	-6	-14	-13	-23	-23
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	1,64	4,94	15,38	2,55	3,02	2,93	2,90
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	1,45	1,45
Nickel (\$ US/lb)	2,00	7,26	24,58	4,36	4,72	6,50	7,00
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	190	160
Or, à Londres en après-midi (\$ US/once)	256	869	1895	1 251	1 257	1 311	1 300
Argent, à Londres en après-midi (\$ US/once)	4,07	14,67	48,70	17,14	17,05	18,00	19,00

* 2008-16 moyenne.

Sources : Études économiques de la Banque Scotia, Bloomberg.

après une longue période de report amorcée en 2016, ce qui indique à quel point les marchés au comptant sont maintenant serrés. En dépit des récentes inquiétudes, nous croyons que le conflit sera évité et que le syndicat et la direction de la mine d'Escondida parviendront à une entente au cours de l'été.

Compte tenu de la rareté persistante de l'offre et des niveaux de plus en plus faibles des stocks cotés en bourse, les perspectives du zinc nous semblent toujours bonnes, mais la demande devrait faiblir en raison de l'effet de substitution imputable aux prix et de la baisse des activités de construction en Chine. Le zinc est plus sensible à la demande du secteur de la construction que les autres métaux comme le cuivre et le nickel, car il est lié au secteur de l'acier et c'est le seul métal de base qui ne semble pas profiter d'une hausse de la demande des manufacturiers chinois pour les marchés d'exportation. **Nous ne croyons donc plus que le zinc atteindra un sommet et avons revu nos prévisions à la baisse, estimant son prix moyen à 1,45/lb en 2018 et à 1,45/lb en 2019.**

Marchandises en vrac : l'inertie de la demande d'acier ramène la qualité à l'avant-plan

Les perspectives des marchandises en vrac demeurent moins reluisantes que celles des autres composantes du complexe des métaux. La demande d'acier fait du surplace et l'efficace offre maritime demeure abondante. Les prix du minerai de fer doivent chuter pour éliminer du marché les stocks de faible qualité à coûts élevés (surtout en Chine) et y laisser entrer ceux de l'Australie et du Brésil, qui dominent au chapitre de l'offre maritime avec un produit de grande qualité à faibles coûts. La demande de charbon à coke est soumise aux mêmes difficultés, mais les prix ont été soutenus par une série d'événements qui ont perturbé la production en Australie, notamment le cyclone Debbie l'an dernier et la compression actuelle de la capacité ferroviaire dans le Queensland.

Le prix moyen du minerai de fer devrait s'établir autour de 60 \$/t pour les cinq prochaines années, un niveau de loin inférieur à ceux du marché effervescent des métaux de base. Cependant, même si les perspectives des prix du minerai de fer semblent peu intéressantes, l'importance grandissante de la qualité du minerai met en évidence une tendance fondamentale au sein du grand complexe des métaux. Beijing a adopté une politique visant l'élimination de plus d'un quart de milliard de tonnes de capacités de fusion inefficaces ou illégales et le gouvernement chinois a lancé le projet « Blue Sky » qui force les entreprises industrielles – y compris les fonderies d'acier – à ralentir leurs activités pendant les mois d'hiver pour réduire le smog persistant dans les grandes villes côtières. En un peu plus d'un an, la Chine a réduit d'un quart de milliard de tonnes les capacités de fusion annuelles et a forcé un nombre des fonderies restantes à diminuer leur taux de production, ce qui a considérablement réduit les capacités de fusion d'acier à l'échelle mondiale et dynamisé les marges. La hausse des bénéfices a fait grimper les taux d'utilisation de l'ensemble des fonderies, qui maximisent la productivité des capacités restreintes. Dans ce contexte, les fonderies privilégient le minerai de meilleure qualité (65 % > 62 % > 58 %), car les producteurs peuvent obtenir plus d'acier pour chaque tonne de minerai traité, et la prime ou le rabais naturel des différentes qualités augmente (graphique 9).

Les prix élevés du charbon à coke contribuent à accroître l'importance accordée à la qualité du minerai de fer puisque la production de chaque tonne d'acier de piètre qualité nécessite une grande quantité de coke. **Nous nous attendons à ce que les prix du charbon à coke reculent pour s'établir à 150 \$/t au cours des deux prochaines années, mais ils ont été soutenus par une série d'événements qui ont perturbé la production en Australie**, notamment les inondations causées par le passage d'un cyclone et, plus récemment, le risque d'une baisse des capacités ferroviaires régionales. Le conflit qui oppose Aurizon – le plus important fournisseur de services de transport de marchandises ferroviaires en Australie – et l'agence publique *Queensland Competition Authority* (QCA) – qui régleme les entreprises comme Aurizon – porte sur les revenus que peut tirer Aurizon du réseau ferroviaire Central Queensland Coal Network. La QCA a plafonné ce revenu à 3,9 milliards de dollars australiens, alors que le plan d'affaires d'Aurizon prévoyait un revenu de 4,9 milliards de dollars australiens. Aurizon a indiqué qu'elle tenterait de se conformer à cette décision en réduisant la quantité de charbon transitant par la ligne de chemin de fer, ce qui pourrait retrancher jusqu'à 20 tm à l'offre de charbon à coke destinée au transport maritime, soit plus que les 16 tm touchées par le cyclone Debbie en avril 2017 lorsque les prix avaient grimpé jusqu'à plus de 300 \$/t.

Métaux précieux : l'argent devrait surpasser le lingot d'or, qui piétine

On s'attend à ce que l'argent progresse plus rapidement que l'or jusqu'à la fin de notre horizon prévisionnel, car des facteurs favorables au secteur contribuent à réduire l'écart avec le lingot, qui fait du surplace. **Nos perspectives à l'égard de l'or restent les mêmes et nous estimons que son prix devrait se maintenir autour de 1 300 \$/oz jusqu'à la fin de la décennie.** La montée des taux d'intérêt partout dans le monde constitue le principal risque pour l'or puisque le coût de renonciation lié à un placement dans les lingots à faible rendement augmente, et que les prix ont été de nouveau ébranlés par l'appréciation récente et inattendue du dollar américain. En revanche, les prix de l'or sont soutenus par les innombrables déclencheurs de risque politique, le rendement nul ou décroissant du marché boursier et le retour prévu de la tendance à la baisse du dollar américain.

Jusqu'à présent, l'argent déçoit nos attentes puisque son prix moyen s'est fixé sous les 17 \$/oz alors que nous avons prévu qu'il avoisinerait les 19 \$/oz. Nous croyons que cette faiblesse est largement imputable à la baisse de la demande physique engendrée par la démonétisation en Inde en 2016 et au fait que les contrats sur l'argent n'ont pas profité du même élan vers les valeurs refuges que l'or. Nous croyons toutefois que la remontée de la demande de lingots d'argent et l'augmentation de la consommation industrielle favoriseront un resserrement des marchés et inciteront les spéculateurs – qui demeurent en position vendeur – à se retirer du marché. **Le prix moyen de l'argent devrait s'établir à 18 \$/oz cette année et grimper à 19 \$/oz en 2019** grâce à son double attrait de métal précieux et de produit industriel.

Marché des changes

Le dollar américain (USD) demeure vigoureux et a largement surpassé nos attentes (et celles des autres analystes) au dernier trimestre. Sa valeur avait diminué graduellement entre la fin de 2017 et le début de 2018 en raison des craintes entourant un éventuel dysfonctionnement à Washington et de l'intérêt grandissant des investisseurs envers la vigueur des fondamentaux à l'extérieur des États-Unis. Le récent rebond du dollar américain a été assez fulgurant, et s'il a d'abord été généré par un rajustement de positions, il a récemment été soutenu par l'intensification des inquiétudes politiques en Europe et par les craintes entourant les tensions commerciales entre les États-Unis et leurs principaux partenaires.

L'économie américaine demeure elle aussi robuste et les dirigeants de la Fed semblent maintenant pencher en faveur d'une quatrième hausse de taux en 2018. Nous avons donc relevé nos prévisions à cet égard (nous en avons prévu trois au départ) et nous croyons que ce tour de vis additionnel soutiendra le dollar américain à court terme. Notre analyse des fondamentaux nous porte à croire qu'il a maintenant atteint sa pleine valeur, mais nous avons modifié certaines de nos prévisions pour tenir compte de sa récente performance et du fait que la faiblesse anticipée ne se concrétisera qu'en 2019. À long terme, le dollar américain demeure manifestement exposé à des risques structurels (accentuation du déséquilibre budgétaire) et à des pressions baissières présentes depuis longtemps.

Nos perspectives à long terme pour le dollar canadien (CAD) demeurent optimistes, mais les tensions commerciales persistantes entre le Canada et les États-Unis ont clairement atténué l'effet positif de l'amélioration des fondamentaux. Les techniques de négociation pour le moins fantasques des États-Unis laissent planer l'incertitude sur le sort de l'ALENA, ce qui a refroidi l'enthousiasme des investisseurs envers le dollar canadien. Toutefois, le niveau actuel du huard prend en compte les pires hypothèses sur le plan commercial, sauf les scénarios extrêmes, et nos prévisions de base tablent toujours sur le fait qu'une entente sera éventuellement conclue et que le dollar reprendra sa progression.

Sur le plan des fondamentaux, nous constatons que le resserrement du marché de l'emploi au Canada entraîne une augmentation des salaires et des prix et que les investissements des entreprises ont fortement grimpé au cours de la dernière année. Si rien ne vient perturber la conjoncture, ces bonnes nouvelles permettront à la Banque du Canada (BdC) de continuer à relever légèrement les taux d'intérêt au cours des prochains mois. Elle risque toutefois d'accroître son retard par rapport à la Fed pendant cette période et l'important écart entre les taux à court terme des deux pays laisse présager que le taux de change USD/CAD s'établira vraisemblablement à 1,28 à la fin de l'année (par rapport à nos prévisions antérieures de 1,25).

Le cycle économique mondial, qui reflète les perspectives de croissance positives et la (légère) montée des pressions inflationnistes, offre un contexte idéal pour les prix des marchandises. Les gains constatés dans l'énergie, le bois d'œuvre et ailleurs ont considérablement amélioré les termes de l'échange du Canada, neutralisant l'écart qui s'était creusé en 2015/16 lors de la dégringolade des prix du brut. Il s'agit là d'une grande victoire économique pour le Canada, et elle aurait en d'autres temps considérablement stimulé le dollar canadien. Le renversement des termes de l'échange et l'évolution favorable des fondamentaux devraient contenir les pressions baissières qui s'exercent sur le dollar et donner rapidement lieu à un rebond lorsque la situation sera plus claire sur le plan commercial.

RENSEIGNEMENTS

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

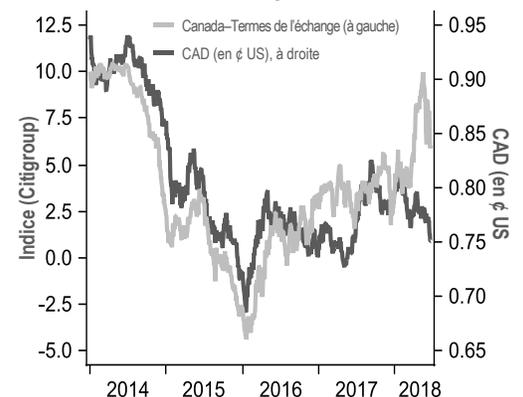
Eduardo Suárez, VP, Études économiques, Amérique latine
52.55.9179.5174 (Mexique)
Études économiques de la Banque Scotia
eduardo.suarez@scotiabank.com

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

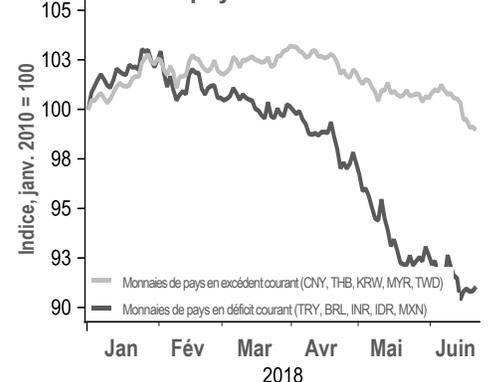
Les termes de l'échange demeurent favorables pour le CAD



Sources : Macrobond, Scotiabank FICC Strategy.

Graphique 2

Sous-performance des monnaies des pays en déficit courant



Sources : Macrobond, Scotiabank FICC Strategy.

Les monnaies européennes ont toutes été éprouvées par le rebond du dollar américain au cours du trimestre, mais nous croyons que l'euro semble avoir été particulièrement survendu. Les événements politiques en Italie et en Espagne ont récemment plombé l'optimisme des investisseurs, mais l'inquiétude s'est maintenant atténuée. Malgré un ralentissement de l'activité en début d'année, nos perspectives demeurent positives à l'égard de la croissance dans la zone euro. Soutenues par la montée des prix de l'énergie, les mesures et les prévisions d'inflation sont en hausse. La Banque centrale européenne a confirmé qu'elle mettrait fin à son programme d'achat d'actifs à la fin de l'année, avant d'amorcer un modeste resserrement des taux d'intérêt en 2019. Étonnamment, ce message (pourtant largement anticipé) a eu pour effet d'accentuer les pressions sur l'euro. Nous avons revu à la baisse nos prévisions à court terme et croyons maintenant que le cours au comptant de l'euro s'établira à 1,20 à la fin de 2018, mais nous avons maintenu nos prévisions pour 2019 (1,35).

Au Royaume-Uni, la livre sterling (GBP) est malmenée et semble vulnérable à court terme. Les prévisions relatives aux hausses de taux ont été revues à la baisse lorsque la Banque d'Angleterre a renoncé à hausser les taux en mai et le gouvernement cherche toujours une solution viable pour le Brexit. À court terme, nous pensons que la livre demeure exposée à des risques de baisse, mais nous croyons que les perspectives favorables à long terme contribueront à la maintenir au-dessus de 1,30 par rapport au dollar américain. Nos prévisions quant au taux de change GBP/USD ont été abaissées à 1,32 pour 2018 et à 1,40 pour 2019.

Nous croyons que le peso mexicain (MXN) terminera l'année à peu près à son niveau actuel. Il a toutefois été éprouvé récemment (le dollar américain a frôlé la barre des 21 pesos) en raison de l'intensification de la volatilité boursière et du regain d'inquiétude quant à l'avenir de l'ALENA. Les élections présidentielles de juillet commencent aussi à influencer les décisions des investisseurs sur les marchés des changes. Les risques internes et externes indiquent que le peso aura de la difficulté à progresser de manière notable à court terme. Malgré une hausse de la volatilité des monnaies en Amérique latine (surtout au Brésil et en Argentine), la plupart des monnaies des autres grands pays de la région se sont montrées assez résilientes face à l'appréciation du dollar américain. Le sol péruvien (PEN) a été soutenu par les solides données économiques, qui ont contribué à limiter les pertes à environ 1,5 % par rapport au dollar américain au dernier trimestre. Plus récemment, la montée des tensions commerciales à l'échelle mondiale et le léger recul du prix du pétrole brut et du cuivre ont respectivement accru les pressions sur le peso colombien et le peso chilien.

Nous sommes pessimistes quant à l'évolution du yen japonais (JPY), car nous croyons que la Banque du Japon maintiendra sa politique monétaire ultra conciliante jusqu'à la fin de notre période de prévision afin de stimuler l'inflation qui demeure obstinément faible dans ce pays. Le yen pourrait temporairement continuer de profiter de la demande pour une monnaie « refuge ». Les perspectives des monnaies de l'Asie demeurent assombries par les risques géopolitiques et commerciaux, mais la hausse des taux d'intérêt et le resserrement global des conditions monétaires constituent une menace évidente et réelle pour les économies les plus lourdement endettées (déficit courant) puisque celles-ci doivent déployer plus d'efforts pour le financement, et que les investisseurs les délaissent pour investir dans les monnaies des pays affichant un excédent courant, qui se sont mieux comportées au cours des derniers mois.

Nous nous attendons à ce que le yuan chinois évolue dans une fourchette élargie à court terme, mais il a généralement tendance à suivre l'évolution des grandes monnaies par rapport au dollar américain. Compte tenu de l'intensification des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine, le yuan extraterritorial (CNH) continuera probablement de se négocier à un cours inférieur à celui du yuan de la Chine continentale (CNY). Pour l'instant, nous ne croyons pas que les autorités chinoises manipuleront le yuan à la baisse pour exercer des représailles contre les États-Unis. Enfin, le won sud-coréen (KRW), le dollar taïwanais (TWD) et le baht thaïlandais (THB) sont plus vulnérables aux chocs de la demande externe que les autres monnaies de la région.

Les sociétés ouvertes de Taïwan devraient verser des dividendes d'une valeur totale d'environ 1 290 milliards de dollars taïwanais (TWD) entre juin et août, ce qui exercera des pressions sur le taux de change USD/TWD. Le déficit commercial de l'Inde a grimpé à 14,62 milliards de dollars américains entre avril et mai, ce qui accentue les préoccupations quant à la détérioration de la balance des paiements courants du pays. Nous prévoyons une baisse pour la roupie indienne (INR), la rupiah indonésienne (IDR) et le peso des Philippines (PHP), car ces trois économies sont en double déficit. Selon nous, la Banque d'Indonésie va relever son taux directeur à nouveau le 28 juin pour défendre le taux de change de la rupiah. Le ringgit de la Malaisie (MYR) continuera d'évoluer selon la tendance générale du marché et sera relativement peu touché par la volatilité, en plus d'être modestement avantagé par la résilience des prix du pétrole.

Comme la Fed entend s'en tenir à son calendrier de resserrement graduel et que la Banque centrale européenne a promis de demeurer conciliante, les marchés régionaux prendront rapidement du mieux si la Chine parvient à atténuer les tensions commerciales avec les États-Unis et à éviter d'appliquer la loi du talion en matière de tarifs. À moyen terme toutefois, nos prévisions demeurent prudentes, car nous constatons un resserrement de la liquidité à l'échelle mondiale.

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	2,0	2,1	1,9	1,4	1,8	2,7	2,1
États-Unis	1,9	1,5	2,3	2,8	2,3	2,2	1,8	2,1	2,4	2,4
Mexique	2,2	2,9	2,0	2,1	2,5	4,4	3,4	6,8	4,2	3,8
Royaume-Uni	1,9	1,8	1,7	1,5	1,9	2,0	0,7	2,7	2,0	1,8
Zone euro	1,3	1,8	2,4	2,3	2,3	1,8	1,1	1,4	1,9	1,7
Allemagne	1,3	1,9	2,2	3,0	3,0	1,5	1,7	1,7	1,6	1,9
France	1,3	1,2	2,2	2,5	2,0	1,4	0,6	1,2	1,5	1,5
Chine	9,4	6,7	6,9	6,6	6,3	2,3	2,1	1,8	2,1	2,5
Inde	7,1	7,9	6,3	7,5	7,5	6,9	3,4	5,2	4,6	5,6
Japon	0,9	1,0	1,7	1,1	0,9	0,1	0,3	1,0	1,0	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	2,2	2,8	2,5	2,8	1,5	1,9	2,2	2,6
Thaïlande	4,0	3,3	3,9	4,1	3,6	2,0	1,1	0,8	1,1	2,0
Brésil	2,6	-3,5	1,0	2,3	2,5	6,7	6,3	3,0	4,1	4,6
Colombie	4,0	2,0	1,8	2,5	3,5	5,1	5,8	4,1	3,3	3,4
Pérou	5,1	4,0	2,5	3,5	4,0	2,8	3,2	1,4	2,0	2,5
Chili	4,0	1,3	1,5	3,7	3,9	3,4	2,7	2,3	2,9	3,0
Produits de base										
	(moyenne annuelle)									
Pétrole WTI (\$ US/baril)	63	43	51	68	71					
Pétrole Brent (\$ US/baril)	66	45	55	74	77					
Escompte* du WCS par rapport au WTI (USD/baril)	-17	-14	-13	-23	-23					
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	4,94	2,55	3,02	2,93	2,90					
Cuivre (\$ US/lb)	2,35	2,21	2,80	3,10	3,25					
Zinc (\$ US/lb)	0,81	0,95	1,31	1,45	1,45					
Nickel (\$ US/lb)	7,26	4,36	4,72	6,50	7,00					
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	190	160					
Or, à Londres en après-midi (\$ US/once)	869	1 251	1 257	1 311	1 300					
Argent, à Londres en après-midi (\$ US/once)	14,67	17,14	17,05	18,00	19,00					
* 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	2,0	2,1	1,9	1,5	2,3	2,8	2,3
Dépenses de consommation	2,9	2,3	3,4	2,1	2,0	2,4	2,7	2,8	2,6	2,3
Investissement dans le secteur résidentiel	3,7	3,4	2,8	0,1	0,4	-0,4	5,5	1,8	1,8	2,1
Investissements des entreprises	2,2	-8,8	2,7	6,8	2,6	2,3	-0,6	4,7	6,2	2,8
Gouvernement	2,2	2,7	2,6	2,6	1,5	1,0	0,8	0,1	2,2	2,5
Exportations	1,3	1,0	1,1	2,5	3,7	3,6	-0,3	3,4	4,3	2,7
Importations	2,9	-1,0	3,6	4,5	2,6	3,4	1,3	4,0	5,0	3,4
PIB nominal	4,2	2,0	5,4	4,3	4,7	3,9	2,8	4,1	5,0	4,6
Indice implicite du PIB	2,1	0,6	2,3	2,3	2,5	2,0	1,3	1,8	2,1	2,3
Indice des prix à la consommation	1,9	1,4	1,6	2,4	2,3	2,2	1,3	2,1	2,4	2,4
IPC hors aliments et énergie	1,6	1,9	1,6	1,8	2,0	2,0	2,2	1,8	2,2	2,3
Bénéfices des sociétés avant impôts	3,6	-1,9	19,9	4,8	4,3	5,5	-2,1	4,4	5,1	1,7
Emploi	1,3	0,7	1,9	1,2	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	3,8	3,7
Solde des paiements courants (en G\$ CA, US)	-17,1	-65,4	-63,3	-71,0	-60,2	-504	-433	-449	-516	-574
Balance commerciale (en G\$ CA, US)	25,1	-25,9	-24,0	-30,1	-22,5	-672	-751	-807	-908	-984
Solde budgétaire fédéral* (EF, en G\$ CA, US)	-2,8	-1,0	-17,8	-20,0	-18,0	-532	-585	-665	-840	-1 030
pourcentage du PIB	-0,2	0,0	-0,9	-0,9	-0,8	-3,7	-3,1	-3,4	-4,1	-4,8
Mises en chantier (en milliers)	199	198	220	213	200	1,27	1,17	1,20	1,32	1,30
Ventes de véhicules motorisés (en milliers)	1 657	1 949	2 041	2 000	1 950	15,5	17,5	17,1	17,1	17,0
Production industrielle	0,6	0,1	5,2	2,4	1,0	0,6	-2,0	1,6	3,0	1,9
Mexique (variation annuelle, en %)										
PIB réel	2,2	2,9	2,0	2,1	2,5					
Indice des prix à la consommation (fin d'année)	4,4	3,4	6,8	4,2	3,8					
Solde des paiements courants (en G\$ US)	-14,8	-23,3	-19,4	-27,4	-29,9					
Balance commerciale (en G\$ US)	-7,2	-13,1	-11,0	-4,6	-6,7					

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			
	T4	T1	T2e	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Canada													
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	1,7	1,3	2,2	2,2	2,5	2,1	2,0	1,9	1,8				
PIB réel (variation annuelle en %)	3,0	2,3	1,7	1,9	2,1	2,2	2,2	2,1	2,0				
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	1,8	2,1	2,2	2,6	2,7	2,5	2,4	2,2	2,1				
Moyenne des nouveaux indices de référence (évolution sur un an, en %)	1,7	1,9	1,9	2,0	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2				
États-Unis													
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	2,9	2,0	3,6	2,5	2,4	2,2	2,0	2,0	2,0				
PIB réel (variation annuelle en %)	2,6	2,8	2,9	2,8	2,6	2,7	2,3	2,1	2,0				
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	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	1,9	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,4	2,4				
Déflateur des DCM de base (évolution en % sur un an)	1,5	1,6	1,9	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1				

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

ANNEXE 3

Taux des banques centrales	2017		2018				2019			
	T4	T1	T2	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	2,00	2,25	2,50	2,50	2,75	2,75	3,00	
Banque du Mexique	7,25	7,50	7,75	7,75	8,00	8,25	8,25	8,25	8,00	
Banque centrale du Brésil	7,00	6,50	6,50	6,75	7,25	8,00	8,50	9,00	9,00	
Banque de la République de Colombie	4,75	4,50	4,25	4,25	4,50	4,75	5,00	5,25	5,50	
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	0,00	0,00	0,00	
Banque d'Angleterre	0,50	0,50	0,50	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	1,00	
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	6,25	6,25	6,50	6,50	6,50	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	1,31	1,28	1,28	1,25	1,22	1,22	1,25	
Dollar canadien (CAD/USD)	0,80	0,78	0,76	0,78	0,78	0,80	0,82	0,82	0,80	
Peso mexicain (USD/MXN)	19,66	18,18	19,81	20,19	20,20	20,32	20,13	20,19	20,48	
Real brésilien (USD/BRL)	3,31	3,31	3,86	3,85	3,90	3,85	3,80	3,75	3,70	
Peso colombien (USD/COP)	2 986	2 794	2 926	2 950	3 000	2 950	2 900	2 850	2 850	
Sol - Pérou (USD/PEN)	3,24	3,23	3,28	3,20	3,18	3,18	3,14	3,15	3,12	
Peso chilien (USD/CLP)	615	604	653	624	602	599	596	593	590	
Europe										
Euro (EUR/USD)	1,20	1,23	1,17	1,17	1,20	1,22	1,25	1,30	1,35	
Livre sterling (GBP/USD)	1,35	1,40	1,32	1,30	1,32	1,32	1,35	1,37	1,40	
Asie/Océanie										
Yen - Japon (USD/JPY)	113	106	108	110	110	110	110	108	105	
Dollar australien (AUD/USD)	0,78	0,77	0,73	0,73	0,73	0,75	0,77	0,77	0,77	
Yuan - Chine (USD/CNY)	6,51	6,28	6,50	6,45	6,45	6,40	6,40	6,30	6,30	
Roupie - Inde (USD/INR)	63,9	65,2	68,0	67,0	67,0	66,0	66,0	65,0	65,0	
Won - Corée du sud (USD/KRW)	1 067	1 064	1 100	1 080	1 080	1 070	1 070	1 060	1 060	
Baht - Thaïlande (USD/THB)	32,6	31,2	33,0	32,5	32,5	32,0	32,0	31,5	31,5	
Canada (rendements, %)										
Bon du Trésor à 3 mois	1,06	1,15	1,26	1,55	1,80	2,05	2,30	2,30	2,50	
Obligation du Canada à 2 ans	1,69	1,78	1,91	2,05	2,30	2,40	2,50	2,55	2,60	
Obligation du Canada à 5 ans	1,87	1,97	2,07	2,25	2,45	2,55	2,60	2,65	2,70	
Obligation du Canada à 10 ans	2,05	2,09	2,17	2,40	2,55	2,60	2,65	2,70	2,75	
Obligation du Canada à 30 ans	2,27	2,23	2,20	2,50	2,70	2,80	2,85	2,90	2,95	
États-Unis (rendements, %)										
Bon du Trésor à 3 mois	1,38	1,70	1,92	2,20	2,45	2,50	2,70	2,75	3,00	
Obligation du Trésor à 2 ans	1,88	2,27	2,53	2,60	2,70	2,80	2,90	3,00	3,10	
Obligation du Trésor à 5 ans	2,21	2,56	2,73	2,85	2,90	2,95	3,00	3,10	3,20	
Obligation du Trésor à 10 ans	2,40	2,74	2,84	3,00	3,05	3,10	3,15	3,20	3,30	
Obligation du Trésor à 30 ans	2,74	2,97	2,96	3,15	3,20	3,30	3,35	3,40	3,45	

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.