

Autre année de disette

La décision du Royaume-Uni de sortir de l'Union européenne produit, sur le Royaume et toute l'Europe, un choc économique retentissant, qui fragilisera la confiance des entreprises et des ménages britanniques et européens, en attisant éventuellement la flamme référendaire dans d'autres pays, vu le cycle électoral qui s'étendra à tout le continent. Malgré toute l'importance de ce choc pour l'Europe, nous nous attendons à ce qu'il soit relativement modéré hors de cette région, puisque les États-Unis, la Chine et l'Inde ont toujours des assises assez solides. Dans l'ensemble, nos prévisions de croissance mondiale sont abaissées de 3,1 % à 3,0 % en 2016 et de 3,5 % à 3,3 % en 2017.

Le choc du Brexit s'est tout de suite répercuté sur les marchés financiers : certaines monnaies et les rendements des obligations d'État ont eu tôt fait de s'adapter rapidement à la montée de l'incertitude et aux conséquences économiques potentielles. La livre sterling s'est considérablement dépréciée par rapport au dollar américain, et l'euro a lui aussi trébuché. Dirigés par Shaun Osborne, nos stratèges cambistes (pages 43 à 45) sont d'avis que la livre sterling pourrait encore plonger, à 1,25, puisque le Royaume-Uni naviguera en eaux troubles dans les prochains trimestres. Les rendements des obligations d'État se sont brusquement repliés eux aussi : les bons du Trésor américains à dix ans ont dégagé des rendements inférieurs à 1,40 %, un creux sans précédent dans les annales, et les rendements des titres de dette européens et japonais à dix ans ont même été plus négatifs. Comme l'explique Derek Holt en pages 41 et 42, les rendements sont appelés à baisser encore et à rester extrêmement faibles pendant encore un temps, compte tenu de la demande de valeurs refuges et parce que les politiques monétaires doivent continuer de soutenir les plus grandes puissances économiques. Nous nous attendons maintenant à ce que le rendement des bons du Trésor américains plonge à 1,2 %.

Le choc économique du Brexit, qui frappera surtout le Royaume-Uni et l'Europe, devrait réduire l'investissement des entreprises et les dépenses des ménages dans ces deux zones; ce choc sera sans doute plus violent au Royaume-Uni. Notre stratégie pour le Royaume-Uni, Alan Clarke, prévoit pour le Royaume une légère récession vers la fin de l'année, puis une période de croissance zéro en 2017 (pages 16 et 17). Pour l'Europe, il ne pouvait y avoir pire moment, puisque dans de nombreux pays de la zone euro, les perspectives économiques s'amélioraient et devenaient, étonnamment, plus prometteuses. Notre stratégie pour l'Europe, Frédéric Prétet, a rogné d'un demi-point de pourcentage ses prévisions de croissance de la zone euro pour 2017, à environ 1 % (pages 18 à 20). La Banque d'Angleterre a déjà prévenu qu'elle pourrait être obligée d'assouplir sa politique monétaire pour s'adapter à l'évolution des perspectives, et nous nous attendons à ce qu'elle abaisse de 50 points de base son taux directeur en juillet. La BCE lui emboîtera probablement le pas.

Malgré ces révisions majeures des perspectives outre-Atlantique, le choc économique réel sur les autres pays devrait être modéré. L'économie américaine, relativement fermée pour une grande puissance économique, dépend beaucoup plus de la demande intérieure que du commerce extérieur. Comme l'expliquent Aron Gampel et Carlos Gomes en pages 9 à 13, les fondamentaux de l'économie américaine sont relativement solides malgré une croissance tendancielle anémique. En particulier, le secteur des ménages continue de porter la demande, alors que les ventes d'automobiles et d'habitations laissent entrevoir une expansion soutenue. Le choc frontal du Brexit se traduira par un dollar américain plus vigoureux, ce qui réduira les exportations et l'investissement. Nos prévisions pour les États-Unis restent inchangées, à 1,9 % pour 2016; mais pour 2017, nous les avons abaissées de 0,1 point de pourcentage à 2,2 % pour tenir compte des

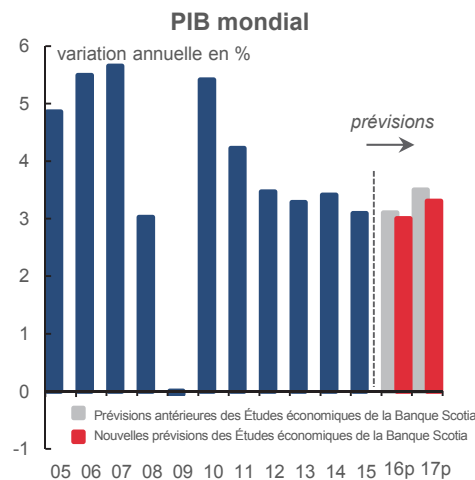
RENSEIGNEMENTS

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

SOMMAIRE

Tour d'horizon	1-2
Canada	3-6
Provinces	7-8
États-Unis	9-13
Mexique	14-15
Royaume-Uni	16-17
Zone euro	18-20
Amérique latine	21-28
Asie	29-36
Produits de base	37-39
Inflation	40
Marchés financiers	41-42
Monnaies	43-45
Tableaux des prévisions sommaires	A1-A3

Graphique1



Sources : FMI et Études économiques de la Banque Scotia.

effets du Brexit. L'incertitude mondiale plus vive et la montée en puissance du dollar américain devraient conduire la Réserve fédérale à reporter le durcissement de sa politique au deuxième trimestre de 2017, puisque seulement trois hausses de taux sont prévues cette année-là.

Compte tenu du choc limité sur l'économie américaine et des relations commerciales plutôt modestes avec l'Union européenne (destinataire d'environ 7 % des exportations canadiennes), Adrienne Warren prédit que le Brexit aura peu d'effets directs sur le Canada (pages 3 à 6). Nous tablons sur une croissance de 1,3 % cette année et de 2,0 % en 2017, puisque l'économie continue de s'adapter aux séquelles du choc commercial. En 2017, la poussée de croissance sera dynamisée par une accélération des exportations non énergétiques grâce à la vigueur de la demande intérieure aux États-Unis et de la dévalorisation antérieure du dollar, à une hausse attendue des dépenses d'infrastructures l'an prochain et à la reconstruction de Fort McMurray. Comme l'explique notre économiste chargé des produits de base, M. Rory Johnston, en pages 37 à 39, nous nous attendons à ce que le cours du brut WTI se relève à environ 55 dollars le baril en 2017, ce qui donnera un autre coup de pouce à la croissance; or, nous continuons de nous attendre à ce qu'il y ait peu d'investissements dans le périmètre pétrolier en 2017, à cause des coûts à engager avant d'atteindre le seuil de rentabilité. Les écarts dans les résultats des provinces perdureront, comme le fait observer Mary Webb en pages 7 et 8, puisque les provinces productrices de pétrole prennent du retard sur la Colombie-Britannique, l'Ontario et le Québec en 2016, alors que les différentiels de croissance devraient s'amointrer avec la hausse des cours du pétrole l'an prochain. Puisque les risques de baisse sont chroniques pour l'économie mondiale, nous croyons que la Banque du Canada est assez souple pour attendre le quatrième trimestre de 2017 avant de commencer à normaliser sa politique, même si l'inflation devrait frôler les 2 % l'an prochain. Le dollar canadien devrait valoir 0,77 dollar américain d'ici la fin de 2016 avant de monter à environ 0,80 l'an prochain grâce à la hausse des cours du pétrole.

Comme le fait observer Tuuli McCully en pages 29 à 36, les puissances économiques de l'Asie seront probablement, elles aussi, à peine directement touchées par le Brexit. La Chine poursuit sa transition économique : sa croissance devrait se réduire à 6,1 % en 2017. On s'attend à ce que la croissance de ses exportations ralentisse du fait de la conjoncture en Europe, ce qui, de pair avec les défis de la transformation structurelle, devrait amener les autorités chinoises à mieux soutenir, par leurs politiques, l'économie de l'empire du Milieu. Le yuan devrait se déprécier marginalement d'ici la fin de 2017. L'Inde sera la figure de proue de la région, grâce à un taux de croissance de 7,5 % prévu pour 2016 et 2017. Puisque son économie est essentiellement fondée sur son marché intérieur, il est donc probable que l'Inde soit frappée de plein fouet par les actualités du Royaume-Uni et de l'Europe. Il n'empêche que certains obstacles structurels se dressent toujours contre la croissance et risquent de contrer l'expansion vigoureuse de l'Inde. L'économie du Japon sera probablement l'une des plus fortement éprouvées par le Brexit, puisque le yen profite des courants de valeurs refuges. Nous nous attendons à ce que la Banque du Japon et le gouvernement de ce pays assouplissent encore leurs politiques pour mieux amortir le choc; nous prévoyons toutefois que le yen continuera de graviter autour de 105 dollars américains jusqu'à la fin de l'année, avant de se déprécier à 115 d'ici la fin de 2017.

En Amérique latine, les perspectives restent nuancées, comme le précise notre équipe latino-américaine, dirigée par Pablo Bréard, en pages 21 à 28. Compte tenu de l'importance de l'économie américaine pour cette région et de l'amélioration attendue des cours de nombreux produits de base, les actualités du Royaume-Uni et de l'Europe ne devraient pas peser trop lourdement sur la région. Les pays de l'Alliance du Pacifique devraient afficher une assez bonne tenue par rapport à d'autres régions, mais leur croissance sera nettement inférieure à la tendance. L'économie du Mexique, baromètre des actifs des marchés émergents, devra composer avec une monnaie plus faible. La Banque du Mexique a déjà haussé de 50 points de base les taux d'intérêt afin de contenir les incidences inflationnistes de la dépréciation du peso, et on s'attend à d'autres hausses de taux. L'économie du Chili sera la plus faible des pays de l'Alliance du Pacifique, puisqu'elle continuera de s'adapter au déclin des cours des produits de base et que la confiance restera déprimée en raison des réformes mises en œuvre par le gouvernement. Le Brésil reste englué dans une profonde récession, mais on espère que la stabilité provisoire apportée par l'administration Temer entraînera une légère expansion de l'activité dans le secteur privé à la fin de 2016 et au début de 2017. Or les risques, surtout budgétaires, restent énormes.

Tableau 1 — PIB mondial

	2000-14	2015	2016p	2017p
	(variation annuelle en %)			
Monde (en PPA)	3,9	3,3	3,0	3,3
Canada	2,2	1,1	1,3	2,0
États-Unis	1,9	2,4	1,9	2,2
Mexique	2,3	2,5	2,4	2,8
Royaume-Uni	1,8	2,2	1,3	0,0
Zone euro	1,2	1,6	1,4	1,1
Allemagne	1,2	1,7	1,5	1,2
France	1,3	1,2	1,4	1,1
Russie	4,6	-3,7	-1,0	1,5
Chine	9,7	6,9	6,5	6,1
Inde	7,0	7,3	7,5	7,5
Japon	0,9	0,6	0,6	0,6
Corée du Sud	4,4	2,6	2,6	2,8
Indonésie	5,6	4,8	5,0	5,3
Australie	3,0	2,5	2,6	2,6
Thaïlande	4,1	2,8	3,0	3,2
Brésil	3,4	-3,8	-3,6	0,5
Colombie	4,3	3,1	2,4	2,8
Pérou	5,4	3,2	3,8	3,6
Chili	4,3	2,1	1,7	2,0

Canada

LA CROISSANCE PAR LES EXPORTATIONS SE FAIT ATTENDRE

- Grâce à la résilience des dépenses de consommation et à l'activité liée au logement ainsi qu'aux gains soutenus, mais inégaux des exportations, la production inscrit une timide croissance, alors que l'investissement dans le secteur des ressources est en chute libre.
- Grâce à de nouvelles mesures de relance budgétaires et à l'allègement du poids du secteur de l'énergie de même qu'au récent rebond des cours du pétrole brut, les perspectives de croissance devraient s'améliorer au dernier semestre de 2016 et au début de 2017.
- En Europe, l'actualité récente (le Brexit) devrait à peine peser sur la croissance intérieure, essentiellement en réduisant légèrement l'activité exportatrice.

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

L'économie canadienne semble en voie de connaître une autre année d'expansion modeste. Selon les prévisions, la croissance du PIB devrait s'établir à une moyenne d'à peine 1,3 % en 2016, en hausse par rapport à l'avance de 1,1 % l'an dernier, mais en baisse d'un point de pourcentage complet sur le gain annuel moyen de 2,3 % après la récession. L'investissement des entreprises reste le maillon faible de la conjoncture, puisqu'il prive de près d'un point de pourcentage complet le taux de croissance de cette année. La croissance de la production devrait se monter à 2,0 % en 2017, grâce aux dépenses dans les infrastructures, à l'accélération des exportations et à la stabilisation de l'investissement dans le secteur de l'énergie.

L'évolution trimestrielle de la production reste très volatile, puisqu'elle est durement touchée par les sautes d'humeur de la météo, le rajustement des stocks et des catastrophes comme les incendies de forêt de l'Alberta. Après avoir démarré l'année en trombe, le PIB devrait s'être légèrement contracté au deuxième trimestre, surtout en raison des incendies de forêt, ce qui devrait ouvrir la porte à un solide rebond dans le trimestre en cours, avec la reprise des livraisons de pétrole brut.

Les dépenses de consommation restent plutôt résilientes, malgré d'importantes variations régionales. La confiance et le pouvoir d'achat sont soutenus par les gains modérés de l'emploi et des revenus, le crédit bon marché et la léthargie des prix de l'essence. Les dépenses consacrées par les ménages à l'énergie et au paiement des intérêts (en excluant le remboursement du capital) en pourcentage du revenu disponible ont baissé pour atteindre un creux record de 12,5 % au premier trimestre, contre une moyenne à long terme de 15,6 % (graphique 1).

Hormis la baisse des impôts de la classe moyenne en janvier dernier, la confiance et les dépenses des ménages pourraient être dynamisées par la mise en place, au milieu de l'année, de l'aide fédérale accrue aux Canadiens à faible revenu et à revenu moyen. Il s'agit notamment de la nouvelle allocation canadienne pour enfants et du soutien financier supplémentaire offert aux anciens combattants, aux Premières Nations, aux aînés vivant seuls et aux étudiants de niveau postsecondaire.

Or, les ménages auront du mal à suivre le rythme récent des dépenses, puisque les dépenses de consommation s'établissent déjà à un niveau record en pourcentage du PIB nominal (graphique 2). La conjoncture du marché de l'emploi reste léthargique, puisque la plupart des secteurs producteurs de biens continuent de réduire leur masse salariale. Bien que nous nous attendions à un léger relèvement de la croissance de l'emploi en 2017 avec la baisse du rythme des mises à pied dans le secteur de l'énergie, les tensions concurrentielles sur le marché intérieur et le marché exportateur devraient freiner la reprise des gains en salaires et en revenus.

RENSEIGNEMENTS

Derek Holt

416.863.7707

Études économiques de la Banque Scotia

derek.holt@scotiabank.com

Adrienne Warren

416.866.4315

Études économiques de la Banque Scotia

adrienne.warren@scotiabank.com

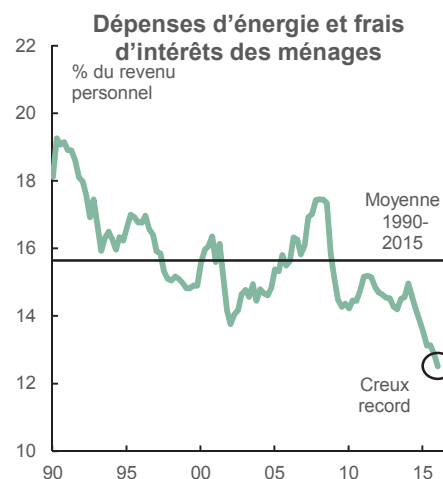
Mary Webb

416.866.4202

Études économiques de la Banque Scotia

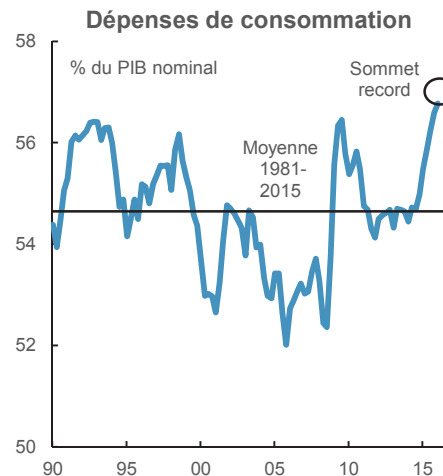
mary.webb@scotiabank.com

Graphique 1



Sources : Statistiques Canada et Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 2



Sources : Statistiques Canada et Études économiques de la Banque Scotia.

Vraisemblablement, la conjoncture ne se prête guère à un relèvement de la demande ni à d'importants achats pour les ménages. Par exemple, les ventes de véhicules automobiles, corrigées de la taille de la population cliente de ces véhicules, sont proches de leur sommet des 25 dernières années. Toute augmentation des coûts du crédit ne ferait qu'accroître la prudence des consommateurs, en raison des niveaux élevés d'endettement des ménages. Dans l'ensemble, les dépenses nominales devraient s'aligner sur les gains sous-jacents des revenus, de l'ordre de 3 %, alors que les ménages maintiendront, au niveau moyen de 4 % des dix dernières années, l'ensemble de leur taux d'épargne.

L'investissement résidentiel devrait lui aussi se ralentir pour l'horizon prévisionnel. Les ventes nationales de logements sont aujourd'hui étayées par le niveau d'activité élevé en Colombie-Britannique et en Ontario, surtout à Vancouver et Toronto et dans les environs. Or, ces deux marchés commencent à montrer des signes d'essoufflement, puisque les gains de prix rapides et soutenus nuisent à l'abordabilité des logements. Sur ces marchés à prix élevés, la possibilité d'une remontée des taux hypothécaires fixes et/ou d'un resserrement macroprudentiel supplémentaire aurait aussi pour effet de ralentir l'activité.

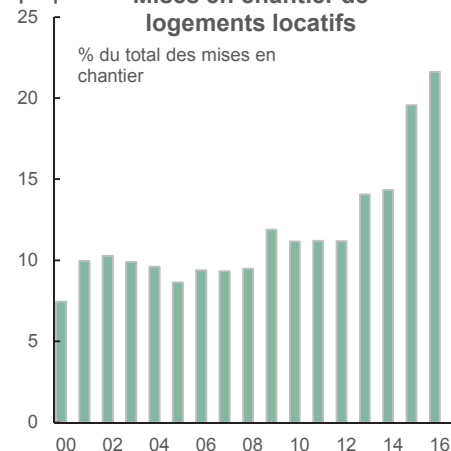
Les perspectives moins souriantes du marché de la revente et l'impératif de gestion de l'offre devraient ralentir les mises en chantier. La croissance poussive des loyers et la hausse des taux d'inoccupation des logements loués laissent entrevoir un ralentissement du rythme de la construction d'appartements, qui est l'un des principaux moteurs des mises en chantier ces dernières années (graphique 3). Les mises en chantier de logements devraient totaliser près de 190 000 unités en 2016 et 180 000 en 2017, soit moins que les 196 000 logements de l'an dernier.

Nos prévisions de croissance pour le dernier semestre de l'année et le début de 2017 s'en remettent essentiellement au rendement des exportations non énergétiques. Les volumes des exportations énergétiques — qui représentent 23 % du total des livraisons de marchandises — devraient rester pratiquement inchangés en 2016, avant de se relever légèrement en 2017.

Malgré le ralentissement récent des tendances de l'évolution des exportations sous-jacentes, la forte demande des consommateurs américains et les effets décalés de la dévalorisation de près de 15 % du dollar canadien depuis 2014 devraient continuer de dynamiser l'amélioration des exportations non énergétiques du Canada (graphique 4). Les volumes des exportations non énergétiques pour les cinq premiers mois de l'année inscrivent une hausse de 4 % sur l'an dernier, surtout grâce aux produits agroalimentaires et forestiers, aux automobiles et aux pièces détachées, de même qu'aux biens de consommation.

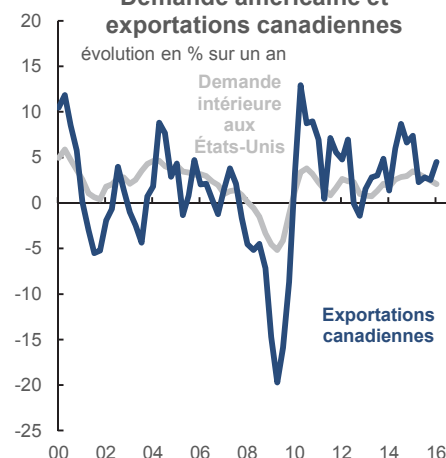
Toutefois, plusieurs facteurs expliquent la reprise relativement lente et inconstante des exportations. L'anémie de l'activité industrielle et de l'investissement des entreprises dans le monde entier restreignent la demande de matériaux et de biens d'équipement industriels : les principaux secteurs

Graphique 3 Mises en chantier de logements locatifs



Sources : SCHL et Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 4 Demande américaine et exportations canadiennes



Sources : Statistiques Canada, BEA et Études économiques de la Banque Scotia.

Tableau 1 — Prévisions canadiennes trimestrielles

	2015		2016				2017			
	T3	T4	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Économique						(moyenne)				
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	2,2	0,5	2,4	-0,8	3,2	2,0	2,1	2,1	1,9	1,9
PIB réel (variation annuelle en %)	1,0	0,3	1,1	1,1	1,3	1,7	1,6	2,4	2,0	2,0
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	1,2	1,3	1,5	1,7	2,0	2,2	2,3	2,1	2,1	2,2
Indice de référence (variation annuelle en %)	2,2	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0
Financier						(à la fin de la période)				
Dollar canadien (USD/CAD)	1,33	1,38	1,30	1,29	1,30	1,30	1,28	1,28	1,25	1,25
Dollar canadien (CAD/USD)	0,75	0,72	0,77	0,77	0,77	0,77	0,78	0,78	0,80	0,80
Taux à un jour de la Banque du Canada (%)	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75
Bon du Trésor à 3 mois	0,44	0,51	0,45	0,49	0,50	0,50	0,50	0,50	0,55	0,80
Obligation du Canada à 2 ans	0,52	0,48	0,54	0,52	0,45	0,50	0,55	0,70	0,80	1,10
Obligation du Canada à 5 ans	0,80	0,73	0,68	0,57	0,50	0,60	0,70	0,85	1,00	1,30
Obligation du Canada à 10 ans	1,43	1,39	1,23	1,06	0,80	0,90	1,00	1,05	1,20	1,40
Obligation du Canada à 30 ans	2,20	2,15	2,00	1,72	1,40	1,50	1,60	1,60	1,60	1,75

exportateurs du Canada interviennent pour plus du quart dans les livraisons de biens. La correction continue des stocks aux États-Unis paralyse temporairement les importations américaines de biens des industries manufacturières hors ressources.

La compétitivité intérieure continue de représenter un défi, accentué par la léthargie chronique de la croissance de la productivité et des coûts de main-d'œuvre unitaires relativement élevés. La part du Canada dans les importations américaines de biens manufacturés a fléchi de près de 25 % ces dix dernières années. Les contraintes de capacité paraissent également amoindrir les exportations. Hors des secteurs de l'énergie et des mines et métaux, certaines industries tournent à des niveaux égaux ou supérieurs à leur rythme d'utilisation antérieur, notamment les entreprises de produits forestiers, de fabrication d'aliments, de matériel de transport, de produits informatiques et électroniques et de mobilier.

Dans l'exportation des services, nous prévoyons une croissance constante et soutenue, menée par la hausse de la demande touristique. Le déficit traditionnel du Canada dans le tourisme international se réduit constamment depuis un an, puisque la léthargie du dollar canadien invite plus de Canadiens à passer leurs vacances au pays, tout en attirant un plus grand nombre de visiteurs étrangers au Canada. De pair avec une légère augmentation des importations, les volumes des exportations nettes devraient faire progresser d'un point de pourcentage complet la croissance du PIB en 2016 et continuer d'apporter à l'économie une contribution importante l'an prochain.

Les fortes compressions dans le secteur énergétique prépondérant en capitaux, qui représente près de 20 % du total des investissements du secteur privé, pèsent encore plus sur l'investissement des entreprises. Les dépenses en immobilisations liées au secteur pétrogazier devraient se replier de 25 % cette année, après s'être effondrées de 40 % en 2015. Les dépenses devraient se stabiliser en 2017, puisque les cours du pétrole WTI s'établiront à une moyenne de 55 \$ US le baril, en hausse par rapport à une moyenne de 45 \$ le baril en 2016. Pour les gisements de sable bitumineux de l'Alberta, le seuil de rentabilité en milieu de cycle oscille entre 40 \$ et 70 \$ US le baril, alors que les gisements de sables non pétroliers dans l'ensemble du Canada et des États-Unis obligent à engager des coûts de 30 \$ à 60 \$ US le baril avant d'être rentables. D'autres réductions des investissements miniers sont projetées dans toute l'année 2017, sur fond de léthargie de la demande et de suroffre mondiale.

Hors du secteur des ressources, l'investissement continue de décevoir. L'incertitude qui plane sur les perspectives économiques nationales et mondiales limite les plans de dépenses en immobilisations malgré les faibles coûts du crédit, l'amélioration des bénéfices des entreprises et le resserrement des taux de capacité de fabrication. Le dollar canadien plus faible semble aussi se répercuter sur les décisions d'investissement, puisque le prix de la machinerie et de l'équipement importés a augmenté de 10 % sur l'an dernier.

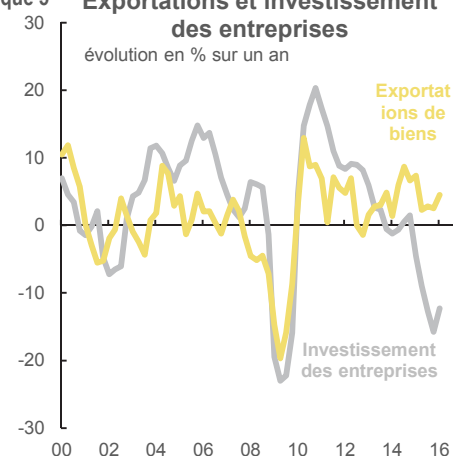
Le renforcement des exportations devrait justifier un léger relèvement des dépenses en immobilisations dans le dernier semestre de 2017, d'après la corrélation historique (graphique 5), même si les intentions d'investissement restent faibles. Pour la construction non résidentielle, les perspectives sont contrastées. Même si l'activité industrielle devrait bénéficier du relèvement des exportations, la hausse des taux d'occupation des bureaux et des établissements de détail limitera l'aménagement des locaux commerciaux.

Le financement fédéral devrait permettre d'accroître, en 2017, l'investissement infrastructurel à tous les paliers de gouvernement, en raison des priorités attribuées par Ottawa aux transports en commun, au capital social et à l'environnement et à l'importance qu'il donne à long terme à la réfection des actifs.

Le financement substantiel apporté par les politiques fédérales et provinciales sur le changement climatique devrait lui aussi relever les dépenses en immobilisations. Dans l'ensemble, les mesures fédérales de relance budgétaires devraient apporter près d'un demi-point de pourcentage à la croissance du PIB réel durant l'exercice financier 2016-2017 (EF17), puis à nouveau dans l'EF18.

L'envergure et le calendrier du réalignment des stocks restent en quelque sorte des inconnues dans nos prévisions. Les fabricants, les grossistes et les détaillants réduisent leurs stocks depuis plusieurs trimestres, ce qui pèse lourdement sur l'ensemble de la croissance du PIB. Dans toute l'économie, le ratio stocks/chiffre d'affaires a commencé à reculer légèrement, même si l'est

Graphique 5 Exportations et investissement des entreprises
évolution en % sur un an



Sources : Statistiques Canada et Études économiques de la Banque Scotia.

Tableau 2 — Canada

	2000-14	2015	2016p	2017p
	(variation annuelle, en %)			
PIB réel	2,2	1,1	1,3	2,0
Dépenses de consommation	3,0	1,9	1,9	1,7
Investissement dans le secteur résidentiel	3,8	3,8	3,3	-0,8
Investissements des entreprises	3,4	-10,2	-7,6	2,1
Gouvernement	2,3	1,8	1,2	2,2
Exportations	1,2	3,4	2,1	3,2
Importations	3,2	0,3	-1,0	2,6
PIB nominal	4,6	0,5	2,2	4,3
Indice implicite du PIB	2,3	-0,6	0,9	2,2
Indice des prix à la consommation	2,0	1,1	1,9	2,2
Indice de référence	1,8	2,2	2,1	2,0
Bénéfices des sociétés avant impôts	5,3	-15,8	-5,5	7,0
Emploi	1,4	0,8	0,6	0,8
Taux de chômage (en %)	7,1	6,9	7,1	7,1
Solde des paiements courants (en G\$ CA)	-10,0	-62,6	-68,9	-58,9
Balance commerciale (en G\$ CA)	31,8	-22,5	-28,1	-20,7
Solde budgétaire fédéral (en G\$ CA)	-3,2	1,9	-5,0	-27,0
pourcentage du PIB	-0,2	0,1	-0,3	-1,3
Mises en chantier (en milliers)	199	196	188	180
Ventes de véhicules motorisés (en milliers)	1 622	1 898	1 955	1 945
Production industrielle	0,7	-1,1	0,6	2,0

toujours supérieur aux tendances récentes, surtout dans le secteur de la fabrication (graphique 6), ce qui laisse entendre qu'il faudra continuer de rajuster les stocks pour ramener ce ratio au niveau souhaité.

RISQUES ESSENTIELS

En deçà de nos frontières, les niveaux élevés d'endettement des ménages et la surévaluation des marchés du logement de Vancouver et de Toronto sont au nombre des risques essentiels dans nos prévisions pour le Canada en 2016-2017. Nous croyons que ces risques sont gérables dans le contexte d'une croissance modérée et de faibles taux d'intérêt. Toutefois, un choc brutal pour l'économie, par exemple un marché de l'emploi plus léthargique, ou l'augmentation des taux d'intérêt pourrait faire reculer encore plus les dépenses de consommation et l'activité dans le secteur du logement. Le potentiel d'un ralentissement plus important de la croissance de l'économie chinoise et des prix des produits de base, comme facteurs négatifs, et une demande plus vigoureuse des importations américaines comme facteur positif font partie des principaux risques externes dans nos prévisions.

L'impact du scrutin historique des citoyens du Royaume-Uni qui ont décidé de sortir de l'Union européenne constitue un autre risque pour les perspectives. L'exposition directe des exportations du Canada au Royaume-Uni est relativement modeste, puisque ces exportations représentent à peine 3 % des biens exportés et que les autres pays de l'Union européenne interviennent pour une part de 4 % dans les exportations canadiennes. Mais dans la mesure où le Brexit exacerbe l'incertitude économique et la volatilité des marchés financiers dans le monde entier, il pourrait avoir des retombées négatives sur l'investissement des entreprises et les dépenses des ménages. La ratification de l'Accord économique et commercial global (AECG) entre le Canada et l'Union européenne pourrait éventuellement accuser des retards.

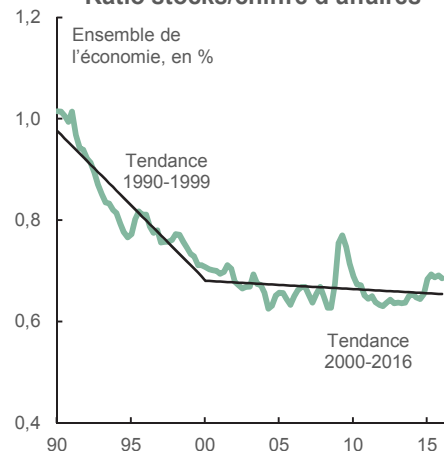
POLITIQUE MONÉTAIRE

Nous nous attendons à ce que la Banque du Canada s'abstienne d'intervenir d'ici la fin de l'année et pendant la plus grande partie de 2017 avant de commencer éventuellement à accroître, à la fin de l'an prochain, son taux de financement à un jour. En le relevant plus tôt que tard, il lui faudrait prendre d'énormes précautions pour produire des effets favorables, alors qu'en le relevant plus tard que tôt, il suffirait de quelques faits malheureux pour que les perspectives se détériorent.

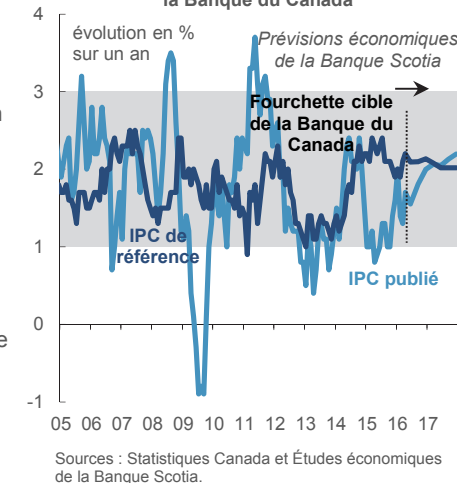
La capacité excédentaire désinflationniste devrait perdurer sur tout notre horizon prévisionnel si l'on s'en remet à l'ensemble des indicateurs qu'utilise la Banque du Canada. C'est pourquoi nos prévisions laissent entrevoir une légère pression à la hausse sur l'objectif d'inflation de 2 % de la Banque du Canada et sur la fourchette de 1 % à 3 % de la politique monétaire (graphique 7), de sorte qu'il faudra déployer une politique monétaire fortement stimulative pour se prémunir contre des risques qui pourraient normalement faire baisser les projections inflationnistes. Les marchés de l'emploi ne seront toujours pas à même d'assurer des conditions de plein emploi, dont un taux de participation au marché du travail cycliquement et structurellement déprimé, les statistiques des enquêtes laissant entendre que les pénuries de main-d'œuvre déclarées par les employeurs sont faibles et en baisse, que la croissance des salaires est modeste et que les employés à temps partiel sont nombreux. L'utilisation de la capacité industrielle continue d'accuser un retard de plusieurs points de pourcentage sous la moyenne des dix années qui ont précédé la crise financière mondiale. Nous prévoyons que les deux grands baromètres du « déficit de production » de la Banque du Canada se contrediront légèrement d'ici la fin de 2017, puisqu'un baromètre préfigure une conjoncture équilibrée et que l'autre continuera d'annoncer une capacité excédentaire nette pour un résultat moyen laissant entrevoir une léthargie continue (graphique 8).

Le marché du logement très vigoureux et un cycle de consommation aux prises avec le risque d'une correction désastreuse, dans le contexte d'une politique monétaire durcie ou de coûts de crédit à terme fixés par le marché sont d'autres arguments qui militent pour une longue pause. La prévision plus modérée des hausses de taux de la Réserve fédérale américaine — nous croyons aujourd'hui que la Fed s'abstiendra d'intervenir cette année et qu'elle haussera ses taux trois fois l'an prochain — limite la mesure dans laquelle la Banque du Canada peut compter sur la faiblesse du huard pour soutenir la croissance des exportations. Le risque conjoncturel mondial élevé, notamment les élections américaines vers la fin de l'année, les élections européennes l'an prochain, la longue période d'incertitude qui régnera sur l'Europe dans la foulée du Brexit et les tensions géopolitiques constantes sur différents marchés continuent de représenter un risque accru pour la conjoncture internationale. Dans l'ensemble, nous sommes d'avis que la Banque du Canada devra prendre ses distances par rapport aux risques baissiers et aux chocs sur l'économie avant d'être à l'aise de hausser ses taux d'intérêt; c'est pourquoi nous ne croyons pas que les marchés devraient s'inquiéter avant longtemps du risque d'un cycle haussier des taux.

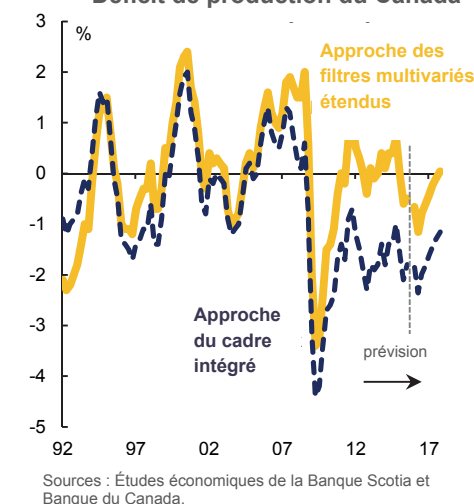
Graphique 6
Ratio stocks/chiffre d'affaires



Graphique 7
L'inflation ne devrait pas rompre avec les fourchettes de la politique monétaire de la Banque du Canada



Graphique 8
Déficit de production du Canada



Provinces

LE RÉALIGNEMENT BAT SON PLEIN

- Plusieurs indicateurs, dont la migration interprovinciale nette, révèlent le rééquilibrage de la croissance économique régionale.
- Un nouvel amoindrissement du déficit combiné des sept provinces consommatrices de pétrole pour l'exercice financier 2016 et le prochain exercice devrait faire baisser leur dette nette par rapport au PIB.

Le rythme auquel les provinces s'adaptent à la léthargie des cours du pétrole et des prix des autres minéraux est fulgurant, mais inégal. Les tragiques incendies forestiers de Fort McMurray ont accentué le déclin de la production de l'Alberta au premier semestre de 2016. Toutefois, la reconstruction apportera une compensation partielle au deuxième semestre, en limitant à près de 1,5 % la baisse projetée du PIB réel pour l'Alberta en 2016. En 2017, la reconstruction et un certain raffermissement des cours du pétrole devraient étayer la croissance de la production malgré les répercussions continues de la restructuration du secteur pétrolier. Pour les deux autres grandes provinces productrices de pétrole, la léthargie des cours de la potasse et de l'uranium complique la reprise en Saskatchewan, alors que le PIB réel de Terre-Neuve-et-Labrador, favorisé cette année par le léger relèvement de la production pétrolière en mer, devrait être orienté à la baisse dans les prochaines années, en raison de la fin de l'exploitation de son quatrième gisement pétrolier en mer, puis du projet hydroélectrique de Muskrat Falls. Les trois grandes provinces productrices de pétrole visent à se diversifier au-delà de l'extraction des ressources, mais leurs assises existantes dans l'ensemble des autres secteurs d'activité, malgré leur expansion, restent relativement modestes alors que la concurrence mondiale s'intensifie, malgré l'affaiblissement du dollar canadien.

La Colombie-Britannique, talonnée par l'Ontario, devrait mener la croissance des provinces pendant toute l'année 2017. En mai, les solides gains de l'emploi de ce secteur révèlent une expansion continue des revenus apportés par les services du secteur privé. Parmi les points forts observés cette année dans les autres provinces consommatrices de pétrole, on relève la construction d'autobus au Manitoba, les contrats de construction navale en Nouvelle-Écosse et en Colombie-Britannique, et les prix vigoureux des exportations dans le secteur des pêches. Parmi les risques figurent la renégociation de l'*Accord sur le bois d'œuvre résineux entre le gouvernement du Canada et le gouvernement des États-Unis* et, plus généralement, l'hypothèse d'un relèvement des investissements des entreprises pendant toute l'année 2017.

Nous nous attendons à ce que la baisse de l'abordabilité vienne freiner graduellement le regain du début de 2016 sur les marchés du logement de Vancouver, de Victoria et de Toronto, même si ces marchés ont inscrit cette année une solide croissance de l'emploi (graphique 1). L'activité sur les marchés du logement au Manitoba et dans l'est de l'Ontario devrait se stabiliser à des niveaux inférieurs. L'inversion du solde de la migration interprovinciale en Alberta au quatrième trimestre de 2015 et au premier trimestre de 2016 a stimulé l'immigration nette en Ontario et surtout en Colombie-Britannique, en plus d'élaguer les sorties nettes de population des autres provinces. Puisque le gouvernement fédéral et les provinces sont désormais plus attentifs à l'immigration internationale, nous prévoyons désormais des baisses annuelles plus modestes du nombre de résidents qui ont l'âge de travailler dans les provinces de l'Atlantique, dont la population est plus âgée. Dans tout le Canada, les nombreux travailleurs qui se sont installés en Alberta sont rentrés chez eux, et depuis le milieu de 2015, la baisse moyenne de 2,4 % sur un an des salaires hebdomadaires moyens de l'Alberta est un facteur qui ralentit les gains de rémunération partout ailleurs au Canada.

Les budgets déposés par les provinces au printemps 2016 révèlent, pour l'exercice financier 2016-2017 (EF17), un déficit global frôlant les 18 milliards de dollars, contre 10,2 milliards

RENSEIGNEMENTS

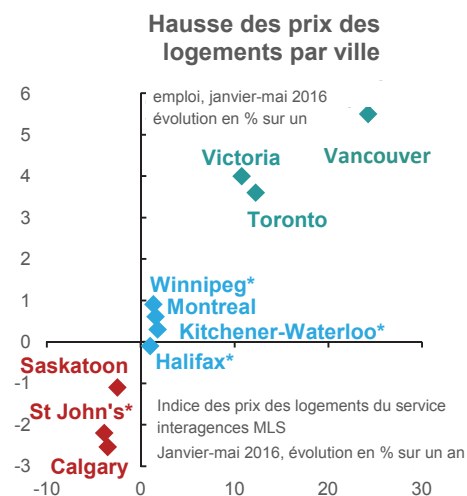
Mary Webb

416.866.4202

Études économiques de la Banque Scotia

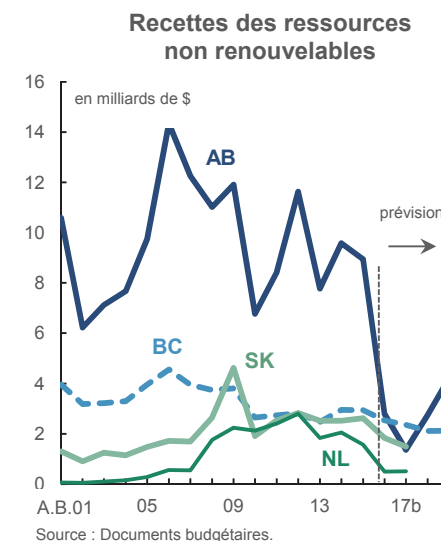
mary.webb@scotiabank.com

Graphique 1



*Prix de vente moyen du service interagences MLS
Sources : CRÉA et Statistique Canada.

Graphique 2



de dollars dans l'EF15. Cette détérioration s'explique par une remontée de près de 13 milliards de dollars, depuis deux ans, du déficit de l'Alberta, de Terre-Neuve-et-Labrador et, dans une moindre mesure, de la Saskatchewan, dont les rentrées au titre des ressources ont basculé (graphique 2). Dans les sept autres provinces, le déficit projeté de 5,2 milliards de dollars dans l'EF17 correspond à la moitié de leur déficit pour l'EF15. Pour l'EF17, la Colombie-Britannique, le Québec et la Nouvelle-Écosse projettent un excédent, et dans l'EF18, l'Ontario, la Saskatchewan et l'Île-du-Prince-Édouard viendront grossir leurs rangs.

Pour les sept provinces consommatrices de pétrole, la dette nette par rapport au PIB devrait continuer de baisser dans les deux prochaines années. Dans de nombreuses provinces, les ambitieux plans de dépenses d'immobilisations, notamment en réaction au nouveau financement fédéral, ont ralenti les progrès accomplis dans la stabilisation du fardeau de la dette des provinces. Des taux d'intérêt qui n'ont jamais été aussi faibles et les coûts modérés de la construction non résidentielle encouragent également l'investissement dans les infrastructures. Au premier trimestre de 2016, ces coûts ont été inférieurs par rapport à il y a un an à Calgary et Edmonton et ont monté de moins de 2 % dans plusieurs autres grandes villes. Toujours est-il qu'il sera probablement difficile, pour la plupart des provinces, d'assurer un équilibre comptable. L'austérité pratiquée depuis plusieurs années tient déjà compte du relèvement des droits et des taxes, de la réforme des régimes de retraite de la fonction publique, de la restructuration des organismes et du maintien à près de zéro, depuis longtemps, de la croissance de la rémunération des fonctionnaires.

Tableau 1 — Provinces

évolution annuelle en %, sauf indication contraire

PIB réel	CA	NL	PE	NS	NB	QC	ON	MB	SK	AB	BC
2000-14	2,2	2,8	1,8	1,4	1,2	1,8	1,9	2,4	2,3	3,5	2,6
2015*	1,1	-2,2	1,5	0,8	1,9	1,1	2,5	2,3	-1,4	-4,0	3,0
2016p	1,3	0,1	1,4	1,3	0,6	1,5	2,5	2,2	-0,2	-1,7	2,7
2017p	2,0	-1,2	1,3	1,2	0,6	1,7	2,3	2,1	2,0	2,2	2,6
PIB nominal											
2000-14	4,6	6,9	4,4	3,4	3,3	3,7	3,7	4,6	6,7	8,0	4,4
2015e	0,5	-8,9	2,9	2,2	3,1	2,6	4,1	3,6	-5,3	-11,0	4,6
2016p	2,2	-1,8	2,9	2,7	1,9	3,1	4,2	3,6	-2,2	-3,6	4,3
2017p	4,3	2,0	2,9	2,8	2,0	3,6	4,3	3,9	4,9	5,7	4,7
Emploi											
2000-14	1,4	1,1	1,4	0,7	0,6	1,3	1,3	1,0	1,3	2,6	1,2
2015	0,8	-1,0	-1,1	0,1	-0,6	0,9	0,7	1,5	0,5	1,2	1,2
2016p	0,6	-0,8	-1,0	0,2	-0,8	0,6	1,1	0,3	-0,3	-1,3	2,0
2017p	0,8	-0,8	0,4	0,3	0,2	0,7	1,1	0,8	0,5	0,6	1,1
Taux de chômage (%)											
2000-14	7,1	14,4	11,2	8,9	9,6	8,1	7,2	5,0	4,9	4,8	6,7
2015	6,9	12,8	10,4	8,6	9,8	7,6	6,8	5,6	5,0	6,0	6,2
2016p	7,1	13,4	10,6	8,6	9,9	7,5	6,7	5,9	6,1	7,8	6,4
2017p	7,1	13,8	10,5	8,5	9,8	7,4	6,7	5,8	5,9	7,5	6,4
Mises en chantier de logements (en milliers d'unités)											
2000-14	199	2,7	0,8	4,4	3,7	44	71	5,1	5,2	35	27
2015	196	1,7	0,6	3,8	2,0	38	70	5,5	5,1	37	31
2016p	188	1,7	0,5	2,7	1,6	38	72	4,9	4,5	23	40
2017p	180	1,6	0,5	3,0	1,8	38	68	5,4	4,4	23	34
Ventes de véhicules automobiles (en milliers d'unités)											
2000-14	1622	28	5	48	37	408	615	46	44	215	176
2015	1898	35	8	54	43	444	761	56	54	236	207
2016p	1955	34	8	55	43	470	801	56	53	220	215
2017p	1945	32	7	55	43	467	795	56	54	222	214
Soldes budgétaires, exercice terminé le 31 mars (en M\$)											
2000-14	-3 238	130	-40	-24	-130	-968	-4 876	-53	450	1 809	195
2015	1 911	-986	-20	-144	-389	-725	-10 314	-452	62	1 115	1 683
2016r**	-5 000	-2 200	-28	-71	-466	0	-5 686	-1 011	-427	-6 442 ⁺	377
2017p**	-27 000	-1 830	-10	127	-347	0	-4 306	-911	-434	-10 421	264

* PIB réel par secteur d'activité, prix de base. ** EF16 et EF17 : estimations des provinces, Saskatchewan, sauf rajustement du passif des régimes de retraite; évolution : Manitoba, EF04-EF14, et Alberta, EF05-EF14. ⁺ Résultats définitifs pour l'EF16.

États-Unis

À CONTRECOURANT DE LA LÉTHARGIE MONDIALE

- La progression soutenue des dépenses de consommation et de l'activité dans le secteur du logement place les États-Unis sur une trajectoire de croissance modeste. Les hausses relativement vigoureuses de l'emploi et des salaires, de pair avec des taux d'intérêt et des prix de l'essence qui n'ont jamais été aussi faibles, vitaminent le pouvoir d'achat des Américains.
- Par contre, l'investissement des entreprises américaines a considérablement freiné, même si les dépenses en immobilisations attribuables à l'effondrement lancinant des cours de l'énergie cessent petit à petit de se replier. Or, l'activité industrielle est en proie à des risques baissiers de plus en plus considérables, accentués par le plongeon des commandes de biens durables et la probabilité d'une nouvelle léthargie des exportations en raison des attentes dégradées vis-à-vis de la croissance mondiale.
- La Réserve fédérale se gardera probablement d'intervenir cette année et ralentira l'an prochain le rythme de normalisation des taux d'intérêt en raison de l'incertitude accrue et de la conjoncture financière volatile dans la foulée du scrutin du Royaume-Uni sur le Brexit. Cette incertitude contribue déjà à de forts mouvements de refuge dans le dollar américain, ce qui pèsera sur la croissance de l'économie des États-Unis et sur ses perspectives d'inflation. Le rendement des obligations du Trésor américain à dix ans devrait chuter à 1,2 %.

L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE GARDE UNE TRAJECTOIRE DE CROISSANCE MODÉRÉE

L'économie américaine continuera d'afficher une tenue relativement exceptionnelle parmi les pays développés, grâce à une croissance de la production soutenue par un profil comparativement plus vigoureux des dépenses intérieures. L'actualité du Royaume-Uni et de l'Europe réduira légèrement les perspectives de croissance de l'économie américaine à cause des liens commerciaux et monétaires; toutefois, elle aura essentiellement pour effet de décaler les hausses du taux des fonds fédéraux.

La croissance de la production américaine devrait s'établir à une moyenne de 1,9 % en 2016, ce qui est nettement inférieur à la hausse moyenne de 2,1 % des six premières années du cycle actuel et ce qui représente presque un point de pourcentage complet sous l'avance moyenne de 2,8 % de la période d'expansion qui a précédé la Grande Récession. Alors que les dépenses de consommation et la construction résidentielle devraient continuer d'inscrire des gains relativement solides (graphique 1), grâce à une conjoncture financière et de crédit plutôt favorable, le fléchissement des exportations et de l'investissement des entreprises en raison de l'anémie de la croissance internationale et la vigueur du dollar américain pèsent sur l'ensemble de la croissance de l'économie. Une légère amélioration dans ces secteurs à la traîne devrait permettre à l'économie américaine de reprendre de la vitesse l'an prochain, puisque la croissance de la production des États-Unis devrait inscrire un gain légèrement supérieur, mais toujours faible historiquement, de 2,2 % en 2017.

L'incapacité de générer et de soutenir une croissance beaucoup plus solide de l'économie américaine s'explique par un certain nombre de facteurs. Certains sont passagers, par exemple les retombées des sautes d'humeur de la météorologie, les grèves et les catastrophes nationales. Or, d'autres facteurs sont structurels et s'inscrivent dans la durée. Il s'agit notamment de la baisse du potentiel de croissance entraînée par le vieillissement de la population active et des tendances nettement baissières de la productivité, des disparités de plus en plus grandes dans les revenus et la richesse des ménages, et d'une propension

RENSEIGNEMENTS

Aron Gampel

416.866.6259

Études économiques de la Banque Scotia
aron.gampel@scotiabank.com

Carlos Gomes

416.866.4735

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

Derek Holt

416.863.7707

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

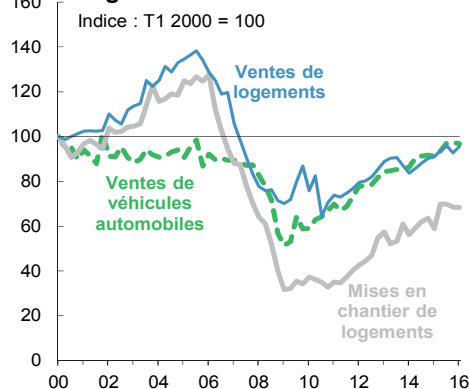
Mary Webb

416.866.4202

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

Graphique 1

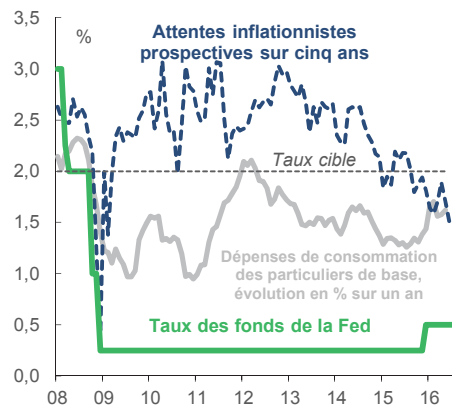
Lente, mais constante reprise du logement et de l'automobile



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

Graphique 2

Attentes vis-à-vis de l'inflation



Sources : Bloomberg et Études économiques de la Banque Scotia.

à épargner davantage dans la foulée du choc économique de la crise financière de 2008-2009. En outre, la tendance du dollar américain à se raffermir depuis plusieurs années a pour effet d'effriter la compétitivité, ce qui, de pair avec le ralentissement considérable de la croissance mondiale et des courants commerciaux, amoindrit les exportations.

L'année 2016 a commencé au ralenti, en raison d'une transition léthargique dans la foulée du freinage de l'activité économique pendant tout le deuxième semestre de 2015, ainsi que d'un nouveau repli des investissements liés à l'énergie et de l'ensemble des exportations du fait de la turbulence chronique de la conjoncture économique et des prix des produits de base dans le monde entier. Bien qu'on s'attende à ce que le PIB réel des États-Unis rebondisse, dans la période d'avril à juin, pour réintégrer la fourchette des taux de croissance annualisée de 2,5 % à 3 % — dynamisé par la reprise des dépenses de consommation, d'autres gains dans l'activité du secteur du logement et les signes de stabilisation de la production manufacturière —, il se pourrait qu'il soit difficile de soutenir ou d'accentuer ce rythme jusqu'à la fin de l'année et l'an prochain. Le récent repli de la croissance de l'emploi aux États-Unis, de pair avec les gains réduits du secteur des services et l'atonie continue de l'investissement des entreprises, limitera l'amélioration de l'économie intérieure. La léthargie chronique du commerce mondial tempère l'envergure du rebond de l'industrie manufacturière et des exportations américaines. Dans le même temps, la plus forte incertitude provoquée par la décision du Royaume-Uni de sortir de l'Union européenne et la prochaine campagne pour l'élection à la présidence des États-Unis auront probablement pour effet d'amener de nombreux ménages et d'innombrables entreprises américaines à se montrer d'humeur prudente dans leurs dépenses.

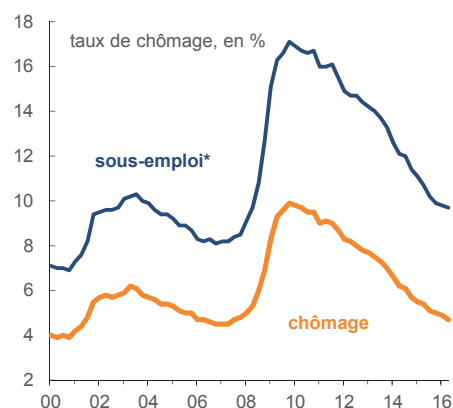
LES DÉPENSES DE CONSOMMATION ET LES DÉPENSES RÉSIDENTIELLES MÈNENT TOUJOURS L'ÉCONOMIE...

L'économie américaine est caractérisée par d'importants déséquilibres de rendement entre les secteurs d'activité. La croissance générée en deçà des frontières américaines reste plus solide que l'activité liée aux exportations et à l'activité industrielle. Les dépenses de consommation et la construction résidentielle expliquent la quasi-totalité de la croissance de l'économie américaine en volume depuis les deux dernières années et demie, puisqu'elles ont inscrit un taux de croissance annuel qui s'établit à une moyenne de 3,3 % contre seulement 0,3 % pour le reste de l'économie.

Les fondamentaux qui sous-tendent les dépenses de consommation aux États-Unis restent plutôt favorables. Le niveau de « sous-emploi » continue de suivre une tendance baissière et d'inscrire de nouveaux creux cycliques, dans la foulée des gains continus de l'emploi, qui se sont soldés à plus de 14 millions de postes nets créés durant ce cycle (graphique 3). Le renforcement de l'emploi a permis de hausser les traitements et les salaires, en plus de contribuer, de pair avec de meilleurs gains pour les salaires minimums et un taux d'inflation relativement faible et stable, à la progression du revenu disponible corrigé de l'inflation, qui s'établit à un rythme légèrement supérieur au taux annualisé de 3 %. Ces tendances devraient se renforcer durant l'été lorsque le rythme des embauches reprendra une

Graphique 3

Le sous-emploi : toujours un facteur



*U6, y compris les travailleurs pratiquement inactifs et sous-employés. Sources : BLS et Études économiques de la Banque Scotia.

Tableau 1 — Prévisions trimestrielles pour les États-Unis

	2015		2016				2017			
	T3	T4	T1	T2p	T3p (moyenne)	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Économique										
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	2,0	1,4	1,1	2,8	2,0	2,0	2,3	2,3	2,3	2,2
PIB réel (variation annuelle en %)	2,1	2,0	2,1	1,8	1,8	2,0	2,3	2,1	2,2	2,3
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	0,1	0,4	0,8	1,0	1,4	2,0	2,4	2,3	2,3	2,3
Indice de référence (variation annuelle en %)	1,8	2,0	2,3	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Financier										
	(à la fin de la période)									
Euro (EUR/USD)	1,12	1,09	1,14	1,11	1,05	1,05	1,05	1,07	1,10	1,12
Livre sterling (GBP/USD)	1,51	1,47	1,44	1,33	1,25	1,25	1,27	1,27	1,30	1,35
Yen - Japon (USD/JPY)	120	120	113	103	105	105	110	110	115	115
Fed Funds Rate (%)	0,25	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	1,00	1,25
Bon du Trésor à 3 mois	-0,02	0,16	0,20	0,26	0,25	0,30	0,35	0,60	0,85	1,10
Obligation du Trésor à 2 ans	0,63	1,05	0,72	0,58	0,50	0,65	0,85	1,00	1,30	1,60
Obligation du Trésor à 5 ans	1,36	1,76	1,20	1,00	0,85	1,00	1,10	1,25	1,45	1,80
Obligation du Trésor à 10 ans	2,04	2,27	1,77	1,47	1,20	1,30	1,40	1,50	1,75	2,00
Obligation du Trésor à 30 ans	2,85	3,02	2,61	2,28	2,00	2,10	2,20	2,25	2,30	2,40

trajectoire un peu plus solide que celle qui a précédé le ralentissement inattendu au printemps. Le pouvoir de dépenses devrait continuer d'être étayé par des coûts de crédit et des prix de l'essence « plus faibles pendant plus longtemps ». Dans l'ensemble, les dépenses liées aux intérêts et à l'énergie représentent moins de 14 % du revenu disponible des particuliers, soit cinq points de pourcentage de moins que le sommet de près de 19 % inscrit en 2008.

Les dépenses de consommation des États-Unis dans le domaine des biens et des services devraient progresser en moyenne de 2,7 % en 2016 et 2017, ce qui représenterait essentiellement 90 % de la croissance globale du pays. Les ventes de biens dont le prix unitaire est élevé offrent toujours un certain potentiel de hausse. Les achats de voitures neuves devraient continuer de progresser, même si le rythme de l'augmentation devrait se ralentir à un niveau annualisé de 17,7 millions et 18,0 millions d'exemplaires cette année et l'an prochain, puisque les ventes ont maintenant dépassé les sommets atteints au début du millénaire. La demande de véhicules de remplacement est toujours une force motrice, puisque l'âge moyen des véhicules sur les routes américaines atteint le chiffre record de 11,5 ans. De même, les ventes de maisons neuves et anciennes devraient continuer de suivre une tendance à la hausse. Les facteurs démographiques sont très favorables : le nombre de « milléniaux » sur le marché de l'emploi ne cesse d'augmenter, ce qui dynamise la création des ménages et la demande d'habitations. La confiance est renforcée par les gains constants de l'emploi et des salaires, la baisse des frais de financement, puisque le taux hypothécaire sur 30 ans s'établit à un peu moins de 3,5 %, et l'augmentation de l'offre du crédit. Aux États-Unis, la construction de logements devrait progresser dans les deux chiffres cette année et l'an prochain pour s'établir à des taux annualisés de 1,24 et 1,38 million de logements respectivement, l'offre de logements invendus s'établissant à son plus bas depuis 30 ans. Dans la rénovation, l'activité continue de prendre de la vitesse, puisque le nombre de propriétaires qui visent à moderniser leur résidence ne cesse de s'accroître.

Il n'en demeure pas moins que la conjoncture des dépenses de consommation aux États-Unis a été légèrement dégradée, ce qui témoigne de l'incertitude accrue qui règne dans le monde entier et de la léthargie de la croissance dans la plupart des régions. Dans ce contexte, les ménages américains se montreront probablement plus prudents dans leurs dépenses. Les effets négatifs des problèmes liés à l'énergie aux États-Unis — soit la baisse considérable de la production du pétrole de schiste et la forte contraction de l'investissement des entreprises — ont eu pour effet de réduire le rythme de la création d'emplois et de l'activité dans le secteur des services. Bien que dans l'ensemble, le taux de chômage ait baissé, en mai, pour atteindre un creux cyclique de 4,7 %, ce recul s'explique par un glissement inattendu et importun du taux de participation de la population active. De surcroît, la prochaine élection présidentielle se décidera probablement sur les plateformes populistes et antimondialistes des candidats prétendant à la présidence, ce qui pourrait éventuellement exacerber les inquiétudes des consommateurs.

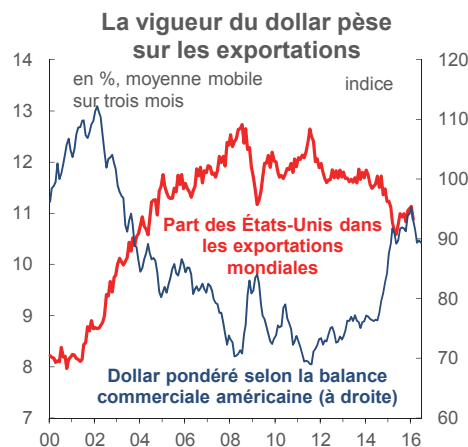
Le rebond de l'activité liée au logement a lui aussi été tempéré. L'abordabilité s'est effritée dans de nombreuses villes et régions dans lesquelles les marchés de l'emploi sont généralement plus solides et dans lesquelles l'appréciation des prix des logements est plus évidente. De même, l'endettement record des étudiants de la « génération X » (nés entre 1965 et 1980) et de la génération des « milléniaux » (nés après 1980) est un obstacle qui se dresse contre l'amélioration des ventes de logements, même s'il est propice à un nouveau relèvement de l'offre de logements locatifs.

... ALORS QUE L'ACTIVITÉ INDUSTRIELLE ET LE COMMERCE SONT TOUJOURS À LA TRAÎNE

La balance commerciale nette pèse sans cesse sur la croissance américaine, en raison de la léthargie chronique des exportations de ce pays et, jusqu'à une époque récente, des importations relativement solides. La baisse de la demande de produits fabriqués aux États-Unis est directement attribuable au ralentissement mondial, alors que la vigueur du dollar américain nuit à la compétitivité et aux exportations, puisque les États-Unis déclarent une baisse de l'activité exportatrice plus importante que la plupart de leurs grands partenaires commerciaux internationaux (graphique 4).

La croissance des exportations s'est brusquement repliée durant l'année écoulée en raison de la glissade dans les deux chiffres des cours du pétrole brut et d'autres produits de base, par exemple les produits alimentaires, et du recul connexe dans la transformation des

Graphique 4



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

Tableau 2 — États-Unis

	2000-14	2015	2016p	2017p
	(variation annuelle, en %)			
PIB réel	1,9	2,4	1,9	2,2
Dépenses de consommation	2,3	3,1	2,7	2,7
Investissement dans le secteur résidentiel	-1,7	8,9	9,6	5,0
Investissements des entreprises	2,4	2,8	-0,9	2,9
Gouvernement	1,0	0,7	1,0	0,8
Exportations	4,0	1,1	1,0	2,8
Importations	3,4	4,9	1,4	3,9
PIB nominal	4,0	3,5	3,2	4,3
Indice implicite du PIB	2,1	1,0	1,3	2,0
Indice des prix à la consommation	2,4	0,1	1,6	2,4
Indice de référence	2,0	1,8	2,2	2,3
Bénéfices des sociétés avant impôts	6,3	-3,1	-3,0	5,0
Emploi	0,5	2,1	1,7	1,4
Taux de chômage (en %)	6,4	5,3	4,8	4,7
Solde des paiements courants (en G\$ US)	-525	-463	-507	-544
Balance commerciale (en G\$ US)	-661	-763	-760	-812
Solde budgétaire fédéral (en G\$ US)	-535	-439	-500	-530
pourcentage du PIB	-3,9	-2,4	-2,7	-2,7
Mises en chantier (en millions)	1,29	1,11	1,24	1,38
Ventes de véhicules motorisés (en millions)	15,2	17,3	17,7	18,0
Production industrielle	0,8	0,3	-0,9	2,5

ressources. Les exportations ont baissé dans tous les sous-secteurs de la fabrication industrielle cette année, sauf pour le matériel de transport. Ce repli est surtout évident dans l'exportation de la machinerie (surtout celle qui est destinée au secteur de la construction, de même qu'à l'exploitation minière et au secteur pétrogazier) et des produits alimentaires, deux secteurs qui ont inscrit un recul dans les deux chiffres. Ces deux secteurs expliquent plus du tiers du ralentissement de l'ensemble des exportations manufacturières des États-Unis cette année — soit plus du double de leur part de 16 % dans les exportations. Les exportations américaines de produits à plus forte valeur ajoutée comme l'équipement de haute technologie ont accusé un repli plus modeste de 4 % sur un an.

La léthargie soutenue des exportations et de l'activité industrielle des États-Unis pèse de plus en plus sur la rentabilité des entreprises, même si Washington a prorogé plusieurs crédits aux entreprises et crédits d'impôt, notamment l'amortissement accéléré. Les bénéfices ont plongé de 5,7 % sur un an au premier trimestre; l'importante correction des cours du brut à partir du milieu de 2014 jusqu'au début de 2016 explique plus de la moitié de cette baisse dans l'ensemble. Or, la réduction des bénéfices s'est modérée par rapport à la glissade de 11,5 % dans les derniers mois de 2015, alors que le cours du brut a bondi de plus de 50 % depuis la mi-février. Même si les entreprises doivent toujours composer avec une compression continue de leurs marges bénéficiaires, nous nous attendons à ce que les bénéfices reprennent leur progression plus tard dans l'année et augmentent de près de 5 % en 2017, dans la foulée du raffermissement progressif de l'activité économique aux États-Unis et ailleurs dans le monde.

Les entreprises américaines ont ralenti leurs dépenses en immobilisations, surtout dans les secteurs liés aux ressources. L'investissement des secteurs pétrogazier et agricole dans la machinerie et l'équipement logistique a fléchi de plus de 30 % sur l'an dernier, ce qui explique la quasi-totalité du ralentissement des dépenses des entreprises. Bien que l'investissement ait également ralenti dans d'autres secteurs d'activité, sauf le secteur pétrogazier, les dépenses continuent d'augmenter de 4 % sur un an (graphique 5) et s'accroissent même dans certains secteurs à forte valeur ajoutée, par exemple les secteurs de la haute technologie et des produits médicaux. La trajectoire de croissance léthargique débordera largement sur le deuxième semestre de l'année alors que les entreprises tâcheront d'enrayer la remontée des ratios stocks/chiffre d'affaires qui caractérisent presque tous les secteurs, soit aussi bien les détaillants que les fabricants et les grossistes. Pour mettre fin à cette correction substantielle des stocks, il est essentiel de miser sur le rebond récent du cours du brut, ou du moins de le longéviser. Toujours est-il que l'incertitude avivée qui règne sur les perspectives économiques mondiales dans la foulée du Brexit renforcera l'attentisme dans les grandes décisions d'investissement des entreprises américaines.

RISQUES BAISSIERS ET HAUSSIERS

La volatilité accrue des marchés financiers et la montée de l'incertitude économique dans la foulée de la décision référendaire du Royaume-Uni de « se désaffilier » de l'Union européenne tempéreront les perspectives de croissance de l'économie américaine et de l'économie mondiale tout entière, déjà affaiblies par des difficultés structurelles chroniques. Les tensions inflationnistes tarderont à accélérer le rythme de l'économie (graphique 2). L'élection présidentielle du 8 novembre pourrait aussi accroître la vive incertitude économique qui règne aux États-Unis. Les candidats prétendants des deux grands partis politiques ont adopté des plateformes qui prévoient des politiques populistes et protectionnistes susceptibles d'aggraver les déséquilibres budgétaires des États-Unis et de nuire à leurs relations commerciales existantes. Le déficit fédéral américain est déjà en train de se creuser par rapport au PIB durant l'exercice 2016 et se détériore pour la première fois depuis 2009, alors que la croissance des revenus baisse à moins de 3 % dans le sillage de la hausse autorisée des dépenses discrétionnaires.

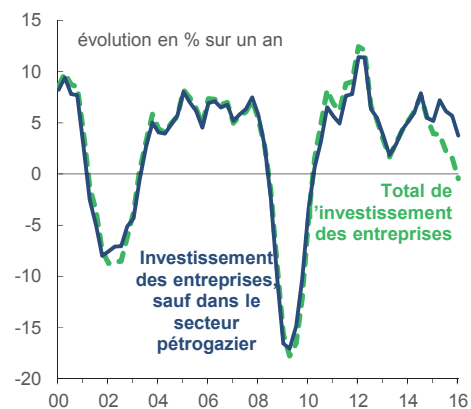
Une plus forte décélération de la croissance de l'économie chinoise aurait pour effet d'accroître les risques baissiers de la conjoncture américaine. La baisse de la demande de produits importés nuirait aux exportations américaines de biens et de services à valeur ajoutée. Les prix des produits de base et l'inflation globale seraient soumis à une tension baissière de plus en plus forte. Une léthargie significative du yuan aurait un effet déstabilisateur sur les marchés financiers du monde entier.

Bien que nous nous attendions à ce que la Fed reporte ses hausses de taux pour un temps, la hausse des pressions qui s'exerce sur les salaires aux États-Unis risquerait d'accélérer l'inflation et d'entraîner un nouveau relèvement des taux d'intérêt. Quoi qu'il en soit, le dollar américain se renforcerait vraisemblablement, ce qui pèserait davantage sur les exportations et l'activité industrielle, faute d'une reprise plus évidente de l'activité économique au Japon, au Royaume-Uni et dans la zone euro.

En revanche, toute réduction des innombrables problèmes géopolitiques du monde permettrait d'amoindrir la retenue des Américains dans leurs dépenses. Le règlement postélectoral d'un certain nombre d'enjeux d'intérêt public, qu'il s'agisse de remanier constructivement l'Obamacare ou

Graphique 5

Le secteur pétrogazier : un poids



Sources : BEA et Études économiques de la Banque Scotia.

de restructurer la fiscalité des entreprises, permettrait éventuellement de relever la croissance de l'économie américaine. En outre, la tendance de l'évolution de la croissance de la production américaine pourrait être plus forte que prévu si les dépenses menées par la conjoncture intérieure — en particulier l'activité dans le secteur du logement — prennent encore plus de vitesse à la faveur d'un coût de crédit « faible pour des durées prolongées ». Une nouvelle hausse des cours du brut améliorerait considérablement les perspectives d'investissement des entreprises.

PRÉVISIONS POUR LES MARCHÉS FINANCIERS AMÉRICAINS

Nous prévoyons que la Réserve fédérale s'abstiendra d'intervenir au moins jusqu'au printemps 2017 : une première hausse projetée au deuxième trimestre serait suivie de deux autres hausses dans le deuxième semestre de l'année. Il s'agit d'une évolution considérable du rythme prévu pour les relèvements de taux, qui est quand même moins haussière que le sont les marchés à l'heure actuelle. Nos prévisions révisées s'expliquent moins par l'inquiétude suscitée par les fondamentaux de l'économie intérieure américaine que par les tensions probables qui pèseront sur le dollar américain et la montée des risques pour la conjoncture internationale. Ces deux forces sont le résultat du référendum du Royaume-Uni, qui augmente le risque conjoncturel et exerce une tension baissière supplémentaire sur la croissance de l'Europe et du monde entier, ce qui oblige les autres banques centrales dans le monde, dont la Banque d'Angleterre, la Banque centrale européenne et la Banque du Japon, à prendre des mesures d'assouplissement tout à fait inattendues, qui se répercuteront sur les perspectives pour la Réserve fédérale.

Ainsi, ce qu'il est convenu d'appeler le « portage », qui consiste à se défaire d'actifs dont le rendement est toujours plus faible pour se rendre acquéreur d'actifs dont le rendement est supérieur aux États-Unis (ainsi qu'au Canada, en Australie et sur les marchés émergents, entre autres) devient plus prometteur et s'accompagne d'une pression à la hausse sur le dollar américain, ce qui renforce davantage le penchant que nous exprimons depuis longtemps pour cette monnaie.

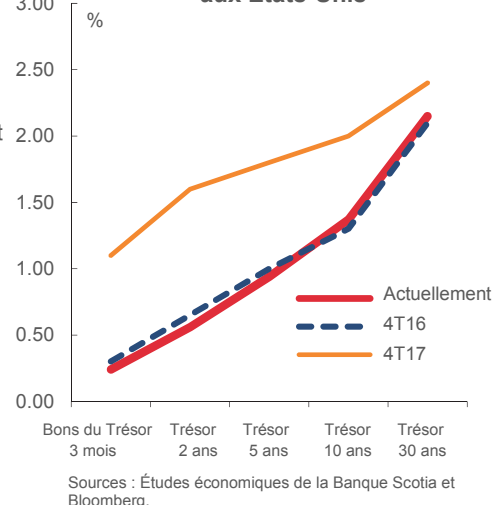
Par conséquent, les bons du Trésor américains à plus long terme resteront largement portés par les mesures des politiques monétaires des banques centrales. Les rendements inférieurs à l'étranger ont pour effet d'accroître la demande de bons du Trésor à rendement supérieur et d'en rajuster les cours à la hausse dans un environnement durable de rendements faibles qui nous a amenés à prévoir que le rendement des bons du Trésor américains à dix ans chutera à 1,2 % avant de remonter à 2 % à peine d'ici la fin de 2017. Cette prévision extrême comporte un risque de baisse. En raison d'une relation symbolique entre les rendements nominaux des bons du Trésor américains à dix ans et la croissance du PIB nominal, qui donnait de meilleurs résultats comme structure d'évaluation sommaire jusqu'à une époque plus récente, les rendements devraient se négocier entre un et deux multiples de plus que les rendements actuels. Il s'agit du point essentiel en ce qui concerne l'utilisation très limitée des relations historiques qui permettent de prédire aujourd'hui les rendements des obligations souveraines. Les forces qui ont isolé ces relations sont essentiellement déterminées par les facteurs suivants :

- les taux neutres des politiques de relance monétaire se sont brutalement repliés;
- les banques centrales dans le monde entier ont induit une rareté relative des obligations négociables dans le cadre de leurs programmes d'assouplissement quantitatif (« QE »), rareté qui ne fera que s'accroître en 2017;
- les banques centrales pratiquent, dans le cadre de leurs politiques, des taux négatifs dans l'Europe désaffiliée du Royaume-Uni et au Japon, ce qui pèse sur la structure mondiale des termes des taux d'intérêt;
- en raison de la décision de la Banque centrale européenne d'autoriser les institutions financières à emprunter dans la foulée des taux de dépôt négatifs, tous les titres dont le rendement est supérieur à ce coût négatif du financement deviennent plus attrayants même s'ils produisent un rendement négatif, dans un scénario où deux rendements négatifs permettent effectivement de dégager un rendement positif.

Nous supposons que ces forces perdureront sur l'ensemble de notre horizon prévisionnel, puisque la conjoncture mondiale et les politiques des banques centrales à l'étranger ont suivi des parcours imprévus. Le marché obligataire mondial navigue plus que jamais en eaux troubles.

Graphique 6

Courbe des rendements aux États-Unis



Mexique

UN ÉCLAIRAGE DIFFÉRENT?

- Le peso mexicain alourdi par l'incertitude liée au Brexit
- La consommation intérieure mènera les autres secteurs de l'économie.

DES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES INCERTAINES

Comme l'a si bien dit le grand poète Mario Benedetti : « C'est alors que nous pensions avoir toutes les réponses que toutes les questions ont brusquement changé ». Même s'il va de soi qu'il se livrait probablement à une réflexion philosophique, on ne peut s'empêcher d'y voir une analogie avec les perspectives économiques du Mexique, et peut-être même avec celles de nombreux autres pays. Le récent scrutin du Brexit a en effet assombri l'horizon de l'économie mondiale et des marchés financiers internationaux. Bien que le Mexique soit relativement protégé contre les risques économiques en Europe, puisque l'Union européenne représente moins de 5 % de l'ensemble des exportations mexicaines, le peso est frappé de plein fouet par les risques mondiaux, puisqu'il a valeur de symbole pour les monnaies des marchés émergents et que le Mexique est fortement intégré dans les marchés financiers mondiaux. Pour le Mexique, ce fait de l'actualité crée un environnement financier plus difficile, des courants de capitaux moins abondants et des défis de taille pour les décideurs de l'économie mexicaine. Puisque l'ampleur et la durée des effets du Brexit sont loin d'être claires, les perspectives économiques du Mexique sont en proie à une incertitude plus grande que d'habitude. Il se peut très bien que nous soyons appelés à revoir le cadre macroéconomique dans les mois à venir, lorsque nous en saurons plus sur la question et sur d'autres enjeux imminents.

Pour l'heure, le Mexique offre des perspectives économiques satisfaisantes d'ici la fin de l'année et en 2017. Le PIB devrait inscrire une croissance sous la normale de 2,4 % cette année, puis de 2,8 % en 2017, sur fond de tenue très contrastante des secteurs de l'activité économique. Grâce à des hausses de population, à la reprise progressive des classes de revenus moyens et élevés, à l'orientation favorable de la création d'emplois et à l'abondance du crédit dans les secteurs formels de l'économie, le marché intérieur devrait afficher une meilleure tenue que prévu. C'est pourquoi la consommation des ménages devrait progresser de 3,1 % en 2016 et de 3,2 % en 2017. Le commerce et l'hôtellerie, le transport, l'entreposage et les télécommunications, ainsi que les services financiers et les assurances feront partie des secteurs de croissance de l'économie, qui battront la marche avec une croissance supérieure à 3 % par an. La production manufacturière devrait se relever sous l'effet de la reprise de l'économie américaine et de la dévalorisation de la monnaie mexicaine. Par contre, on s'attend à une moindre performance de la part des secteurs liés à l'industrie pétrolière durement éprouvée, soit essentiellement les mines et l'industrie des produits chimiques.

Dans une conjoncture mondiale plus difficile, il est évident que le Mexique doit raffermir ses fondamentaux macroéconomiques. Par conséquent, un important remaniement budgétaire s'opère actuellement, pour dégager un excédent budgétaire primaire afin d'abaisser la dette publique. Ce remaniement entraîne une forte compression des dépenses publiques, qui devrait avoir un profond retentissement sur l'investissement public et un effet négatif sur l'ensemble des investissements.

En raison d'une conjoncture plus difficile sur les marchés mondiaux, le MXN devrait rester cantonné à des niveaux dévalorisés. Il convient de signaler que les prévisions de taux de change, soumises à de fortes incertitudes, connaîtront probablement des hauts et des bas d'ici la fin de l'année. Dans la conjoncture actuelle, nous nous attendons à ce que le peso mexicain varie fortement et s'établisse en moyenne à 18,6 pesos par dollar au deuxième semestre de l'année et à environ 18,0 pesos en 2017.

RENSEIGNEMENTS

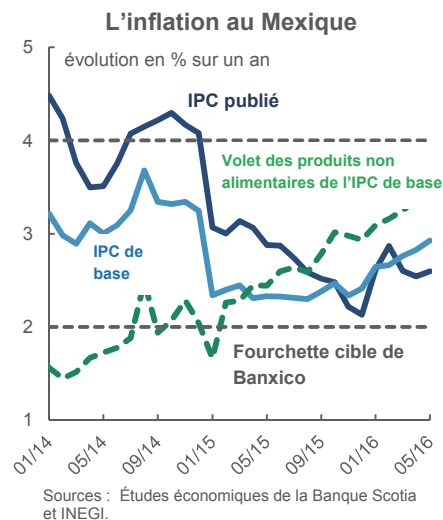
Mario Correa

5255.5123.2683 (Mexique)

Scotiabank Mexico

mcorrea@scotiabcb.com.mx

Graphique 1



Graphique 2



DURCISSEMENT DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

L'inflation est toujours endiguée depuis plus d'un an, même si des tensions pèsent sur les prix des marchandises en raison de la dévalorisation de la monnaie. Lorsque les chocs favorables qui restreignent l'inflation se résorberont, il est probable que nous constations, au deuxième semestre de 2016 et en 2017, une hausse des prix qui se rapprochera toutefois de la fourchette de 2 % à 4 % de la Banque du Mexique. Il convient de noter la tendance haussière évidente du volet des produits non alimentaires de l'IPC.

En raison des tensions constantes qui pèsent sur le taux de change et du risque croissant que cette dépréciation se traduise par la montée des attentes inflationnistes et par une dynamique d'inflation, nous nous attendons à ce que la Banque du Mexique intervienne plus décisivement dans sa ligne de conduite monétaire, en haussant son taux d'intérêt directeur pour blinder l'économie contre les facteurs externes et préserver la stabilité macroéconomique du pays. Nous nous attendons ainsi à ce que le taux d'intérêt d'un jour atteigne 4,5 % d'ici la fin de l'année et 5,50 % à la fin de 2017.

L'HUMEUR DES INVESTISSEURS TEINTÉE PAR DES FORCES EXTERNES

Comme tant d'autres pays, les marchés financiers du Mexique réagiront essentiellement à l'évolution de la conjoncture externe, et essentiellement aux mesures de la politique monétaire de la Réserve fédérale américaine. Il est probable que la Banque du Mexique emboîte le pas à la Fed chaque fois qu'elle augmentera son taux d'intérêt directeur. Or, les perspectives de la politique monétaire américaine sont elles aussi incertaines, surtout dans la foulée du scrutin du Brexit. Nous nous attendons à ce que la Fed n'intervienne pas d'ici la fin de 2016; or, si jamais elle devait devenir plus offensive et accroître les taux d'intérêt cette année, il est probable que la Banque du Mexique intervienne encore plus fermement.

La croissance de l'économie américaine est également un facteur pertinent pour l'économie mexicaine, puisque plus de 80 % des exportations du pays prennent le chemin du nord du Rio Bravo. Aux États-Unis, les ventes d'automobiles constituent un des grands moteurs de la production manufacturière du Mexique, et par conséquent, un fléchissement substantiel des achats de véhicules pèsera lourdement sur l'activité industrielle de ce pays, sur ses exportations et sur le rythme de sa croissance économique.

Si M. Trump devient le prochain président américain, compte tenu de ses commentaires radicaux sur les relations commerciales et bilatérales, il est probable que les marchés mexicains soient durement touchés. Il s'agit de l'un des principaux facteurs de risque qui planent sur l'économie mexicaine.

Les cours internationaux du pétrole constituent un autre facteur pertinent pour l'humeur des marchés, puisque les finances publiques sont largement tributaires des recettes pétrolières et que le soutien financier apporté expressément à Pemex sera alourdi par la baisse des cours du pétrole.

LES GRANDS ENJEUX DE LA CONJONCTURE INTÉRIEURE À COURT TERME

En raison du lien étroit qui unit Pemex et les finances publiques du Mexique, il est essentiel que la société d'État pétrolière dépose un plan convaincant de remaniement de ses finances et de ses opérations, devant la nouvelle réalité du secteur pétrolier. Ce n'est qu'alors que les finances publiques seront viables et au-delà des soupçons des agences de notation et des acteurs des marchés financiers.

Le gouvernement fédéral a prévu une compression budgétaire massive qui est censée garantir une saine gestion budgétaire dans les années à venir et dont les détails n'ont toujours pas été révélés. Le budget de 2017 devra être assez convaincant pour que les marchés soient persuadés que la stabilité économique n'est plus en péril et que le Mexique réussira à éviter les écueils qui jonchent l'évolution de la conjoncture économique mondiale.

Royaume-Uni

BREXIT : L'INCERTITUDE POURRAIT PLONGER LE PAYS EN RÉCESSION

- Dans la foulée du scrutin du Brexit, nous avons substantiellement révisé à la baisse nos prévisions de croissance du PIB. En 2016, nous prévoyons une légère récession, suivie d'une léthargie en 2017.
- Le brusque repli du taux de change de la livre sterling laisse entrevoir une accélération de l'inflation plus vive que prévu : l'inflation de l'IPC s'établira à 2 % sur un an d'ici au milieu de 2016.
- Le gouverneur de la Banque d'Angleterre a annoncé qu'il pourrait assouplir la politique monétaire durant l'été. Nous nous attendons à des réductions de taux de 50 points de base en juillet et à un nouvel assouplissement quantitatif en août.

Le Brexit a semé le doute sur les perspectives économiques du Royaume-Uni. Nous avons substantiellement révisé à la baisse nos prévisions de croissance du PIB, à 1,3 % sur un an en 2016 et à 0,0 % sur un an en 2017, contre près de 2,0 % sur un an auparavant. Malgré cette brutale révision à la baisse, la récession ne sera que très légère et passagère. Ce scénario central comporte une large part d'incertitude; il se peut donc que le repli soit plus ou moins prononcé. Les indicateurs des prochaines enquêtes sur les intentions d'investissement et la confiance des consommateurs nous apporteront les préindicateurs les plus justes.

En fait, les principales causes du recul des perspectives de croissance sont la contraction des investissements et l'anémie de la croissance des dépenses de consommation, qui sont compensées dans une certaine mesure par une meilleure contribution de la balance commerciale nette.

Plus précisément, les projets d'investissement qui étaient envisagés seront probablement mis en veilleuse pour une durée prolongée ou purement et simplement annulés. L'incertitude est la principale raison pour laquelle on doit s'attendre à une contraction des investissements. Tant qu'on ne connaîtra pas précisément la nature des relations commerciales entre le Royaume-Uni et le reste du monde, ou si même le Royaume-Uni finira par sortir de l'Union européenne, les entreprises se garderont probablement d'investir. À la différence de l'effondrement des investissements en 2008-2009, nous ne nous attendons pas à ce que la situation soit exacerbée par une paralysie du système financier. Le point de départ de nos prévisions est une baisse des investissements de l'ordre de la moitié de celle que nous avons constatée en 2008-2009, soit une contraction comprise entre -5 % et -10 % sur un an d'ici le milieu de 2017.

Dans le même temps, nous nous attendons à ce que la confiance des consommateurs plonge dans les mois à venir, ce qui entraînera une hausse du ratio d'épargne. Le rythme de croissance des dépenses de consommation pourrait donc se ralentir.

Près de 50 % de la population adulte auront été déçus par le résultat du référendum. Compte tenu de la violente réaction des marchés financiers et des nombreux comptes rendus des partisans de la « désunion » qui regrettent aujourd'hui leur geste, le recul de la confiance aurait pu être encore plus important.

En outre, la croissance du revenu disponible des ménages pourrait en pâtir, en donnant un nouveau coup de frein à la croissance des dépenses de consommation. En particulier, la croissance de l'emploi pourrait atteindre un point mort, puisque les entreprises s'abstiendront d'embaucher en raison de la montée de l'incertitude. L'austérité dans l'inflation des salaires pourrait amplifier cet effet. Enfin, ce qui n'est pas la moindre des choses, si l'inflation s'accroît

RENSEIGNEMENTS

Alan Clarke

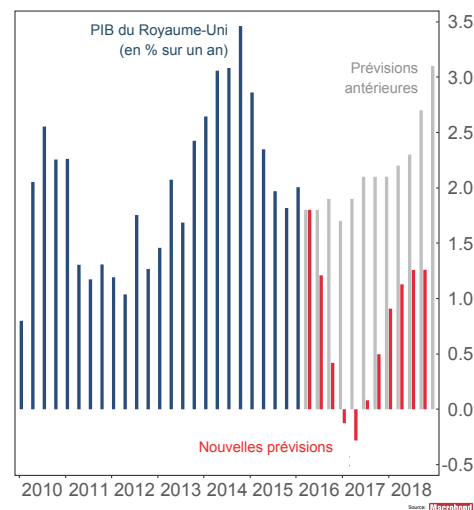
44.207.826.5986 (Londres)

Stratégie des titres à revenu fixe

alan.clarke@scotiabank.com

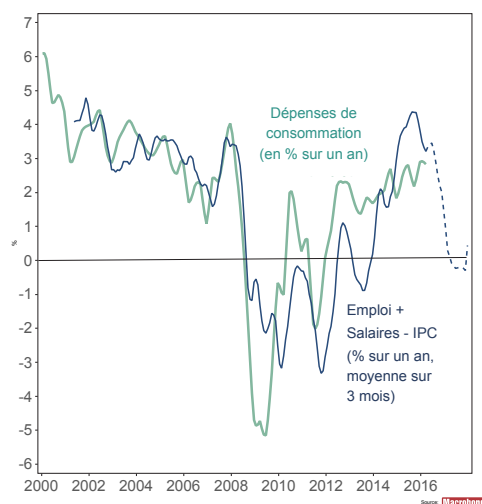
Graphique 1

Croissance du PIB du Royaume-Uni selon les prévisions à jour



Graphique 2

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



en raison de la faiblesse de la livre sterling (cf. les détails ci-dessous), le revenu disponible des ménages pourrait accuser un triple choc. En somme, la croissance des dépenses de consommation suivra en quelque sorte un parcours plus lent.

En revanche, cet inconvénient pourrait être en partie compensé puisque, la croissance des importations étant étroitement liée à la croissance de la demande intérieure, la décélération de la demande intérieure que nous entrevoyons aurait aussi pour effet de ralentir la croissance des importations (qui tonifie la croissance du PIB). Entretemps, à première vue, le brusque effondrement du taux de change de la livre sterling devrait donner un coup de pouce aux exportations. Or, si la demande mondiale était durement touchée par les secousses du scrutin du Brexit, ce serait le contraire qui se produirait.

L'INFLATION

Nous avons rajusté à la hausse notre profil de l'inflation de l'IPC, essentiellement en raison de la chute brutale du taux de change de la livre sterling. La leçon la plus importante qu'il faut sans doute tirer de la crise financière, c'est peut-être qu'il ne faut pas sous-estimer l'impact, sur l'inflation, des mouvements majeurs (dans un sens ou dans l'autre) du taux de change.

L'impact le plus immédiat de l'effondrement du taux de change de la livre sterling est probablement la hausse des prix des carburants routiers, qui devrait se manifester presque tout de suite et ajouter environ 0,1 % à l'inflation publiée, dont l'effet durera pendant un an.

Considérée isolément, la dévalorisation de près de 15 % du taux de change de la livre sterling pondéré des échanges commerciaux depuis la fin de l'an dernier laisse entrevoir une accélération d'à peine plus de 1 % de l'inflation de base. Le décalage entre la livre sterling et l'inflation varie effectivement, mais nous tablons sur un délai de l'ordre de six mois avant que ce délai produise ses effets. Par conséquent, nous estimons que le coup de pouce donné à l'inflation par la hausse des coûts des importations commencera à se manifester à partir de l'automne.

Toutefois, la situation est plus nuancée. Compte tenu de l'hypothèse voulant que le Royaume-Uni se dirige vers une récession, le pouvoir des détaillants sur la hausse des prix est probablement entravé. Il est probable que cette affirmation se vérifie en particulier pour les volets des services de l'IPC qui rendent compte de l'inflation générée à l'échelle nationale. Ces volets, qui représentent près de la moitié de la pondération du panier global de l'IPC, pourraient freiner la hausse de l'inflation en général. Par conséquent, même si nous avons en quelque sorte modifié notre profil de l'inflation, nous avons le sentiment que le marché vise encore plus haut et pourrait être déçu.

IL FAUT S'ATTENDRE À DES POLITIQUES MONÉTAIRES ET BUDGÉTAIRES PLUS CONCILIANTES

Le gouverneur de la Banque d'Angleterre, M. Mark Carney, a annoncé un assouplissement probable des politiques durant l'été. Encore faut-il chiffrer cet assouplissement et savoir quand exactement il se matérialisera. Dans son discours, le gouverneur a laissé entendre qu'il était peu probable que le taux directeur soit ramené à moins de zéro, ce qui ferait plus de tort que de bien. Par conséquent, il est probable que la politique monétaire vise plutôt un nouvel assouplissement quantitatif après avoir épuisé l'arsenal traditionnel des taux d'intérêt. Bien entendu, il faut que les prévisions d'inflation de la Banque le justifient. À très court terme, nous croyons que la BoE a trois options :

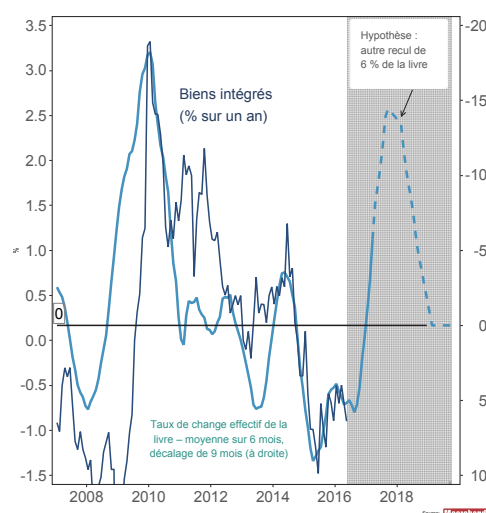
1. ne pas intervenir en juillet, puis réduire le taux directeur en août;
2. réduire le taux directeur de 25 points de base en juillet, puis l'abaisser encore de 25 points de base en août, en plus de lancer des mesures d'assouplissement quantitatif;
3. réduire le taux directeur de 50 points de base en juillet, puis lancer des mesures d'assouplissement quantitatif en août.

À notre avis, l'option 1 est peu probable. Mark Carney a pris l'initiative de ce discours et annoncé plutôt clairement que les taux d'intérêt seront réduits. Ne pas intervenir à la réunion du Comité de la politique monétaire en juillet serait décevant. À notre avis, le choix entre l'option 2 et l'option 3 sera très ardu. Mais dans l'ensemble, nous privilégions l'option 3. Nous nous attendons à une réduction de 50 points de base du taux directeur en juillet, puis à de nouvelles mesures d'assouplissement quantitatif à la réunion du Comité de la politique monétaire en août.

Entretemps, le parcours de la politique budgétaire dépendra de la position du prochain Chancelier. Au moment d'écrire ces lignes, la candidate la plus probable comme prochain premier ministre, M^{me} Theresa May, a déclaré que son gouvernement abandonnera son projet de dégager un excédent budgétaire d'ici la fin des travaux parlementaires. Autrement dit, le programme d'austérité est probablement appelé à devenir beaucoup moins rigoureux. À l'heure actuelle, le déficit structurel devrait se réduire d'environ 0,75 % du PIB par an. Nous croyons qu'à tout le moins, le budget sera à l'équilibre à très court terme sur fond de croissance quasi nulle du PIB. Par la suite, la consolidation budgétaire reprendra un rythme plus modéré.

Graphique 3

Royaume-Uni : inflation des biens intégrés et taux de change de la livre sterling



Zone euro

L'INCERTITUDE CAUSÉE PAR LE BREXIT COMPORTE DES RISQUES BAISSIERS POUR LA CROISSANCE ET L'INFLATION

- Nous avons révisé à la baisse nos prévisions de croissance dans la foulée du résultat du scrutin du Brexit au Royaume-Uni. Nous nous attendons désormais à ce que le PIB réel de la zone euro progresse de 1,4 % en 2016 et de 1,1 % en 2017, contre respectivement 1,5 % et 1,6 % auparavant.
- L'inflation devrait s'accélérer légèrement au deuxième semestre de l'année et en 2017 en raison des effets de base positifs des cours de l'énergie. Or, la trajectoire de croissance au ralenti imputable au Brexit a réduit nos prévisions pour l'inflation de la zone euro, qui devrait rester à peine inférieure à l'objectif de la Banque centrale européenne (BCE), soit 2 % jusqu'en 2018.
- Sur fond de croissance au ralenti et d'attentes inflationnistes à moyen terme, la BCE divulguera probablement d'autres mesures de relance monétaires dès sa réunion de septembre, en réduisant de nouveau son taux de dépôt et en modifiant légèrement la clé de répartition du capital pour donner une plus grande marge de manœuvre dans les rachats d'obligations d'État. La BCE pourrait aussi se pencher sur des options visant à prolonger son programme d'assouplissement quantitatif, éventuellement en liant la durée de ce programme à un objectif d'inflation.

FLÉCHISSEMENT DES PERSPECTIVES DE CROISSANCE À CAUSE DES INQUIÉTUDES PROVOQUÉES PAR LE BREXIT

La reprise économique de la zone euro reste volatile, et cette volatilité sera davantage exacerbée par le Brexit dans les trimestres à venir. Après un taux de croissance du PIB réel publié plus solide que prévu au premier trimestre (+0,6 % en glissement trimestriel), l'économie de la zone euro sera probablement déprimée au deuxième trimestre. En fait, la tendance léthargique de l'évolution de la production industrielle et des ventes au détail (graphique 1) à la fin du premier trimestre se répercute déjà négativement sur le début du deuxième trimestre, et à ce stade, nous nous attendons à ce que la croissance du deuxième trimestre se ralentisse aux alentours de 0,2 % en glissement trimestriel. Toutefois, au-delà, la reprise constatée dans différentes enquêtes auprès des entreprises dans les deux derniers mois (indice PMI des directeurs des achats de l'industrie manufacturière dans la zone euro et Ifo en Allemagne) et dans le niveau de confiance des consommateurs permettent d'entrevoir une réaccélération durant l'été, puisque la croissance du PIB réel au troisième trimestre remontera probablement pour graviter autour de 0,4 % en glissement trimestriel.

Toutefois, le choc déflationniste du scrutin du Brexit nuira à la confiance des entreprises dans les mois à venir. Il est difficile d'en évaluer l'ampleur; cependant, les prochaines enquêtes auprès des entreprises apporteront les premiers indices sur le risque potentiel à court terme. Dans ce contexte, l'activité économique de la zone euro pourrait à nouveau sombrer dans la morosité au quatrième trimestre et au premier semestre de 2017 et sera probablement dominée par une baisse des dépenses d'investissement, puisque les sociétés se montreront plus prudentes. Une correction pourrait aussi être apportée dans les circuits des échanges commerciaux, tandis que les consommateurs pourraient être moins disposés à dépenser si les récentes améliorations intervenues sur le marché du travail sont gommées.

L'impact négatif du Brexit sur l'économie de la zone euro (graphique 2) devrait être relativement marginal cette année. La décision du Royaume-Uni de sortir de l'Union européenne nous a amenés à réduire légèrement, pour 2016, nos prévisions de croissance du PIB réel de la zone euro à 1,4 %, contre 1,5 % auparavant. Les récents commentaires du président de la BCE, M. Mario Draghi, laissent entendre que l'impact du Brexit pourrait réduire cumulativement la croissance de 0,3 % à 0,5 % dans les trois prochaines années. Nous supposons que cet impact sera plus prononcé et que la plus grande partie de la correction sera apportée en 2017. Par conséquent, nous avons ramené à 1,1 % nos prévisions de croissance du PIB réel pour l'an prochain, contre 1,6 % auparavant.

RENSEIGNEMENTS

Erika Cain

416.866.4205

Études économiques de la Banque Scotia

erika.cain@scotiabank.com

Frédéric Prêtet

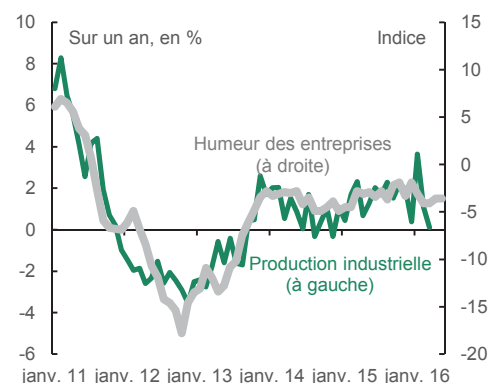
33.1.703.77705 (Paris)

Stratégie des titres à revenu fixe

frederic.pretet@scotiabank.com

Graphique 1

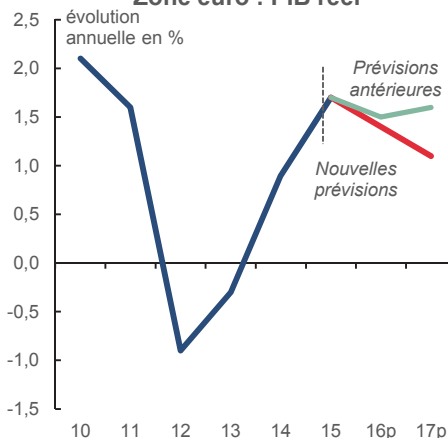
Zone euro : humeur des entreprises et production industrielle



Sources : Bloomberg et Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 2

Zone euro : PIB réel



Sources : Eurostat et Études économiques de la Banque Scotia.

Bien que le programme de rachat d'actifs de la BCE ait permis de limiter le choc financier asymétrique dans les pays du centre et de la périphérie de la zone euro (les rendements des obligations souveraines des pays périphériques sont restés relativement arrimés par rapport aux rendements dans les pays du centre), l'impact sur l'humeur des investisseurs et l'activité économique dans l'ensemble des États de la zone euro pourrait varier en raison :

- des relations commerciales entre le Royaume-Uni et les autres pays : Sur cette question, la proximité géographique est généralement importante, puisque les pays les plus proches du Royaume-Uni entretiennent avec ce pays les liens économiques les plus solides et affrontent donc les plus grands risques baissiers pour la croissance, en raison de la contraction des échanges commerciaux. C'est pourquoi l'Irlande, le Benelux et l'Europe du Nord seront probablement plus vulnérables aux goulets d'étranglement du commerce que les pays du sud, à l'exception de Malte et de Chypre, qui sont relativement plus tributaires de la demande du Royaume-Uni. En outre, compte tenu de la vulnérabilité traditionnelle de l'industrie automobile allemande à l'économie du Royaume-Uni, il faudra surveiller les prochaines enquêtes de l'Ifo en Allemagne pour évaluer les risques du Brexit pour l'industrie automobile essentielle de ce pays.
- de la vigueur des secteurs bancaires : Effectivement, la rentabilité du secteur financier sera probablement vulnérable à la chute des taux d'intérêt, à l'absence de reprise du cycle du crédit, à la hausse des coûts en raison de la réaffectation, et à la contraction des fusions et des acquisitions. Il est utile de signaler que le plongeon des marchés boursiers depuis le référendum s'explique surtout par la baisse des cours des actions bancaires, ce qui accroît le risque d'un redressement des conditions de crédit, essentiellement dans les pays périphériques de la zone euro où les fondamentaux du secteur bancaire sont relativement faibles, en particulier les banques qui sont toujours aux prises avec un lourd fardeau de mauvaises créances. Toutefois, les coûts de financement des banques pour les emprunteurs très solvables restent toujours aussi faibles, et la Banque centrale continuera de veiller à ce que le secteur financier reste abondamment liquide.
- des risques politiques : Ces dernières années, l'Union européenne et la zone euro ont déjà été aux prises avec différents risques politiques, qui ont avivé la volatilité de l'économie et des marchés financiers. Si les élections qui ont eu lieu en Espagne en juin dans la foulée du scrutin du Brexit ont eu pour effet de soutenir plus solidement que prévu le parti conservateur, un risque élevé de paralysie politique subsiste, puisque dans l'ensemble de l'Union européenne, les revendications des partis nationalistes et populistes pourraient s'accroître parce que ces partis tentent aussi de s'assurer d'un statut particulier dans le bloc économique et commercial européen. À cet égard, les nombreuses et importantes élections qui se dérouleront, en 2017, dans les pays clés de la zone euro comme l'Italie, les Pays-Bas, la France et l'Allemagne pourraient exacerber l'incertitude des entreprises et des consommateurs.

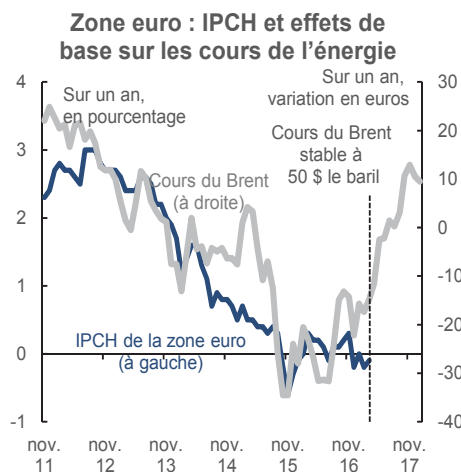
ACCÉLÉRATION AU RALENTI DE L'INFLATION DANS LA FOULÉE DU BREXIT

Après que l'inflation de la zone euro soit retombée en territoire positif à 0,1 % sur un an en juin, le scrutin du Brexit a ranimé les inquiétudes à propos du risque déflationniste dans cette zone. En fait, les attentes inflationnistes à moyen terme se sont amoindries : le swap d'inflation pour les cinq ans qui débiteront dans cinq ans plonge à un creux sans précédent de 1,3 %, ce qui est nettement inférieur à l'objectif d'inflation de la BCE, à peine inférieur à 2 %.

Malgré ce déclin qui ne pouvait pas plus mal tomber, nous sommes d'avis que la BCE continuera de faire preuve d'attentisme afin d'évaluer intégralement l'impact du Brexit avant d'annoncer de nouvelles mesures de relance monétaires. Toutefois, il sera essentiel d'attendre les résultats de la réunion de la BCE en septembre, puisque les nouvelles prévisions macroéconomiques du personnel de la BCE seront publiées et devraient comprendre une première évaluation des risques de baisse potentielle de l'inflation. Il est utile de signaler qu'avant le référendum du Royaume-Uni, la BCE s'apprêtait à réviser à la hausse ses prévisions d'inflation, mais à un rythme très modeste. Effectivement, la BCE a relevé légèrement à 0,2 % sur un an cette année, contre 0,1 % en mars, ses prévisions de l'inflation dans son plus récent rapport de projections macroéconomiques trimestrielles pour juin, en les maintenant à 1,3 % et 1,6 % pour 2017 et 2018 respectivement. Pour ce qui est de septembre, les facteurs qui, à notre avis, pourraient permettre de modifier encore ces prévisions sont essentiellement neutres.

- Énergie : Malgré le scrutin du Brexit, les prix du Brent ont affiché une certaine résilience et sont restés relativement stables en euros. Ainsi, l'impact des effets de base essentiels favorables produits par les cours de l'énergie sur l'inflation au deuxième semestre de 2016 et au début de 2017 paraît toujours valable (graphique 3).
- Taux de change : Malgré la hausse de la volatilité des marchés des changes, le taux de change nominal de l'euro est resté essentiellement stable pour le mois écoulé. Par conséquent, à cette étape, il ne devrait pas avoir d'impact significatif sur les perspectives d'inflation de la zone euro.
- Croissance : À notre avis, la baisse de régime de la croissance comporte le plus grand risque baissier pour l'inflation. Si l'ampleur du choc reste incertaine et bien qu'il soit difficile de le quantifier à l'heure actuelle, les commentaires récents du président de la BCE laissent entendre qu'une réduction de 0,5 % de la croissance du PIB pour les trois prochaines années pourrait constituer le scénario de base de la Banque centrale. À terme, l'élasticité entre la croissance du PIB et l'inflation n'est pas stable et est largement tributaire de la nature du choc sur l'activité économique. (Des études antérieures de la BCE laissent entendre qu'un choc négatif de l'investissement a moins d'impact sur l'inflation qu'un choc causé par la

Graphique 3



demande.) Dans notre évaluation, nous nous sommes inspirés d'un modèle d'élasticité récent qui permet de croire qu'une baisse de 1 % de la croissance du PIB de la zone euro sur un horizon de trois ans ferait reculer l'inflation d'environ 0,7 %. Par conséquent, la baisse de 0,5 % du PIB évoquée ci-dessus pourrait produire, sur l'inflation à moyen terme, un impact de l'ordre de 0,3 % à 0,4 % sur l'horizon prévisionnel.

Dans ce contexte, les prévisions d'inflation à court terme de la BCE pourraient rester essentiellement inchangées, et nous croyons qu'il ne s'agit pas d'un argument suffisant pour modifier nos attentes vis-à-vis de l'inflation de la zone euro, qui passera, à la fin de l'année, à un taux de 0,8 % sur un an en 2016 et de 1,2 % à 1,3 % au début de 2017. L'inflation restera probablement enclavée à ce niveau jusqu'à la fin de 2017, à 1,4 %. Or, il est vrai que la BCE pourrait être obligée de réduire, éventuellement de 0,1 % en 2017, et plus sensiblement, de 0,2 % à 0,3 % en 2018, ses prévisions d'inflation à moyen terme.

RELÈVEMENT DES ATTENTES VIS-À-VIS DE NOUVELLES MESURES DE RELANCE MONÉTAIRES

Du point de vue des politiques monétaires, un régime de faible inflation permanent ne serait pas jugé satisfaisant et donnerait probablement lieu à de nouvelles mesures de relance, ce qui permettrait d'atténuer l'élasticité des incidences négatives de la croissance du PIB sur l'inflation.

Quelles sont les options pour les mesures de relance? Nous croyons que la BCE devra probablement proroger son programme d'assouplissement quantitatif et pourrait tenir des propos plus vagues sur la durée de ce programme, en le conditionnant à un objectif d'inflation. Or, dans certains pays, l'offre d'obligations d'État est limitée, et même entravée par les impératifs de la clé de répartition du capital. En fait, il n'y a pas suffisamment de bunds allemands sur le marché. Par conséquent, au vu de la popularité des obligations d'État et du déclin de leurs rendements, dans la foulée du scrutin du Brexit, la BCE pourrait avoir de la difficulté à proroger son programme d'assouplissement quantitatif au-delà de mars 2017 ou à accroître l'envergure de ses rachats mensuels d'actifs pour les porter à plus de 80 milliards d'euros selon la structure actuelle de ce programme. (Rendements supérieurs au taux de dépôt de -0,4 %, limite de 33 % pour chaque émission d'obligations, et échéances de deux à 30 ans). Ainsi, les options pourraient consister à :

- réduire encore le taux de dépôt.** Toutefois, cette nouvelle réduction pourrait nuire à la rentabilité des banques. La BCE pourrait donc être obligée d'adopter un système de taux de dépôt à plusieurs paliers.
- modifier la clé de répartition du capital.** Bien qu'il puisse être toléré, un léger rajustement pourrait créer certaines tensions, au sein du conseil d'administration de la BCE, avec les représentants de pays comme l'Allemagne. Effectivement, un léger rajustement laisserait entendre que la Banque centrale est prête à supporter un plus grand « risque de crédit » que la moyenne de la zone euro. Or, l'une des possibilités offertes à la BCE pourrait consister à faire appel à de « mini-OMT » (opérations monétaires sur titres). Dans la foulée de la récente décision du tribunal constitutionnel allemand qui a jugé que les OMT respectaient le mandat de la BCE, cette dernière pourrait offrir, sous cet angle, une plus grande marge de manœuvre, en misant sur des échéances rapprochées (jusqu'à quatre ou cinq ans) afin de limiter le risque de crédit.
- augmenter la liste des actifs à racheter.** La BCE pourrait éventuellement racheter des prêts bancaires ou étendre le périmètre de ses mesures d'assouplissement quantitatif au programme de titres adossés à des actifs (TAA). Jusqu'à maintenant, la BCE n'a racheté des actifs qu'au-delà d'un certain seuil. Or, l'impact a été relativement discret, puisque le montant racheté chaque mois est à peine de l'ordre de 1 à 1,5 milliard d'euros. Ces deux options pourraient apporter un soutien au secteur bancaire et donner une certaine marge de manœuvre qui permettrait de proroger le programme d'assouplissement quantitatif alors que l'offre d'obligations allemandes se fait de plus en plus rare et que les rendements sont en chute libre. Toutefois, puisque la réglementation financière de l'Union européenne privilégie un processus de « renflouement interne », plutôt que de « renflouement externe » pour résoudre toute crise bancaire éventuelle, l'intervention de la Banque centrale pourrait donner l'impression qu'elle fait marche arrière par rapport à la réglementation plus ferme imposée ces dernières années.
- recourir à d'autres instruments.** Ce recours pourrait ranimer le débat sur la « monnaie hélicoptère », ce qui serait prématuré à cette étape. La BCE voudra probablement s'assurer que la zone euro entre dans un nouveau cycle récessionniste-déflationniste avant d'envisager cette option.

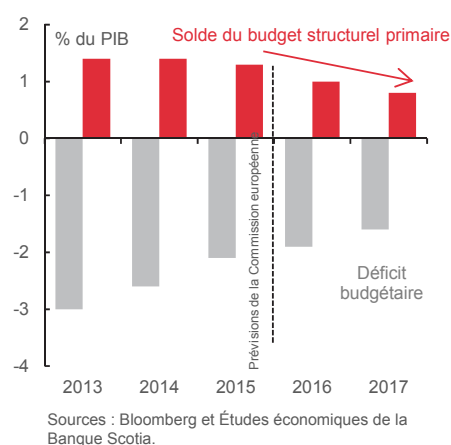
En raison de toutes ces contraintes, l'option 1, et éventuellement l'option 2 seraient sans doute les plus faciles à mettre en place rapidement, ce qui entraînerait un nouveau regain de popularité des obligations à court terme.

Graphique 4

Zone euro : solde budgétaire

DES POLITIQUES MONÉTAIRES DESTINÉES À DEVENIR UN PEU PLUS FAVORABLES À LA CROISSANCE

Grâce à l'amélioration cyclique continue et à la réduction des paiements d'intérêts puisque les rendements continuent de baisser, le déficit budgétaire global de la zone euro devrait de nouveau se réduire pour passer de -2,1 % du PIB en 2015 à -1,8 % cette année (graphique 4). Or, par rapport aux années précédentes, le rythme de l'amélioration se ralentit à mesure qu'on tourne la page sur l'austérité et les politiques budgétaires deviennent légèrement expansionnistes pour la première fois depuis longtemps. La Commission européenne s'attend à ce que le solde budgétaire primaire cycliquement corrigé évolue pour passer d'un excédent de 1,3 % du PIB l'an dernier à 0,8 % en 2017 en raison des réductions d'impôts et de la hausse des dépenses publiques pour tenir compte de l'afflux des demandeurs d'asile, de sorte que la politique budgétaire pèsera moins lourdement sur la croissance du PIB dans les deux prochaines années. Les mesures des politiques d'accroissement du déficit freineront aussi l'amélioration tendancielle constatée pour le solde du budget structurel global de la zone euro depuis quelques années. La Commission européenne prévoit que le déficit du budget structurel, après avoir été essentiellement neutre en 2015, se creusera à -1,3 % du PIB en 2016 contre -1,0 % en 2015.



Brésil

VASTE RAJUSTEMENT ÉCONOMIQUE ET TRANSITION À LA TÊTE DU PAYS

- La Banque centrale du Brésil tâche de juguler l'inflation galopante grâce à des hausses économiquement restrictives de son taux directeur, sur fond de chômage élevé et de confiance déprimée parmi les entreprises et les consommateurs.
- Le réal brésilien devrait rester essentiellement stable après s'être fortement valorisé cette année, ce qui en fait la monnaie la plus performante des marchés émergents en 2016.

LA SITUATION BUDGÉTAIRE S'EST FORTEMENT DÉTÉRIORÉE

Le gouvernement transitoire hérite d'une économie plongée dans une profonde récession et soumise à un déficit budgétaire intenable, exacerbé par une forte crise de confiance. Au premier trimestre de 2016, le PIB réel s'est contracté de 5,4 % sur un an, accusant la huitième baisse trimestrielle consécutive en chiffres annuels. Nous estimons que l'économie brésilienne se contractera de 3,8 % cette année avant de reprendre, en 2017, le chemin d'une croissance timide. La production industrielle connaît un brusque repli : elle s'est contractée de 10 % dans les 12 mois qui ont précédé avril 2016. En raison de l'effet conjugué du taux de chômage élevé (11,2 % en avril, un sommet dans les principaux pays de l'Amérique latine) et de la vigueur chronique de l'inflation (9,3 % sur un an en mai), les ménages hésitent à dépenser, ce qui prolonge la récession. La formation de dépenses en immobilisations brutes et la consommation des ménages se sont effondrées de 17,5 % et de 6,3 % sur un an respectivement dans la même période.

La consolidation budgétaire est impérieuse. Le solde budgétaire consolidé du secteur public a inscrit un déficit de 10 % du PIB en avril, alors que le déficit primaire (en excluant le remboursement de la dette) s'est établi à 2,3 % du PIB. Le secteur du commerce externe témoigne clairement de la profonde contraction économique en cours. Le total des importations a chuté de 30 %, alors que les exportations ont baissé de 9 % dans la période de 12 mois terminée en mai. La brusque compression des importations est un facteur majeur dans la réduction du déficit des comptes actuels de la balance des paiements, qui s'établissait à 2,4 % du PIB à la fin du premier trimestre, ce qui représente un redressement exceptionnel par rapport au déséquilibre de 4,5 % du PIB il y a 12 mois. Nous nous attendons à ce que le déficit des comptes actuels continue de se réduire pour clore l'année à 1,2 % du PIB.

LE CHANGEMENT DE RÉGIME DEVRAIT STABILISER LA SITUATION

Les élections présidentielles sont prévues pour octobre 2018. Le nouveau président (élu) entrera en fonction le 1^{er} janvier 2019. La période de destitution de la présidente élue Dilma Rousseff (aujourd'hui suspendue) peut atteindre 180 jours et prendra fin par un vote du Sénat pour la démettre de ses fonctions. Pour mettre fin à son mandat, il faut réunir la majorité des deux tiers du Sénat, faute de quoi elle réintègrera ses fonctions de présidente. Notre scénario de base suppose que le Sénat votera probablement d'ici octobre 2016. Le président par intérim, M. Michel Temer, lui succédera à la tête du pays pour conduire à son terme le mandat présidentiel à la fin de 2018. Il est également probable que M. Temer soit lui aussi accusé de corruption. Dans ce scénario, c'est le chef de la chambre basse qui sera nommé président intérimaire jusqu'en décembre 2018. Lorsque le Sénat se sera prononcé sur la destitution de la présidente, il deviendra le président légitime conformément à la Constitution.

RENSEIGNEMENTS

Pablo Bréard

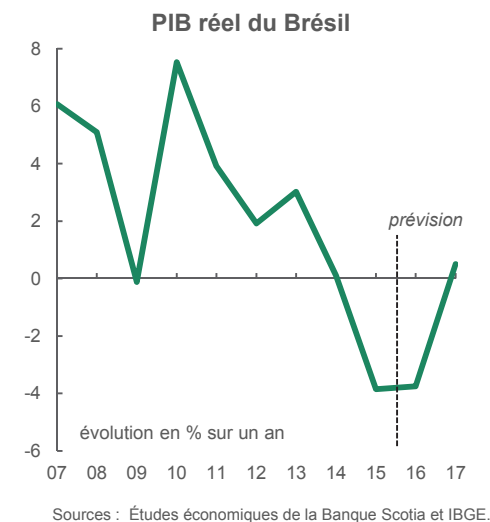
416.862.3876

Études économiques de la Banque Scotia
pablo.breard@scotiabank.com
Juan Manuel Herrera

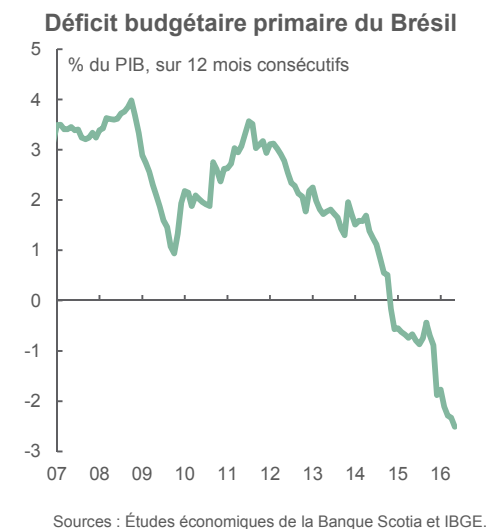
416.862.3174

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

Graphique 1



Graphique 2



STABILITÉ RELATIVE DES TAUX DE CHANGE APRÈS LA CORRECTION MACROÉCONOMIQUE EXTERNE

Le rajustement du secteur externe va bon train. Le déficit comptable actuel avoisinera 1 % du seuil déficitaire du PIB dans les 18 prochaines années, en raison d'une forte compression des importations et d'une dévalorisation massive de la monnaie (aujourd'hui terminée). Dans les prochains mois, l'environnement des taux de change se stabilisera, de sorte que le taux de change du réal se valorisera sur 12 mois. Enfin, le Brésil mise sur d'importantes réserves de change représentant 23 % du PIB et 31 mois d'importations (soit les meilleures réserves de change de toute l'Amérique latine). Le rajustement budgétaire continue de représenter le talon d'Achille et l'épée de Damoclès des perspectives économiques. C'est sur ce front que nous pourrions également constater des progrès après le scrutin final sur la destitution de la présidente. À 10,1 % du PIB (en mai), le déficit budgétaire sur 12 mois est INTENABLE dans l'ensemble et obligera à réduire massivement les dépenses actuelles, à augmenter les impôts et peut-être même à mener certaines initiatives de privatisation.

L'AMÉLIORATION DU RISQUE DE CRÉDIT AUX YEUX DES MARCHÉS DÉFIE LA POSITION DES AGENCES DE NOTATION

Les indicateurs des marchés financiers laissent entrevoir une amélioration de la solvabilité du Brésil malgré une conjoncture macroéconomique défavorable. Économie systématiquement symbolique des marchés émergents, le Brésil restera à l'abri des facteurs externes qui déterminent l'intolérance mondiale au risque, par exemple l'actualité politique du Royaume-Uni et des États-Unis et les tensions provoquées par l'endettement des entreprises en Chine. Toujours est-il qu'on s'entend généralement pour dire que la Banque centrale est en mesure de se prémunir contre les chocs externes dans les mois à venir. Il faut noter que toutes les agences de notation internationales continuent de « dégrader » le crédit souverain du Brésil. Pour ce qui est des taux d'intérêt, le Brésil s'en est tenu à une politique de durcissement monétaire préemptive alors que tous les autres pays (développés et en voie de développement) étaient en mode d'assouplissement. Dans la conjoncture actuelle, le Brésil pratique les taux d'intérêt réels les plus élevés dans le monde. Les mesures de durcissement monétaire abaissent petit à petit les attentes inflationnistes, après une fulgurante surévaluation du réal brésilien dans la foulée de l'effondrement des prix des produits de base (qui appartient désormais à l'histoire). Dorénavant, la « normalisation au Brésil » signifie que les taux d'intérêt baisseront au lieu d'augmenter. À l'heure actuelle, le taux de référence à court terme de la Banque centrale (SELIC), à 14,25 %, correspond à un taux réel (corrigé de l'inflation attendue) de 8,1 % (qui est le plus haut parmi les puissances économiques du G10).

POLITIQUE ÉTRANGÈRE REVUE ET CORRIGÉE POUR PROMOUVOIR UNE MEILLEURE INTÉGRATION RÉGIONALE

Pendant des dizaines d'années, le corps diplomatique brésilien (l'« Itamarati ») a été considéré comme l'une des institutions de la politique étrangère les plus compétentes dans les Amériques. Avec la naissance du Parti travailliste, sous l'administration de l'ex-président Lula da Silva et celle de Dilma Rousseff, présidente suspendue, la crédibilité de la politique étrangère brésilienne a pris un dur coup. La nomination récente de Jose Serra comme ministre des Affaires étrangères, extrêmement bien accueillie par les analystes politiques et économiques à la fois, doit être interprétée comme un progrès dans la reconstruction d'une diplomatie brésilienne plus pragmatique. Dans les années à venir, il sera absolument essentiel de rétablir la relation bilatérale avantageuse de part et d'autre entre le Brésil et les États-Unis. Le Mercosur se veut un bloc plus pragmatique pour les échanges commerciaux et l'investissement dans l'hémisphère occidental, et à cet égard, l'élection du président Mauricio Macri en Argentine est encourageante. Il va de soi que la Chine continuera de jouer un rôle prépondérant dans les relations économiques internationales du Brésil; or, le partenariat entre le Brésil et la Chine ne fera pas obstacle aux efforts prodigués pour adopter une approche multilatérale plus pragmatique dans l'intégration régionale au-delà du mécanisme du Marché commun du cône Sud.

Colombie

TRANSFORMATION STRUCTURELLE DANS LA FOULÉE DU CHOC DES TERMES DES ÉCHANGES COMMERCIAUX

- Puisque les industries minière et pétrogazière sont intervenues pour 70 % dans les exportations de marchandises colombiennes en 2014, la brusque chute des cours des produits de base a porté un dur coup au rendement économique de ce pays, dont le rythme de croissance n'a jamais été aussi lent depuis 2009.
- Alors que la Colombie s'affranchit de sa dépendance vis-à-vis des exportations énergétiques, le gouvernement entend mener d'importantes réformes budgétaires pour ramener à l'équilibre les importants déficits commerciaux et budgétaires actuels.
- L'inflation reste élevée, même si les prix ont tendance à baisser avec la valorisation du peso colombien et le déclin des effets résiduels d'El Niño.

DES PERSPECTIVES DE CROISSANCE RICHES DE DÉFIS EN PRÉVISION D'UN RAJUSTEMENT BUDGÉTAIRE

L'économie colombienne doit relever des défis conjoncturels. La transformation, bien accueillie, de la structure économique de la Colombie dans la foulée du choc brutal des termes des échanges commerciaux a mis en lumière la nécessité absolue d'améliorer sa compétitivité et de diversifier les marchés de ses échanges commerciaux. Les données du premier trimestre ont fait ressortir la décélération de l'activité économique, puisque le PIB réel a augmenté de 2,5 % sur un an, en baisse par rapport à 3,4 % sur un an au quatrième trimestre de 2015. Malgré la modération de la croissance économique, la conjoncture du marché du travail s'est légèrement améliorée, puisque le taux de chômage a continué de suivre une tendance baissière générale. Nous prévoyons que le PIB réel progressera au rythme annuel moyen de 2,6 % en 2016-2017.

INTERVENTION MONÉTAIRE DEVANT LA HAUSSE DE L'INFLATION

La Banque centrale de Colombie ne paraît pas trop préoccupée par le spectre de la normalisation de la politique monétaire annoncée par la Réserve fédérale américaine. Les autorités monétaires colombiennes mènent leur politique de manière très orthodoxe et claire. La montée des tensions inflationnistes et la détérioration constante des attentes vis-à-vis de l'inflation ont justifié différentes décisions d'augmenter le taux d'intervention de la Banco de la República (Banrep) de 300 points de base à 7,5 % dans les dix derniers mois. Il ne fait aucun doute que l'érosion constante de la stabilité des prix a amené de nombreux observateurs à douter de l'efficacité de la fourchette cible actuelle des taux d'inflation de 3 % ± 1 %. En chiffres corrigés de l'inflation, le taux de la politique de la Banrep reste en territoire négatif. Le rythme annuel de l'inflation des prix à la consommation n'a cessé d'augmenter pour passer de 2,1 % en janvier 2014 à 8,6 % en juin. La brutale dépréciation du peso colombien en raison de la forte chute des termes des échanges commerciaux du pays et de l'effet des sécheresses causées par El Niño sur les cours des denrées explique essentiellement cette remontée de l'inflation. Pour l'heure, la hausse potentielle du taux des fonds de la Fed n'est pas un motif de préoccupation important, puisque la Banque centrale continue de réagir à un scénario d'inflation défavorable. Il ne fait aucun doute qu'un nouveau durcissement des mesures de relance monétaires pesera sur l'activité économique en 2017.

TRANSFORMATION DES STRUCTURES ÉCONOMIQUES APRÈS L'EFFONDREMENT DES COURS DU PÉTROLE

L'économie colombienne mène un vaste changement structurel pour s'affranchir de sa dépendance vis-à-vis du secteur de l'énergie. En fait, le brusque repli des cours du brut

RENSEIGNEMENTS

Pablo Bréard

416.862.3876

Études économiques de la Banque Scotia

pablo.breard@scotiabank.com

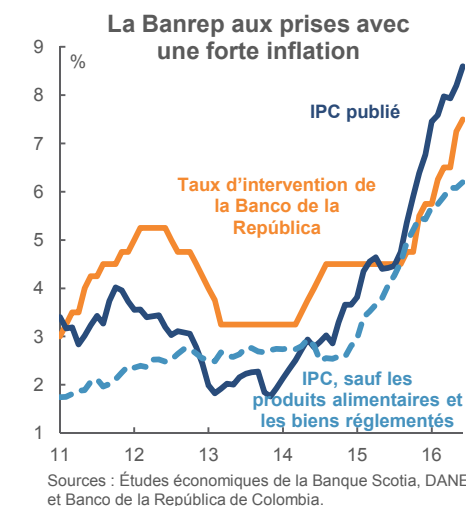
Juan Manuel Herrera

416.862.3174

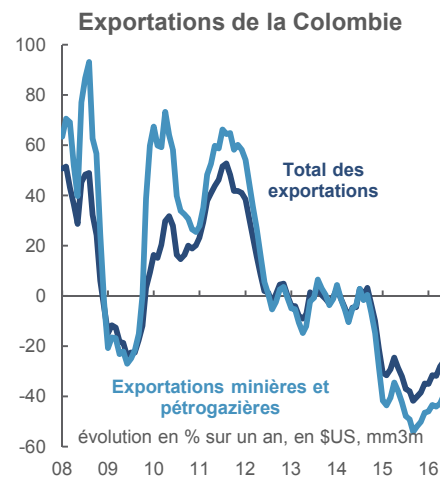
Études économiques de la Banque Scotia

juanmanuel.herrera@scotiabank.com

Graphique 1



Graphique 2



Sources : Études économiques de la Banque Scotia et DANE.

(malgré la reprise des quatre derniers mois) a donné lieu à une forte contraction de l'ensemble des exportations (en baisse de 20 % sur un an en mai); les exportations ne donnent que des signes timides de reprise après avoir baissé, en chiffres annualisés, de 43 % en septembre 2015. La compression des importations, en baisse de 17 % en mai, n'a pas suffi à prévenir l'érosion continue de la balance des paiements. Le déficit des comptes de la balance commerciale actuelle, qui a clôturé 2015 à 6,5 % du PIB, est une des principales causes de la détérioration de la qualité du crédit souverain et une des raisons essentielles de la dégradation de la note de crédit de ce pays. Pour la suite toutefois, le brusque rajustement du taux de change a ranimé le secteur des produits non pétroliers non exportables de l'économie, jadis moribond.

L'ALERTE EST DONNÉE SUR LE RISQUE DE LA DETTE SOUVERAINE; LES INVESTISSEURS ONT TOUS LES YEUX RIVÉS SUR LA RÉFORME BUDGÉTAIRE

La Colombie n'est pas un acteur majeur (du crédit souverain) sur les marchés mondiaux des titres à revenu fixe, puisqu'elle ne représente que 3,2 % de l'indice repère EMBIG (diversifié) des marchés émergents. Or, les autorités économiques du pays entendent relancer l'émission de titres de dette exportables pour avoir mieux accès à un plus large éventail de moyens de financement auprès du secteur privé. C'est pourquoi l'idée que se font les investisseurs du monde entier du risque de crédit souverain de la Colombie, mesuré selon le coût de l'assurance des obligations d'État faisant l'objet de contrats de swap sur risque de crédit (CDS), est déterminée par des facteurs exogènes indépendants de la volonté locale. En fait, le CDS colombien (qui s'établit en moyenne à 225 points de base) laisse apparaître une nette amélioration de la qualité du crédit depuis la mi-février, ce qui contredit manifestement la révision en baisse de l'agence Standard and Poor's (S&P) en février 2016. (La prévision de la note BBB+ de la Colombie a été abaissée à BBB-) S&P et d'autres acteurs du marché attendent impatiemment l'annonce et, finalement, l'approbation d'une réforme budgétaire structurelle, qui aura probablement lieu au deuxième semestre de 2016. Les doubles déficits (budgétaire et des comptes de la balance commerciale actuelle) du pays, qui ne cessent de se creuser, expliquent cette humeur négative des marchés et des agences de notation. À défaut d'adopter rapidement un train de mesures de réforme budgétaire, la note de crédit de la Colombie est appelée à être de nouveau révisée à la baisse. La conjoncture du secteur du commerce externe reste elle aussi relativement précaire, en raison d'un déficit des comptes actuels estimé à 6 % du PIB environ, ce qui constitue une épée de Damoclès pour la monnaie et la dette de la Colombie. À notre avis, un plan global de rétablissement de la viabilité budgétaire et de la stabilité de la balance des paiements obligera probablement à rééquilibrer continuellement l'économie, ce qui pourrait donner lieu à une contraction économique temporaire.

VIGOUREUX SOUTIEN DES ÉTATS-UNIS AU PROCESSUS DE PACIFICATION, RENFORCÉ PAR L'AIDE DU FMI

En juin dernier, le FMI a consenti à la Colombie une marge de crédit flexible (MCF) de 11,5 milliards de dollars US sur deux ans. Les autorités du pays répètent constamment qu'elles n'ont pas l'intention de puiser dans cette marge et qu'elle constituera une mesure de précaution. Les acteurs des marchés mondiaux ne sont sans doute pas du même avis. À ce jour, le Mexique, la Colombie et la Pologne sont les seuls pays qui ont eu accès à la MCF du FMI. L'avancement du programme de sécurité de l'hémisphère revêt une importance cruciale pour les États-Unis. La montée de la violence liée au narcotrafic de nombreux pays de la région est toujours un point essentiel du programme des relations bilatérales avec les États-Unis. À cet égard, la Colombie continue de progresser graduellement dans la négociation d'un accord de pacification durable avec le groupe des insurgés des FARC, que surveille attentivement le corps diplomatique américain. Le président Juan Manuel Santos a promis aux Colombiens de tenir un plébiscite destiné à avaliser le processus de pacification en cours. On ne doit pas prendre à la légère les incidences budgétaires d'un accord de paix final pour la prochaine génération, ce qui représente une pomme de discorde dans le programme des négociations.

Pérou

CROISSANCE CONDITIONNÉE À UNE REPRISE DE L'INVESTISSEMENT PRIVÉ

- Pour que la croissance s'accélère, l'investissement privé doit être relancé.
- L'inflation restera légèrement supérieure à la fourchette cible de la BCRP; or, le ralentissement de la croissance permettra à la banque centrale de se garder d'intervenir.

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

L'économie du Pérou affiche une tenue satisfaisante dans une conjoncture riche de défis. Bien que les cours des métaux se soient améliorés ces derniers mois, la balance commerciale se détériore depuis une quatrième année consécutive. Le PIB du Pérou a progressé à raison de 3,9 % depuis le début de l'année jusqu'en avril, ce qui concorde avec nos attentes de 3,8 % de croissance pour l'année entière. Or, l'expansion économique du Pérou depuis 2015 est largement tributaire des nouveaux projets cuprifères. Cet impact se dissipera graduellement vers la fin de 2016 et au début de 2017, ce qui explique que nous nous attendions à ce que la croissance du PIB se ralentisse légèrement à 3,6 % l'an prochain, contre 4,0 % pour le consensus des marchés. En 2017, nous estimons que l'industrie minière apportera 0,6 point de pourcentage à la croissance du PIB, contre 1,8 point en 2016. Ainsi, en excluant l'industrie minière, la croissance sera en fait supérieure en 2017 par rapport à 2016.

Nous sommes également prudents en ce qui concerne la croissance de l'investissement privé. Après avoir plongé en 2014 (-2,1 %) et 2015 (-4,3 %), l'investissement du secteur privé a continué de fléchir, de 4,1 % sur un an au premier trimestre de 2016. Les perspectives d'ici la fin de 2016 ne sont guère plus souriantes, s'il faut s'en remettre au brutal ralentissement, à l'heure actuelle, des prêts consentis par les banques commerciales. Même si l'investissement s'améliore durant le deuxième semestre de 2016, nous devrions constater un troisième déclin annuel en 2016, à -1,6 %. En 2017, nous ne nous attendons qu'à un très modeste rebond de 2,4 %.

Or, il y a de bonnes nouvelles pour le risque de l'investissement privé, dans la foulée des résultats des élections présidentielles de juin. L'élection de Pedro Pablo Kuczynski, qui jouit d'une solide notoriété dans les milieux d'affaires, devrait transformer l'humeur des investisseurs et se répercuter sur la croissance des investissements; toutefois, cet impact se manifestera plus vraisemblablement en 2017. Bien que les indicateurs de confiance des entreprises aient commencé à se relever, il faut toujours attendre que les prêts ou les dépenses d'investissement se répercutent clairement sur la demande. Il pourrait s'écouler un certain temps avant que reprenne le cycle des investissements, des emplois et de la demande intérieure, si vigoureux de 2005 à 2012.

POLITIQUE MONÉTAIRE EN VEILLEUSE

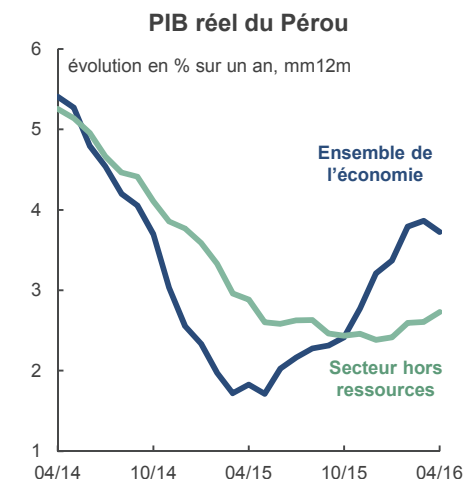
En juin 2016, l'inflation sur 12 mois s'est inscrite à 3,3 %; elle a été en chute plutôt libre après avoir atteint un sommet de 4,6 % en janvier. Ainsi, la Banque centrale du Pérou, qui a majoré son taux d'intérêt de référence chaque mois de décembre à février, pour le porter de 3,50 % à 4,25 %, n'a plus aucun motif de continuer de le relever.

À la fin de 2015, l'inflation s'expliquait par les effets de la dévalorisation de la monnaie et, dans une moindre mesure, par l'impact d'El Niño sur les cours des denrées agricoles. Ces deux facteurs aujourd'hui dissipés ne sont pas appelés à resurgir en force. C'est pourquoi l'inflation continuera probablement de dériver légèrement dans la fourchette de 3,1 % à 3,3 %. Les attentes inflationnistes, que la Banque centrale surveille attentivement, sont actuellement de 3,2 % pour 2016. C'est pourquoi elle maintiendra probablement son taux

RENSEIGNEMENTS

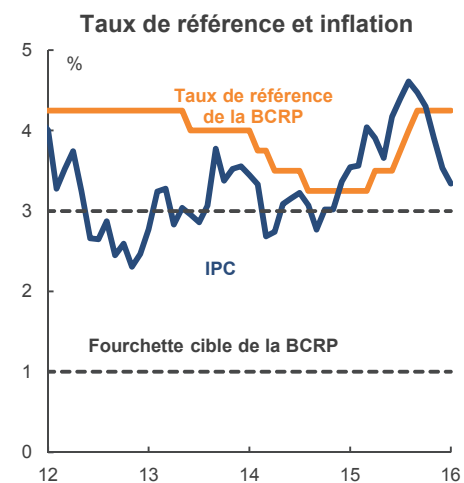
Guillermo Arbe
511.211.6052 (Pérou)
Scotiabank Peru
guillermo.arbe@scotiabank.com.pe

Graphique 1



Sources : Études économiques de la Banque Scotia et BCRP.

Graphique 2



Sources : Études économiques de la Banque Scotia, BCRP et INEI.

de référence au niveau actuel, puisque la demande intérieure n'arrive pas à porter la croissance du PIB dans l'ensemble, alors que les taux actuel et prévu d'inflation sont supérieurs à la fourchette cible maximum de 3 % de l'institut central. L'évolution du taux de change est essentielle dans l'équation. Tant que le taux de change reste assez stable, les tensions inflationnistes ne seront probablement pas ranimées et la Banque centrale ne relèvera pas les taux.

Le mandat de l'actuel conseil central d'administration a pris fin le 28 juillet dans le cadre du changement de gouvernement. Julio Velarde, président de la Banque centrale, a annoncé qu'il est disposé à continuer d'exercer ses fonctions, et Pedro Pablo Kuczynski a fait savoir qu'il est d'accord avec sa décision. C'est pourquoi l'approche de la Banque centrale dans l'application de sa politique monétaire n'est pas appelée à évoluer.

ENJEUX PROPRES AUX MARCHÉS

Les marchés financiers du Pérou ont été relativement et plutôt étonnamment épargnés par le Brexit, beaucoup plus que d'autres marchés régionaux. Cette relative résilience, du moins jusqu'à maintenant, des marchés des changes et des obligations du Pérou dans la foulée du Brexit pourrait s'expliquer par la prise en compte, sur les marchés, des rendements et des attentes divergents pour ce qui est des métaux précieux par rapport à d'autres produits de base. Bien que le dollar américain se soit raffermi mondialement avec le Brexit, l'évolution de l'opinion suscitée par le Brexit pour ce qui est du calendrier et de l'importance du relèvement du taux directeur de la Fed pourrait éventuellement favoriser les marchés à l'abri du Brexit et de ses retombées, par exemple ceux de l'Amérique latine. Enfin, les reportages favorables dans les médias et les attentes vis-à-vis de l'élection de Pedro Pablo Kuczynski ont pu eux aussi contribuer à la stabilité relative des marchés financiers au Pérou, même s'il n'y a guère eu de convulsion sur ces marchés à cet égard.

Pour la suite, l'orientation des marchés financiers sera dictée par l'évolution des opinions à propos de la politique de la Fed et les mouvements des prix des produits de base. Dans le même temps, les marchés devraient déjà avoir intégré, dans leurs cours, le résultat de l'élection présidentielle. Un autre facteur pourrait peser sur les marchés si les caisses de retraite locales – les AFP – deviennent plus offensives dans la vente des actifs libellés en dollars américains pour les remplacer par des actifs libellés en sols péruviens. Les lois récentes permettent aux épargnants de retirer l'intégralité de leur caisse à la retraite, de sorte que les caisses de retraite devront avoir plus de liquidités en sols péruviens que ce que leurs administrateurs avaient prévu auparavant, et il semble qu'elles devront se doter de positions suffisantes pour affronter cette situation nouvelle.

UN NOUVEAU PRÉSIDENT POUR RELANCER LA CROISSANCE

Pour ce pays, l'enjeu national le plus important est l'élection de Pedro Pablo Kuczynski (PPK) à la présidence du Pérou. Il sera assermenté le 28 juillet 2016 pour un mandat qui s'étendra jusqu'en 2021. Le régime de PPK pourrait être en mesure d'accélérer la relance de l'investissement, en intensifiant les dépenses consacrées aux projets d'infrastructure externalisés et en externalisant les nouveaux projets.

PPK a exposé un plan économique qui consiste à réduire la taxe de vente, qui passera de 18 % à 15 %, et à continuer de diminuer l'impôt sur le revenu, qui s'établissait à 30 % en 2015, qui s'inscrit à 28 % aujourd'hui et qui tombera à 26 % en 2018. Le plan de PPK est budgétairement ambitieux, puisqu'il entend à la fois augmenter les dépenses et réduire les impôts. Il le reconnaît d'ailleurs en admettant qu'il permettra que le déficit budgétaire augmente au-delà du plafond obligatoire actuel de 3 % du PIB et qu'il portera la dette du secteur public de 23 % à l'heure actuelle à 30 % du PIB. PPK espère ainsi stimuler l'économie pour qu'elle croisse au rythme de 5 % d'ici 2018, ce qui permettra au déficit budgétaire de se résorber de lui-même.

Ce plan comporte deux risques. Tout d'abord, il faudra faire adopter par le Congrès le relèvement du plafond du déficit budgétaire et la modification du taux de la TVA. Au sein du nouveau Congrès, la Fuerza Popular (dirigée par Keiko Fujimori) dispose d'une confortable majorité de 73 fauteuils sur 130. Bien que la Fuerza Popular soit favorable au marché, ce qui fait peut-être du Congrès actuel l'instance la plus favorable au marché de l'histoire récente, il se pourrait qu'elle ne soit pas sur la même longueur d'onde que le gouvernement à propos des mesures qui accroîtront le déficit budgétaire. Deuxièmement, les agences de notation pourraient ne pas apprécier cette évolution budgétaire, ce qui pourrait teinter le risque aux yeux des marchés et ainsi accroître les taux d'intérêt.

Chili

ÉCONOMIE ÉQUILBRÉE, MAIS RALENTISSEMENT PROLONGÉ DE LA CROISSANCE

- Les réformes dépriment la confiance des entreprises et des consommateurs et plongent l'activité économique dans une léthargie.
- L'inflation est en voie d'atteindre la cible de la Banque centrale dans la foulée d'un rebond du peso chilien et d'un relèvement modeste des prix grâce à la demande.

L'OFFRE COMME LA DEMANDE SONT ENDIGUÉES PAR UNE MULTITUDE DE FACTEURS

Depuis 2014, l'économie chilienne progresse à un rythme inférieur au taux de croissance potentiel, estimé officiellement à 3,5 %; ce taux sera probablement ramené à un niveau plus proche de 3 % dans les prochaines révisions. Pour 2016, les attentes vis-à-vis de la croissance sont de l'ordre de 1,7 %, même si les risques baissiers dominent. Une modeste accélération, à 2,0 %, est prévue en 2017, et il se peut que le taux de croissance potentiel soit atteint en 2019. En raison de l'évolution des prix relatifs, les secteurs des biens et des services non exportables sont privés d'une partie de leur attrait, alors que le secteur des biens et des services exportables (par exemple, les produits miniers) affiche de meilleures marges bénéficiaires. Cette disparité devrait s'accroître dans les prochains trimestres. Le rythme de croissance des salaires se tempère (après avoir pesé lourdement sur les rendements nets pendant l'âge d'or des produits de base) et il y a des raisons de s'attendre à ce que le coût de l'énergie non fossile culmine dans le cycle actuel. Pour ce qui est de la demande, la consommation devrait tourner au ralenti pendant au moins un an et demi, puisque le marché du travail continue de se détériorer. La confiance des consommateurs est à plat depuis longtemps et il y a de bonnes raisons de s'attendre à ce qu'elle reprenne lentement. L'investissement se contracte depuis trois ans, ce qui est sans précédent depuis les années 1970 (même s'il ne s'agit pas de la plus forte contraction). L'investissement a été écorné, non seulement par les conditions des échanges commerciaux, comme ce fut le cas dans d'autres cycles, mais aussi par la confiance déprimée des entreprises. Autrement dit, même si la correction a essentiellement porté sur le secteur des mines, on ne peut pas en négliger les effets sur les autres secteurs de l'économie, puisque le processus de redistribution est moins fluide qu'auparavant. En fait, la Banque centrale du Chili (BCCh) met le problème en exergue, puisqu'elle s'attend également à une nouvelle contraction de l'investissement cette année.

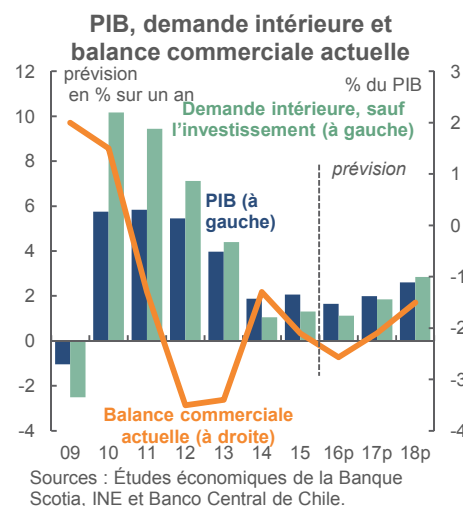
DÉCLIN DES TENSIONS INFLATIONNISTES ET PROLONGEMENT DE LA CONCILIATION MONÉTAIRE

Dans le cadre d'une convergence avec le nouvel équilibre économique et monétaire, l'inflation sur un an a bondi à plus de 4 % en avril 2014 et s'est maintenue à ce niveau ou à un niveau supérieur depuis. À l'heure actuelle, l'inflation suit une tendance modérément baissière. Puisque le rajustement du taux de change réel paraît terminé et que le marché du travail s'affaiblit, la conjoncture est de bon augure pour un plus fort ralentissement dans les trimestres à venir, alors qu'on s'attend à ce que l'inflation atteigne 3,3 % en décembre 2016 et soit proche de la fourchette médiane de 3 % de la BCCh peu de temps après. Parce que les attentes inflationnistes sur deux ans de la Banque centrale sont restées bien arrimées à 3 %, ce qui s'inscrit dans la fourchette cible de 2 % à 4 %, et que la tendance baissière pourrait s'accroître, la BCCh a commencé à déployer sa politique monétaire extrêmement conciliante, en augmentant deux fois son taux l'an dernier (pour le porter de 3 % à 3,5 %). Puisque l'inflation recule légèrement et que la croissance de l'activité et les dépenses se modèrent, une nouvelle hausse des taux paraît peu probable avant mars 2017. En raison de cette conjoncture économique et monétaire, les taux d'intérêt à court terme — fortement conditionnés par le taux de la politique monétaire — pourraient se maintenir à leur niveau

RENSEIGNEMENTS

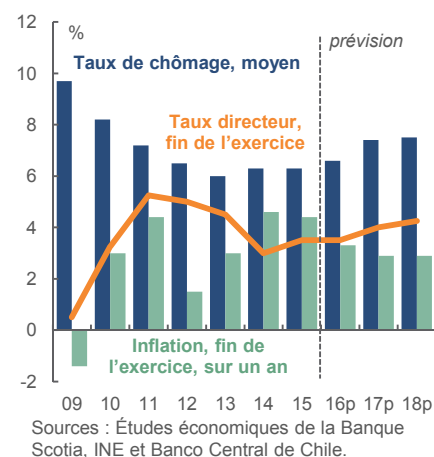
Benjamin Sierra
56.2.2619.4974 (Chili)
Scotiabank Chile
benjamin.sierra@scotiabank.cl

Graphique 1



Graphique 2

Inflation, chômage et taux directeur



actuel jusqu'au deuxième trimestre de 2017 et augmenter légèrement et graduellement par la suite. Les taux à long terme continueraient d'être soumis à certaines tensions en raison du déficit de production qui se creuse et de l'inflation qui décline; toutefois, une reprise précoce et très légère pourrait s'amorcer dès le quatrième trimestre de 2016. Il ne faudrait pas éliminer complètement un autre scénario : si l'inflation recule plus fortement que prévu dans les mois à venir, que le taux de change du peso chilien reste stable et que la croissance des salaires réels ralentit considérablement, la politique monétaire pourrait devenir plus expansionniste.

UNE ANTITHÈSE : UNE CONJONCTURE Saine, MAIS VULNÉRABLE AUX FACTEURS ÉTRANGERS

Même si les échanges commerciaux ont plongé, la conjoncture étrangère de l'économie chilienne paraît plutôt solide. Dans la conjoncture intérieure, le rajustement a été assez vigoureux et durable pour continuer de limiter le déficit des comptes de la balance commerciale actuelle. Nous nous attendons à ce que le déficit de la balance commerciale soit de l'ordre de 2,6 % du PIB pour 2016 et à ce qu'il diminue. (Sur le marché, de nombreux observateurs, dont la Banque centrale, prévoient un déficit encore moindre.) Il va de soi qu'il y a trois grands risques externes : 1) d'abord, une nouvelle chute des cours du cuivre; 2) un ralentissement spectaculaire ou une forte dévalorisation de la monnaie (ou les deux) en Chine; et 3) une intervention beaucoup plus ferme de la Fed. Malheureusement, il y a un risque de « parfait désastre », puisque la corrélation entre ces risques n'est pas nulle. Heureusement, ce serait le cas uniquement si un désastre déclençait tous les autres facteurs (ce qui paraît le moins probable). En tenant compte de ces risques, le taux de change du peso chilien continuera probablement de s'inscrire dans une fourchette de cours relativement grande jusqu'à la fin de 2016, soit entre 652 et 722 pesos par dollar américain, pour atteindre probablement le sommet de cette fourchette. À l'heure actuelle, un taux de l'ordre de 690 paraît étroitement lié aux paramètres historiques; or, les facteurs internationaux (comme les cours du cuivre et l'intolérance au risque, entre autres) seront porteurs d'une grande volatilité (comme ce fut le cas en réaction au Brexit). Il faut noter que le cuivre est de loin le facteur le plus important du taux de change, et, parce qu'il est très étroitement lié aux attentes des entreprises (et qu'en fait, il semble déterminer une partie de ces attentes), il est important d'être attentif aux cours du cuivre, qui obéissent à la conjoncture du marché chilien et à d'autres facteurs comme le dollar américain.

EN DEÇÀ DES FRONTIÈRES CHILIENNES, LES ATTENTES SONT TOUJOURS AUSSI IMPORTANTES

Par contre, les attentes sont également déterminées par la confiance des ménages et des entreprises. Bien que l'économie chilienne ne soit pas en récession, les indices de confiance révèlent une contraction de l'économie. Certaines réformes — fiscalité des revenus, marché du travail, éducation, constitution, et ainsi de suite — menées par le gouvernement au pouvoir (une vaste coalition du centre et de l'extrême gauche, dont le mandat, qui prendra fin en mars 2018, est dirigé par le président le plus impopulaire depuis 26 ans) ont aigri l'humeur des entreprises, alors que l'inflation et la léthargie du marché du travail ont à leur tour éprouvé les consommateurs. En plus de détester leur président, les Chiliens tiennent en piètre estime les pouvoirs législatifs et judiciaires. Bien que les institutions du pays fonctionnent mieux que dans la plupart des autres pays latino-américains et que les niveaux de corruption soient nettement inférieurs, les Chiliens ne sont guère optimistes, comme en témoignent les sondages et les taux élevés d'abstention aux élections. Si la confiance ne rebondit pas, il est peu probable que la consommation et l'investissement soient relancés par l'économie intérieure. Les campagnes électorales qui se dérouleront jusqu'à la fin de 2017 pourraient changer la dynamique de confiance. Les élections municipales, qui se tiendront en octobre, donnent généralement une bonne idée du dénouement des élections générales, à la présidence et au Congrès, qui devraient avoir lieu en novembre 2017. Le risque négatif réside dans la montée du populisme ou dans des options électorales contraires à des solutions modernes; en revanche, l'opposition favorable au marché pourrait l'emporter, ou même, la coalition de centre gauche au pouvoir pourrait reprendre son mandat originel. Compte tenu de la conjoncture intérieure actuelle et de l'actualité récente dans d'autres pays importants de la région, le scénario positif paraît plus probable. Si la confiance des entreprises et des consommateurs du pays prend du mieux, les perspectives de croissance en 2017 pourraient s'améliorer considérablement.

Chine

LA PRODUCTION TOURNE TOUJOURS AU RALENTI

- La léthargie provoquée par le Brexit en Europe ralentira la croissance des exportations chinoises, en rognant 0,1 point de pourcentage sur la croissance l'an prochain.
- L'économie chinoise poursuit sa transition structurelle; des politiques rigoureuses et une réforme structurelle fructueuse seront indispensables pour soutenir le rajustement harmonieux de l'économie.
- Nous nous attendons à ce que les autorités chinoises annoncent de nouvelles mesures de relance budgétaires et monétaires, afin de soutenir une conjoncture économique favorable dans le contexte des incertitudes mondiales et des changements structurels intérieurs.
- Le déséquilibre des fondamentaux de l'économie chinoise et la mise en œuvre de réformes complexes constituent des risques pour les perspectives.

DE SAINES POLITIQUES SERONT ESSENTIELLES À LA TRANSITION ÉCONOMIQUE DE LA CHINE

Dans les prochains trimestres, l'expansion économique de la Chine maintiendra une cadence rapide selon les normes mondiales. Or, sa transition économique, qui s'éloigne d'une croissance portée par la demande externe, se poursuit et continue de représenter l'un des grands motifs d'incertitude dans le monde entier. La Chine passe actuellement à une vitesse supérieure dans son développement économique : les services, les dépenses de consommation et les gains de productivité jouent un rôle de plus en plus important dans le soutien de la production nationale, alors qu'il n'est plus viable pour elle de s'en remettre à ses industries et à une croissance portée par l'investissement. Dans ce contexte, il est essentiel de réformer le modèle économique planifié central pour respecter l'objectif de l'État qui consiste à créer une « société modérément prospère », mondialement mieux intégrée et axée sur les marchés. En raison de la taille de l'économie chinoise et de son importance pour le reste du monde, les réformes complexes qu'il faut mener pour assurer ce rééquilibrage sont sans précédent. C'est pourquoi les politiques chinoises — qu'elles réussissent ou échouent — compteront parmi les facteurs les plus décisifs dans l'orientation des perspectives économiques mondiales.

Le ralentissement de la croissance économique est la conséquence logique de cette transition économique. Toujours est-il que les mesures de relance adoptées récemment par l'État ont stabilisé l'économie pour l'instant, ce qui a calmé les inquiétudes à court terme des acteurs du marché vis-à-vis du rythme du ralentissement de la croissance. Or, dans le même temps, l'anémie des perspectives économiques du Royaume-Uni et des autres pays de l'Europe nuira au rendement du secteur des exportations chinoises. Nous nous attendons à ce que l'expansion du PIB réel de la Chine ralentisse aux alentours de 6,5 % cette année et s'établisse à 6,1 % en 2017, contre 6,9 % en 2015. Les changements structurels continus de l'économie sont manifestes : depuis quelques années, le secteur des services représente un volet de plus en plus important de l'économie et intervient aujourd'hui pour plus de la moitié dans la production du pays. Nous nous attendons à ce que le taux de croissance des services continue de dépasser considérablement, dans les années à venir, celui du secteur industriel (graphique 1).

Au stade actuel de son développement, la croissance économique durable de la Chine réclame un système bancaire plus évolué et libéralisé pour permettre de répartir plus efficacement les ressources financières. De surcroît, il est essentiel de mener des réformes pour raffermir la qualité de la gouvernance afin de mieux intégrer la Chine dans l'économie

RENSEIGNEMENTS

Tuuli McCully

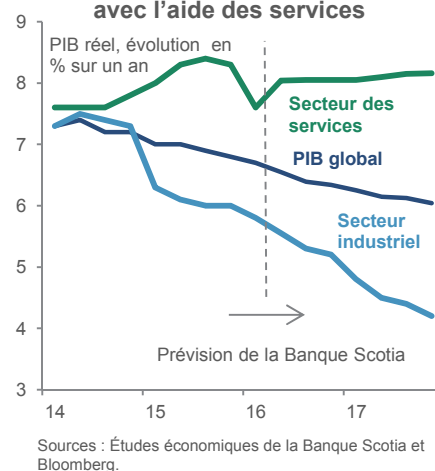
65.6305.8313 (Singapour)

Études économiques de la Banque Scotia

tuuli.mccully@scotiabank.com

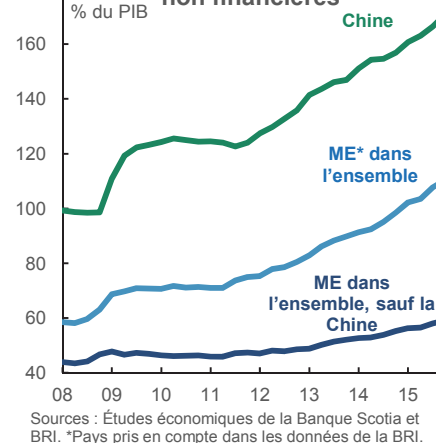
Graphique 1

Le PIB réel de la Chine sera tiré par le secteur industriel, avec l'aide des services



Graphique 2

Crédit consenti aux sociétés non financières



mondiale. Dans le cadre de l'exécution de son urgent programme de réformes, dont la mise en œuvre comporte à notre avis un risque élevé, l'État chinois tâchera de maintenir une conjoncture économique relativement stable pour atténuer le risque de volatilité qui perturberait les marchés, en faisant appel à son important arsenal de moyens budgétaires et monétaires pour étayer la croissance. Ainsi, nous nous attendons à ce que l'intervention de l'État et de la Banque centrale reste de mise sur l'horizon prévisionnel.

Dans les mois à venir, les décideurs chinois annonceront probablement de nouvelles mesures de relance budgétaires. À notre avis, les dépenses publiques serviront de principale ligne de conduite pour faire échec aux grandes forces en décélération de l'économie chinoise, puisque l'assouplissement monétaire stimule le crédit et entraîne déjà le gonflement du crédit dans le secteur privé (graphique 2). En outre, les mesures de relance budgétaires joueront un rôle essentiel en limitant la montée de la grogne sociale, qui pourrait représenter une menace pour l'ordre politique existant sur fond des changements structurels que mène le pays. À notre avis, la Chine dispose des moyens budgétaires nécessaires pour soutenir sa transition économique; son déficit budgétaire s'établira probablement à une moyenne de 2,8 % du PIB en 2016-2017, alors que la dette du secteur public devrait rester inférieure à 50 % du PIB.

Des mesures monétaires conciliantes assureront l'appoint des mesures de relance budgétaires. Nous nous attendons à un nouvel assouplissement monétaire prudent durant les prochains mois, en particulier sous la forme de mesures d'intérêt public ciblées, par exemple les opérations sur le marché libre, qui constituent un moyen relativement discret d'orienter les taux d'intérêt nationaux à la baisse. La Banque populaire de Chine a assoupli sa politique monétaire en réduisant cinq fois, depuis février 2015, le ratio des besoins en réserves des banques pour le porter à 17 % actuellement — la réduction la plus récente étant intervenue le 1^{er} mars — afin de soutenir la croissance de la masse monétaire et du crédit et de maintenir la liquidité du système bancaire. Nous nous attendons à deux autres réductions des besoins en réserves, totalisant 100 points de base, dans les mois à venir. Les taux d'intérêt directeurs ont été abaissés en octobre 2015, quand la Banque centrale a porté respectivement à 4,35 % et 1,50 % les taux de crédit et de dépôt à un an. Nous prévoyons que les taux directeurs seront abaissés de 25 points de base d'ici la fin de l'année. Les perspectives d'inflation de la Chine restent soutenables et permettent de prendre d'autres mesures de relance; nous nous attendons à ce que les gains de prix à la consommation restent proches de 2 % sur un an en 2017.

DÉSÉQUILIBRES FONDAMENTAUX ET MISE EN ŒUVRE DES RÉFORMES : DES RISQUES POUR LES PERSPECTIVES

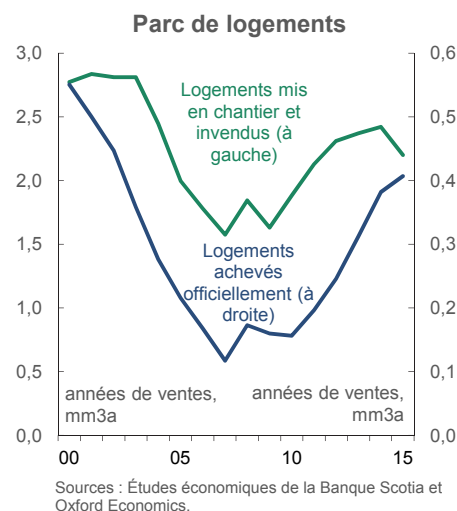
La plupart des risques pour les perspectives chinoises — et par le fait même, pour les perspectives mondiales — sont liés à la politique de l'État et aux déséquilibres induits par cette politique dans l'économie planifiée centrale. Il est difficile de mettre en œuvre des politiques pour corriger les disparités existantes tout en évitant d'en créer de nouvelles.

La hausse rapide récente de la dette du secteur privé constitue l'un de ces déséquilibres importants et met en péril les perspectives à moyen terme de la Chine. Le ratio de l'endettement des sociétés non financières par rapport au PIB a augmenté de 30 points de pourcentage sur les trois dernières années pour passer à 170 % du PIB, ce qui n'est guère enviable par rapport à une moyenne des marchés émergents (en excluant la Chine) de 60 % du PIB (graphique 2). Des politiques de crédit libérales expliquent la croissance rapide du crédit, qui l'emporte largement sur les gains du PIB nominal, ce qui remet en question la capacité éventuelle de remboursement de la dette des sociétés chinoises. En outre, en raison de la masse excessive du crédit, on a financé des projets non viables, qui deviennent aujourd'hui de mauvaises créances dans le système bancaire. Bien que nous ne nous attendions pas à ce que le fardeau massif de la dette devienne une menace à court terme pour l'économie chinoise, il pourrait donner lieu à une correction importante de l'économie éventuellement, si les décideurs décalent la comptabilisation des pertes dans le secteur bancaire et les restructurations institutionnelles nécessaires.

Les points faibles fondamentaux du secteur immobilier vital — qui intervient directement pour 15 % dans l'activité économique — continuent de représenter un risque à moyen terme pour l'économie chinoise. Les politiques monétaires et de crédit libérales, de pair avec un manque de solutions de rechange pour l'investissement à l'échelle nationale, ont eu pour effet de relever considérablement les prix des propriétés et de relancer les mises en chantier de logements. La reprise du secteur immobilier dynamise les perspectives à court terme de l'économie; toujours est-il qu'à notre avis, la reprise induite par la politique n'est pas viable et ne fait que reporter à plus tard des problèmes fondamentaux, comme le fort excédent du parc de logements (graphique 3), les prix peu abordables et la fragilité financière des promoteurs immobiliers.

La libéralisation continue de la circulation des capitaux en Chine devrait provoquer des accès d'intolérance au risque dans l'ensemble en raison de la complexité du processus. L'ouverture du compte de capital représente la prochaine réforme logique, puisque l'internationalisation du renminbi a progressé et que les taux d'intérêt ont été libéralisés dans ce pays. Le compte de capital de la Chine reste relativement fermé par rapport à d'autres économies (graphique 4); or, ce pays a récemment progressé considérablement sur la voie de la libéralisation, en permettant aux investisseurs étrangers d'avoir accès à son marché obligataire. D'autres réformes du compte de capital viendront atténuer les déséquilibres structurels en offrant, aux entreprises et aux consommateurs chinois, un plus large éventail de solutions de rechange pour l'investissement; ainsi,

Graphique 3

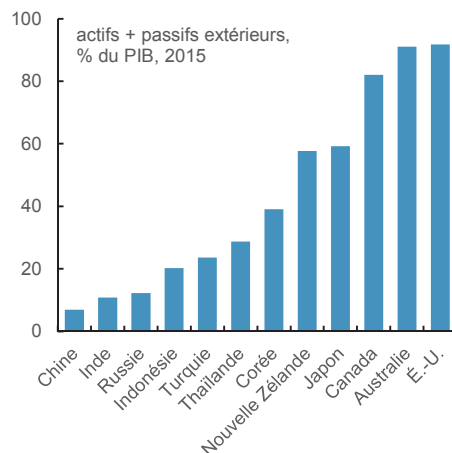


le système bancaire chinois sera plus résilient en raison de la diversification bilancielle à l'étranger et de l'amélioration de l'efficacité de la politique monétaire.

Au début de 2016, le surcroît de volatilité des marchés financiers a obligé l'État à intervenir massivement et incité les autorités chinoises à faire marche arrière dans la libéralisation du compte de capital, en durcissant temporairement les contrôles existants après des sorties massives de capitaux. Même si ces sorties de capitaux diminuent depuis quelques mois, le compte de capital chinois reste tendu et le renminbi continue de connaître une dévalorisation tendancielle. Par conséquent, pour être fructueuse, la libéralisation des sorties de capitaux obligera à adopter des politiques très attentives et progressives. En raison de la fragilité potentielle du secteur bancaire et faute de techniques perfectionnées de prise en compte et de gestion des risques, nous croyons que la libéralisation des sorties de capitaux à court terme en particulier comporte des risques substantiels pour la mise en œuvre. La taille même de l'économie chinoise, son influence sur l'humeur des investisseurs et la situation actuelle précaire de l'économie mondiale laissent entendre qu'il faut surveiller attentivement ces risques.

Graphique 4

Ouverture du compte de capital



Sources : Études économiques de la Banque Scotia et bilan des investissements internationaux du FMI.

Japon

CROISSANCE ANÉMIQUE, YEN DYNAMIQUE

- L'économie exportatrice du Japon sera durement touchée par la léthargie des perspectives de croissance de la production en Europe, dans la foulée du résultat de la décision du Royaume-Uni de sortir de l'Union européenne et en raison des incertitudes mondiales ainsi provoquées. Nous nous attendons à ce que le PIB réel du Japon progresse de 0,6 % sur un an en 2016-2017.
- Un objectif essentiel de la politique consistera à enrayer les tensions déflationnistes chroniques; or, la tendance du yen à se renforcer rendra la tâche encore plus difficile. Nous ne nous attendons pas à ce que l'objectif d'inflation de 2 % sur un an soit respecté dans un avenir prévisible.
- De nouvelles mesures de relance monétaires et budgétaires seront probablement annoncées dans les mois à venir pour soutenir l'élan à court terme de l'économie; dans le même temps, il faudra mener des réformes structurelles pour améliorer les perspectives de croissance économique à plus long terme.

DE NOUVELLES MESURES D'INTÉRÊT PUBLIC RANIMERONT LA STRATÉGIE DE RELANCE ÉCONOMIQUE DU JAPON

Les décideurs japonais ont toujours la volonté de relancer l'économie et de terrasser la déflation. Toujours est-il que pour atteindre ces objectifs, il faut résoudre des problèmes chroniques, puisque les perspectives économiques du Japon restent anémiques et que l'inflation est muselée, ce qui amène à prendre de nouvelles mesures d'intérêt public dans les réformes budgétaires, monétaires et structurelles.

Les tensions déflationnistes ont ressurgi. L'inflation des prix à la consommation de base du Japon (l'IPC en excluant les aliments frais) a replongé en territoire négatif en mars (graphique 1). La Banque du Japon (BoJ) s'attend à ce que l'inflation de base reste légèrement négative ou gravisce autour de 0 % sur un an à court terme, mais garde bon espoir que le taux d'inflation finisse par s'accélérer et atteigne l'objectif de 2 % sur un an durant l'exercice financier 2017 (d'avril 2017 à mars 2018). Par contre, nous ne nous attendons pas à ce que l'objectif d'inflation soit respecté dans un avenir prévisible, en raison de la croissance modérée des salaires et des attentes inflationnistes tempérées, qui témoignent de l'état d'esprit déflationniste chronique des consommateurs. La ruée vers les valeurs refuges du fait de l'incertitude provoquée par le Brexit pourrait exacerber ces difficultés, en continuant de peser trop lourdement sur la valorisation du yen, ce qui pourrait se répercuter sur la baisse des prix à l'importation. Nous nous attendons à ce que l'inflation s'accélère pour s'établir à 0,5 % sur un an d'ici la fin de l'année et à ce qu'elle reste inférieure à 1 % en 2017.

L'économie japonaise a à peine progressé depuis un an (graphique 2). En outre, les perspectives de croissance à court terme restent modérées et sont soumises à des risques baissiers. En fait, les exportations et l'activité de production du pays restent léthargiques, en raison de l'anémie du commerce mondial et de la vigueur du yen. Les exportateurs japonais devront aussi affronter d'autres vents contraires dans les mois à venir en raison des résultats du référendum au Royaume-Uni. Hormis le poids de la vigueur du yen sur l'attrait des exportations du Japon, les perspectives de croissance beaucoup plus faibles au Royaume-Uni et, dans une moindre mesure, dans les pays clés de la zone euro représentent une menace pour le secteur essentiel du commerce du Japon, puisque 15 % de ses exportations de biens sont destinés à l'Europe. En outre, alors que les dépenses de consommation étayent la croissance de la production sur fond de transferts budgétaires et

RENSEIGNEMENTS

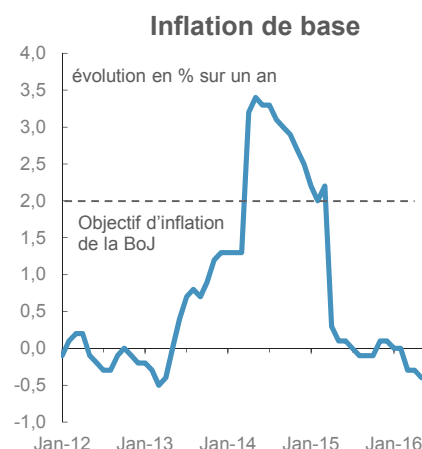
Tuuli McCully

65.6305.8313 (Singapour)

Études économiques de la Banque Scotia

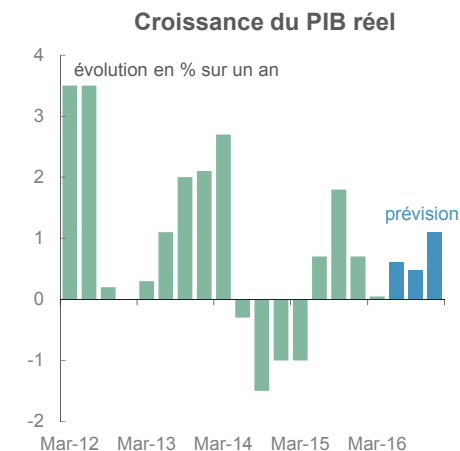
tuuli.mccully@scotiabank.com

Graphique 1



Sources : Bloomberg et Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 2



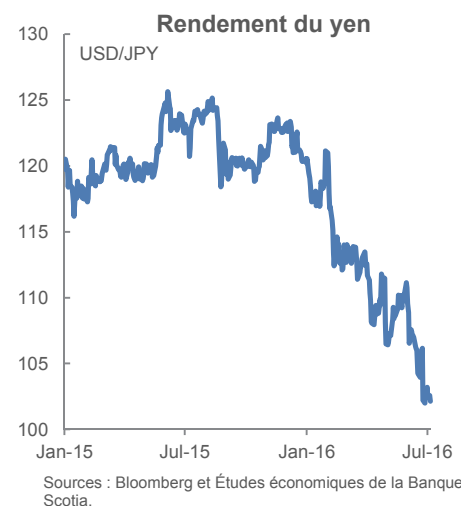
Sources : Bloomberg et Études économiques de la Banque Scotia.

de léthargie des prix des produits de base, la population active en baisse du pays continue d'amoinir les perspectives de consommation des ménages à long terme. Or, la hausse des bénéfices des sociétés devrait se traduire par une augmentation de leurs investissements dans les prochains trimestres, même si les incertitudes liées à la croissance externe et la dynamique défavorable de la monnaie puissent limiter le potentiel haussier. Nous nous attendons à ce que la production du Japon augmente de 0,6 % sur un an en 2016-2017, après un gain comparable en 2015.

En raison d'une relance économique sans éclat, des tensions déflationnistes et de la tendance récente du yen à se raffermir (graphique 3), nous croyons que l'économie japonaise a besoin de nouvelles mesures de relance monétaires pour compléter sa politique budgétaire plus conciliante. En fait, le premier ministre Shinzo Abe a annoncé en juin que la hausse du taux de la taxe à la consommation, programmée pour avril 2017, serait reportée à octobre 2019 et qu'un deuxième budget supplémentaire serait déposé à court terme, probablement pour faire état de nouvelles initiatives d'intérêt public visant à promouvoir la croissance. En outre, le gouvernement est pressé de lancer des réformes structurelles, surtout en ce qui a trait au marché du travail, pour alléger les contraintes imposées aux entreprises et aux consommateurs. À court terme, de nouvelles mesures de relance monétaires, qui devraient être annoncées en juillet 2016, donneraient un meilleur coup de pouce budgétaire et compenseraient les risques baissiers externes qui pèsent sur la croissance économique.

À l'heure actuelle, la BoJ continue d'appliquer sa politique d'« allègement monétaire quantitatif et qualitatif à taux d'intérêt négatif »; elle augmente sa masse monétaire de 80 mille milliards de yens par an grâce à des rachats massifs d'actifs constitués d'obligations d'État, de fonds négociés en Bourse et de fonds fiduciaires d'investissements immobiliers. En outre, la BoJ continue d'appliquer un taux d'intérêt de -0,1 % aux dépôts excédentaires que détiennent les institutions financières auprès d'elle. Les nouvelles mesures de relance monétaires auront probablement pour effet d'enliser encore plus en territoire négatif le taux directeur. Les autorités monétaires japonaises pourraient également adopter des mesures ciblées à l'intention des institutions financières pour les encourager à consentir des prêts bancaires ou accroître et étendre leur programme d'allègement quantitatif aux rachats d'obligations de sociétés non financières de qualité investissement, qui feraient partie de la liste des actifs rachetables, comme le fait la Banque centrale européenne. Or, une nouvelle expansion de l'allègement quantitatif ne serait sans doute pas l'outil le plus efficace pour stimuler l'économie en raison des rachats massifs d'obligations d'État de la BoJ depuis le début du programme d'assouplissement, en avril 2013. À l'heure actuelle, la BoJ détient plus de 30 % de l'encours des titres de dette de l'État.

Graphique 3



Inde

RÉFORMES STRUCTURELLES ESSENTIELLES AU MAINTIEN D'UNE CROISSANCE SOLIDE

- L'Inde est tournée vers son économie intérieure, ce qui lui permet de se prémunir contre le choc de la décision du Royaume-Uni de sortir de l'Union européenne.
- En Inde, les politiques d'intérêt public et la mise en œuvre des réformes structurelles sont des facteurs essentiels dans l'orientation des perspectives économiques du pays.
- Nous nous attendons à ce que les objectifs d'inflation continuent de faire partie des priorités de la politique monétaire, même après le changement à la tête de la Banque centrale.

DES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES FAVORABLES

L'Inde est la grande puissance économique qui connaît la croissance la plus rapide dans le monde. Sur fond de ralentissement de l'économie mondiale et de léthargie des échanges commerciaux, l'économie indienne peut afficher une tenue exceptionnelle puisqu'elle est différente de celle des autres pays de la région, en étant plus largement tributaire de sa demande intérieure que de ses exportations. Le pays peut ainsi mieux résister aux chocs de la demande externe, par exemple le scrutin du Brexit, et mieux réagir aux politiques intérieures. Les fondamentaux démographiques favorables du pays (graphique 1) constituent un autre facteur qui étaye les perspectives de croissance de l'Inde. Alors que de nombreuses puissances économiques supportent, comme la Chine, le fardeau de plus en plus lourd du vieillissement de la population et le déclin que ce facteur devrait entraîner pour ce qui est de la participation de la population active, l'Inde pourra prétendre au rang de la plus jeune puissance économique dans le monde d'ici 2020, puisque 50 % de la population ont actuellement moins de 25 ans.

La vigueur fondamentale de l'économie indienne s'est améliorée ces dernières années. En plus d'une dynamique favorable de croissance de la production, les points vulnérables externes de l'Inde ont régressé avec la baisse des cours de l'énergie, la consolidation budgétaire et une politique monétaire circonspecte. En fait, la brutale réduction de la facture des importations de pétrole du pays a permis d'améliorer sensiblement le déficit de sa balance commerciale actuelle, qui a chuté à 1,25 % du PIB en 2015, après avoir frôlé les 5 % en 2012. Dans le même temps, le gouvernement continue de s'engager à accentuer sa consolidation budgétaire et vise à réduire le déficit du gouvernement central à 3,5 % du PIB durant l'exercice financier 2016-2017 (d'avril à mars). Grâce à la politique monétaire rigoureuse de la Reserve Bank of India (RBI), centrée sur un objectif d'inflation et plus crédible, ce pays a pu tempérer l'inflation des prix à la consommation, ramenée à 5,8 % en mai après avoir culminé à 11,2 % sur un an en novembre 2013.

Malgré ces faits d'actualité favorables, l'incertitude règne toujours quant à savoir si les décideurs indiens pourront continuer de dynamiser les perspectives économiques du pays en menant les réformes structurelles absolument essentielles. Même si le gouvernement, dirigé par le parti Bharatiya Janata (PBJ) du premier ministre Narendra Modi, est majoritaire à la chambre basse, sa position minoritaire en chambre haute ralentit l'exécution des politiques et la mise en œuvre des réformes. Toujours est-il que l'administration a adopté des réformes essentielles au cours des deux dernières années, notamment en modifiant les subventions, en assouplissant les règles de l'investissement étranger, en prônant l'industrialisation et en adoptant une loi nationale sur la faillite. La loi phare sur l'insolvabilité et la faillite, approuvée au cours de la récente session budgétaire du Parlement indien, devrait donner de meilleurs droits aux créanciers, relancer la résilience du secteur financier

RENSEIGNEMENTS

Erika Cain

416.866.4205

Études économiques de la Banque Scotia

erika.cain@scotiabank.com

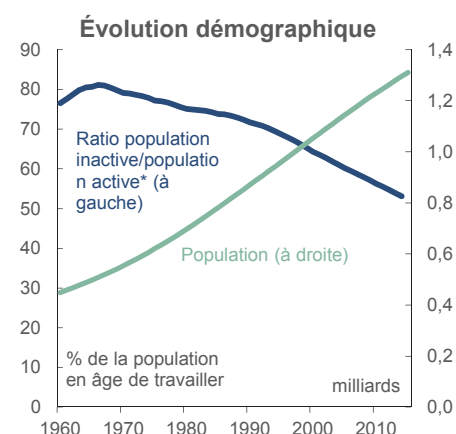
Tuuli McCully

65.6305.8313 (Singapour)

Études économiques de la Banque Scotia

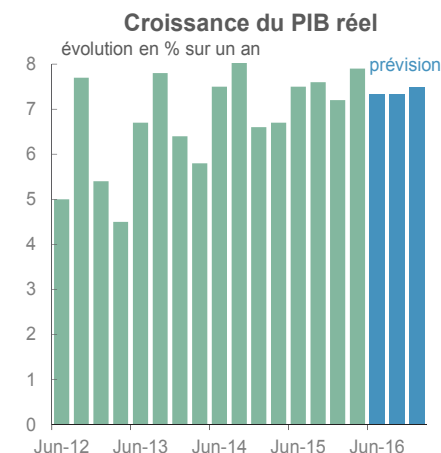
tuuli.mccully@scotiabank.com

Graphique 1



Sources : Banque mondiale et Études économiques Scotia.
*Nombre de personnes à charge (de 0 à 14 ans et plus de 65 ans)/population totale (de 15 à 64 ans).

Graphique 2



Sources : Bloomberg et Études économiques de la Banque Scotia.

en endiguant les niveaux élevés des prêts non rentables, améliorer l'accès au crédit et réduire les coûts du crédit. Or, il faut accomplir plus de progrès sur le plan des réformes pour améliorer l'infrastructure matérielle et institutionnelle de l'Inde afin de relever la conjoncture commerciale du pays. Le Projet de loi sur la fiscalité des biens et des services — important projet de réforme fiscale — n'a toujours pas été approuvé au Parlement. Entretemps, l'Inde est soumise aux vives inquiétudes des investisseurs quant à la continuité de la politique monétaire après la décision récente du gouverneur de la RBI, Raghuram Rajan, de se démettre de ses fonctions en septembre. Les efforts de M. Rajan pour mettre sur pied une politique monétaire cadre crédible ont essentiellement permis d'améliorer la confiance que portent les investisseurs à l'Inde. Outre les politiques qui soutiennent directement la conjoncture commerciale, le gouvernement doit toujours affronter de fortes tensions sociales; pour améliorer l'existence des citoyens de l'Inde, il doit soutenir un environnement économique permettant à la population active d'accueillir chaque année 12 millions de travailleurs sur le marché du travail.

LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE DE L'INDE PORTÉE PAR LES DÉPENSES DES MÉNAGES

Malgré la piètre tenue de la croissance économique de l'Inde, l'expansion du PIB réel devrait rester inférieure à sa croissance potentielle estimative de 8 % à 10 % sur un an dans un avenir prévisible; nous nous attendons à ce que la production avance de 7,5 % sur un an en 2016 et en 2017 (graphique 2). L'activité sera portée par la consommation intérieure; le pouvoir de dépenses des consommateurs sera favorisé par la hausse des salaires, l'inflation relativement faible et le relèvement des avantages sociaux offerts aux employés de l'État. La volonté de l'administration Modi d'améliorer l'infrastructure routière, ferroviaire et énergétique sera elle aussi d'un grand secours. Il n'empêche que l'Inde devrait continuer de pâtir de la pénurie des investissements du secteur privé jusqu'à ce que la conjoncture commerciale soit plus favorable. En fait, la relance de l'enthousiasme des investisseurs se révélera probablement illusoire en raison des bilans mal en point des sociétés, de la capacité inutilisée des usines et des initiatives menées par la RBI pour obliger les banques à déclarer en bonne et due forme les prêts non rentables dans leurs bilans. Même si ces dernières mesures auront probablement pour effet de freiner la croissance en 2016, le gouvernement pourrait, en parvenant à faire adopter la loi sur l'insolvabilité et la faillite, apporter un concours considérable à l'économie indienne et à sa résilience financière à moyen terme.

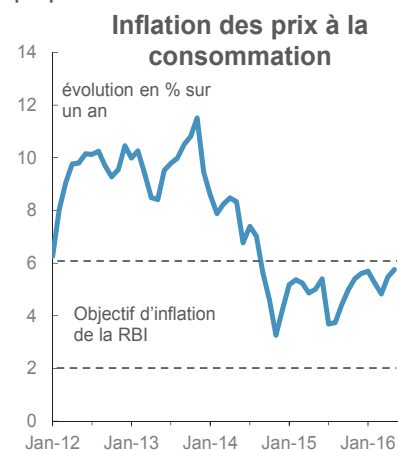
Dans le sud-ouest du pays, la mousson, qui produit environ 70 % des précipitations annuelles de l'Inde, sera essentielle pour les perspectives économiques à court terme du pays, vu son impact sur les revenus dans les zones rurales. Après deux années consécutives de sécheresse, la saison de la mousson s'annonce prometteuse, puisqu'on s'attend à des précipitations supérieures à la moyenne. Ce choc positif sur l'offre relancerait le secteur primaire mis à mal de l'Inde et étayerait une reprise absolument nécessaire de la consommation dans les zones rurales, où résident les deux tiers de la population. La reprise de la production agricole viendrait compenser le ralentissement de l'activité manufacturière, qui pèse sur la croissance et qui s'explique par la léthargie de la dynamique du commerce mondial.

LA DYNAMIQUE INFLATIONNISTE À COURT TERME FAÇONNE L'ORIENTATION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

La hausse des prix des aliments a récemment relancé l'inflation (graphique 3). Le taux d'inflation publié a atteint 5,8 % sur un an en mai, contre 4,8 % deux mois auparavant. Toujours est-il que ce taux continue de s'aligner sur l'objectif d'inflation des prix à la consommation à long terme de 4 % à ± 2 points de pourcentage. Nous nous attendons à ce que le taux publié soit légèrement inférieur à la limite supérieure de 6 % de l'objectif au terme de 2016.

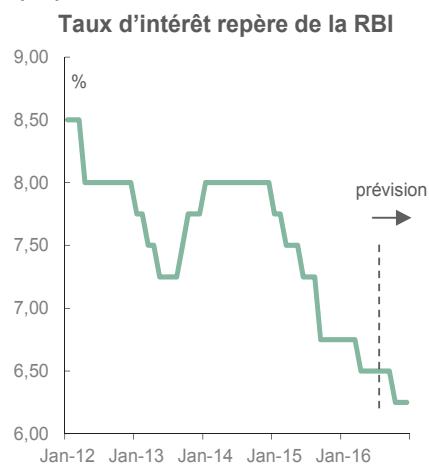
À notre avis, la politique budgétaire plutôt prudente de l'État ne constituera pas une menace pour les perspectives d'inflation en Inde. Le dénouement de la saison de la mousson influera plutôt sur la dynamique des prix et sur l'orientation que cette dynamique dictera à la politique monétaire. Si les précipitations se révèlent normales et que l'inflation se stabilise dans les prochains mois, nous nous attendons à ce que la RBI adopte de nouvelles mesures monétaires prudentes de relance de l'économie dans les prochains mois (graphique 4). En fait, la politique monétaire portera une plus grande part de responsabilité dans la relance de l'activité économique, puisque les dépenses publiques resteront relativement modérées. Toujours est-il que le gouverneur de la RBI, M. Rajan, continue d'insister sur l'importance de maintenir une politique monétaire axée sur l'inflation après son départ. L'objectif d'inflation établi récemment améliore la crédibilité de la politique et permet d'arrimer les attentes inflationnistes, tout en créant un environnement plus attrayant pour l'investissement. À une époque très récente, en avril, la RBI a réduit de 25 points de base, pour le ramener à 6,50 %, le taux de refinancement (repo) de la politique — ce qui renchérit les baisses déjà pratiquées sur les taux d'intérêt et totalisant 125 points de base en 2015 — et a adopté différentes mesures de liquidité pour améliorer l'efficacité de l'application de la politique monétaire.

Graphique 3



Sources : Bloomberg et Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 4



Sources : Bloomberg et Études économiques de la Banque Scotia.

Australie

L'ÉCONOMIE AUSTRALIENNE EN PLEINE TRANSITION

- En Australie, le rendement de l'économie continue de dépendre des prix des produits de base à l'étranger et de la demande de la Chine.
- Une politique monétaire conciliante est censée étayer la croissance malgré un taux d'inflation faible.

UNE POLITIQUE MONÉTAIRE CONCILIANTE À LA RESCOURS DE L'ÉCONOMIE

Les perspectives économiques de l'Australie sont fragilisées par trois facteurs clés : 1) la baisse des investissements dans le secteur minier; 2) la léthargie des prix des produits de base et la brusque détérioration de la balance commerciale de l'Australie; et 3) le ralentissement de la croissance économique de la Chine.

Après l'essor récent de l'investissement dans le secteur des ressources, l'économie subit un rajustement structurel. La part de l'investissement dans le secteur des mines en pourcentage du PIB a atteint un sommet de 8 % en 2012 pour ensuite baisser à 4 % et devrait régresser encore. Toutefois, grâce aux projets achevés, la capacité de production minière de l'Australie a considérablement progressé, puisqu'elle génère des volumes accrus d'exportations (graphique 1). Les volumes de minerai de fer — qui représentent le quart du total des exportations australiennes — ont doublé au cours des cinq dernières années, et l'Australie intervient aujourd'hui pour plus de la moitié dans les exportations mondiales de minerai de fer. De même, les capacités d'exportation de charbon et de gaz naturel liquéfié ont augmenté de 40 % à 50 % sur les cinq dernières années.

Les incertitudes mondiales, par exemple celles qui sont provoquées par le Brexit, se répercuteront sur les cours des produits de base dans le monde entier. Puisque l'Australie vend moins de 6 % de ses exportations à l'Europe, c'est essentiellement sur les prix des produits de base que se répercutera le choc des incertitudes sur le Vieux Continent. Toujours est-il que les conséquences économiques de la léthargie des prix sont partiellement compensées par la hausse des volumes d'exportations de l'Australie. Si le prix du minerai de fer a augmenté considérablement après avoir atteint un creux à la fin de 2015, il accuse toujours un recul de 75 % sur les pics atteints cinq ans auparavant. Dans le même temps, les prix du charbon thermique et métallurgique accusent une baisse de 50 % à 70 % sur les niveaux de 2011. On s'attend, dans les prochaines années, à une reprise graduelle des prix.

La Chine est la principale destination des exportations australiennes, puisqu'elle achète plus du tiers des livraisons de l'Australie à l'étranger. L'essor des dépenses en immobilisations de la Chine soutient la vigueur de la demande des produits de base. Quoiqu'il en soit, l'économie chinoise est en train de se rééquilibrer pour adopter un modèle de croissance mené par le secteur des services, ce qui réduit sa dépendance vis-à-vis des produits de base australiens. L'Australie devra donc diversifier ses partenaires commerciaux.

Nous nous attendons à ce que l'Australie adopte des politiques qui permettront de lisser le rajustement de l'économie nationale, qui compte sur l'investissement dans les secteurs hors ressources, sur les dépenses des ménages et sur le secteur des services comme nouvelles sources de croissance. En fait, l'économie nationale devait étayer la relance de la croissance : l'expansion du PIB réel s'établira en moyenne à 2,66 % sur un an en 2016-2017. Compte tenu du faible taux d'inflation — nous nous attendons à ce que les gains de prix restent inférieurs à l'objectif d'inflation de la Reserve Bank of Australia (RBA), soit 2 % à 3 % sur un an, en 2017 — et des incertitudes mondiales chroniques, nous prévoyons que la RBA allégera de nouveau sa politique monétaire, en portant son taux directeur à 1,50 % d'ici la fin de 2016 (graphique 2). La baisse de taux la plus récente est intervenue en mai 2016.

RENSEIGNEMENTS

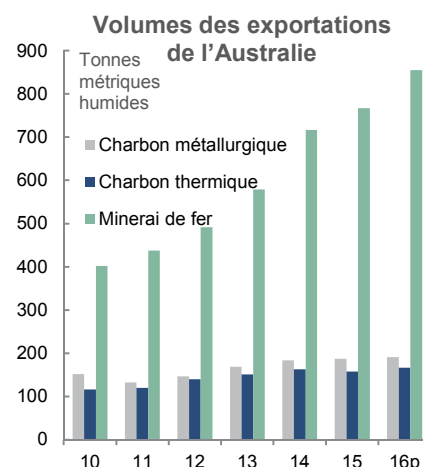
Tuuli McCully

65.6305.8313 (Singapour)

Études économiques de la Banque Scotia

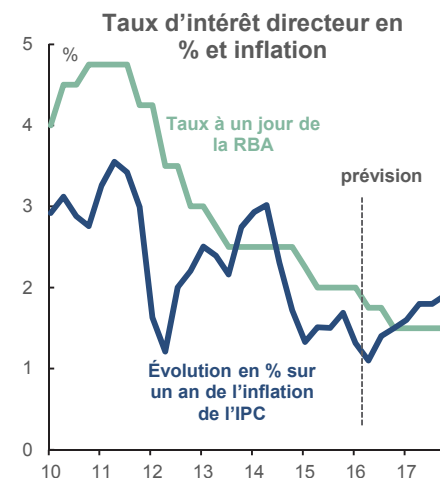
tuuli.mccully@scotiabank.com

Graphique 1



Sources : AME Group et Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 2



Sources : Bloomberg et Études économiques de la Banque Scotia.

Les produits de base

LES COURS DES PRODUITS DE BASE ATTEINDRONT PROBABLEMENT LE FOND DU BARIL EN 2016

- En 2017, les cours du pétrole devraient se ressaisir légèrement; la production des pays non membres de l'OPEP, menée par le secteur de la production du gaz de schiste américain, continuera de ployer sous le poids de la léthargie des investissements en amont, et la demande maintiendra un vigoureux élan.
- Dans nos prévisions, le zinc se signale toujours par d'importantes réductions de l'offre de minerai extrait, ce qui contraste avec le ralentissement de la production pour les autres métaux de base.
- Dans la foulée du Brexit, la force du dollar américain pèsera largement sur les cours des produits de base, mais les fondamentaux continueront de différencier les produits de base.

Les cycles font toujours souffler des vents contraires sur l'industrie des produits de base. Les cours sont restés élevés pendant longtemps, entraînant une recrudescence de l'offre dans l'ensemble des secteurs de l'énergie et de l'exploitation minière, ce qui, de pair avec la modération de la demande, a précipité la léthargie actuelle des cours qui afflige aujourd'hui les producteurs. Les cours devraient se relever puisque c'est toute l'industrie qui se serre la ceinture et privilégie le contrôle des coûts plutôt que la croissance; en 2016, les produits énergétiques et les métaux de base devraient atteindre le fond du baril. Nous avons légèrement dégradé nos prévisions de croissance mondiale dans la foulée du scrutin du Brexit, alourdi par l'incertitude et la disette des investissements dans toute l'Europe. Par conséquent, nous nous attendons désormais à ce que le pétrole et la plupart des métaux de base baissent légèrement en 2017 par rapport à ce que nous avons prévu avant cette révision (en ramenant le cours du WTI 55 \$ à le baril contre 60 \$ auparavant); la tendance générale reste toutefois intacte. Le pétrole brut, le gaz naturel, le zinc et l'or devraient mener les 18 prochains mois, alors que les cours du cuivre, du nickel, de l'aluminium, du minerai de fer et du charbon métallurgique seront sans doute soumis à d'autres pressions d'ici la fin de l'horizon prévisionnel (graphique 1).

PÉTROLE ET GAZ : LES DÉCLINS DES PAYS NON MEMBRES DE L'OPEP PÈSENT SUR L'OFFRE MONDIALE

Le marché du pétrole devrait entrer dans une phase d'équilibre physique soutenue d'ici au dernier semestre de 2017 puisque la forte demande mondiale continue de l'emporter sur la croissance anémique de l'offre. **À notre avis, les prix monteront avec le resserrement des soldes des stocks : les cours du WTI s'établiront à des moyennes de 45 \$ US le baril en 2016 et de 55 \$ en 2017**, mais les marchés resteront très volatiles. La demande pétrolière mondiale, portée pour environ la moitié par la Chine et l'Inde, devrait progresser d'environ 1,3 million de barils par jour (mbpj) en 2016 et ralentira légèrement pour s'établir à 1,1 mbpj en 2017, alors que les cours monteront et qu'une partie du potentiel de demande moindre dans les pays à faible revenu est épuisée. La croissance de l'offre mondiale continuera d'être limitée puisque les contractions de la production dans les pays non membres de l'OPEP éclipseront les gains de production de l'OPEP. Bien que ce soit le secteur de la production du gaz de schiste américain qui accuse les baisses de production les plus spectaculaires, la production des pays non membres de l'OPEP, sauf les États-Unis, suit elle aussi une trajectoire baissière évidente (graphique 2), puisqu'elle est frappée de plein fouet par les déclinés naturels et le peu d'enthousiasme pour les investissements en amont dans le monde entier.

À court terme, les perspectives de la production du gaz de schiste aux États-Unis continuent de défrayer la chronique et de capter l'attention des analystes. Certains affirment que les producteurs de gaz de schiste américains ont supplanté l'Arabie saoudite comme nouvelle

RENSEIGNEMENTS

Rory Johnston

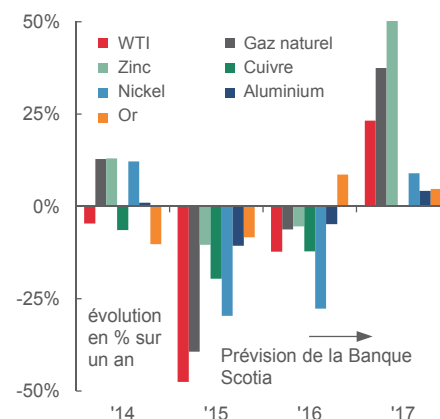
416.862.3908

Études économiques de la Banque Scotia

rory.johnston@scotiabank.com

Graphique 1

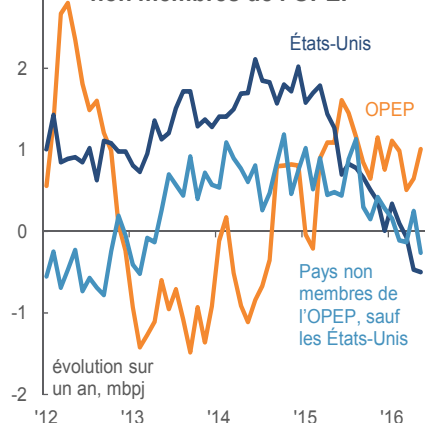
Divergences dans la reprise des cours



Note : pétrole WTI, \$/baril; gaz naturel Nymex, \$US/mmBtu; Or, \$US/once; métaux de base, \$US/lb.
Source : Bloomberg et Études économiques de la Banque Scotia.

Graphique 2

Chute de l'offre de pétrole des pays non membres de l'OPEP



Sources : EIA et Études économiques de la Banque Scotia.

source de rechange mondiale en raison du resserrement du cycle d'investissement relativement court du pétrole; or, la dépendance vis-à-vis de l'endettement et de l'accès aux marchés du crédit complique le rapport entre les cours et la production, en limitant l'élasticité du secteur de la production du gaz de schiste. Les récentes hausses de cours de l'ordre de 50 \$ le baril ont amené certains producteurs à remettre en service des installations de forage aux États-Unis et ont ralenti temporairement la baisse de la production dans les 48 États américains continentaux; or, le nombre d'installations devra être nettement supérieur si on veut enrayer, ou même inverser la tendance. En outre, la très récente série d'interruptions imprévues de l'approvisionnement pétrolier attire énormément l'attention, en plus de permettre de réaliser ce que deux années de réunions des grands producteurs pétroliers n'ont pas permis de faire, soit resserrer les stocks réels de pétrole à court terme et changer l'humeur des investisseurs, qui, extrêmement pessimistes au début de l'année, sont aujourd'hui redevenus modérément optimistes. Certaines de ces interruptions, comme celles causées par les fermetures entraînées par les incendies forestiers en Alberta, sont transitoires par inhérence et sont le résultat de catastrophes naturelles ou d'autres tristes événements. D'autres interruptions encore, par exemple les attentats contre l'infrastructure énergétique du Nigeria ou l'évolution de la crise au Venezuela, ont un caractère plus politico-économique, puisque l'effondrement des cours du pétrole étale au grand jour le délabrement des économies locales et les effets à long terme d'une piètre gouvernance. Ces interruptions pourraient éventuellement accélérer ou prolonger le rééquilibrage du marché pétrolier, selon le rythme et l'orientation de leur dénouement.

Étonnamment, la demande pétrolière a continué de monter, de plus de 1,7 mbpj l'an dernier (ce qui représente essentiellement 60 % de plus que la moyenne des quatre années précédentes) et devrait gagner 1,5 mbpj au premier semestre de 2016 avant de ralentir légèrement dans les mois suivants. La plus grande surprise a été causée par l'Inde, dont la consommation de produits pétroliers a monté de 8 % sur un an (300 kbpj) en 2015 et de 10 % sur un an (400 kbpj) depuis le début de l'année jusqu'en mai. Il est peu probable que cette évolution météorique de la croissance de la demande se poursuive avec la hausse des cours, ce qui contredit l'opinion traditionnelle voulant que la demande pétrolière soit relativement inélastique aux prix. À plus long terme, les dépenses en immobilisations déprimées en amont confirmeront l'inquiétude dominante vis-à-vis de l'offre après qu'on ait mis en veilleuse des projets prévus pour 2016-2020 et qui représentaient essentiellement un milliard de milliards de dollars US dans la foulée de l'effondrement des cours du pétrole, selon Wood Mackenzie (graphique 3). Le choc de ces compressions sera en partie amorti par la déflation des coûts, avec la baisse de la demande exprimée pour les entreprises de services et la main-d'œuvre, la plus grande rigueur dans la maîtrise des coûts à cause des faibles marges bénéficiaires et la déflation des coûts locaux provoquée par la léthargie des pétrodevises; toutefois, nous constaterons inévitablement que l'offre réalisée sera durement éprouvée par rapport aux attentes exprimées avant 2015. Il faut nuancer cet exposé sur la rareté de l'offre en évoquant le potentiel de nouveaux investissements dans l'offre relativement moins chère de l'OPEP puisque les pays dotés de grandes réserves (comme l'Arabie saoudite) pourraient, au lieu de s'en tenir à une stratégie de maximisation de leur richesse à long terme, tenter de monnayer plus rapidement leurs réserves afin de consacrer des recettes à des investissements en aval de l'industrie pétrolière.

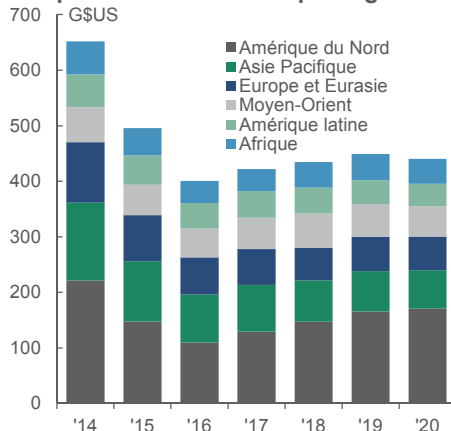
En Amérique du Nord, les cours du gaz naturel devraient finalement s'accélérer durablement, puisque les cours au comptant du Henry Hub devraient s'établir en moyenne à 2,40 \$/mmBtu en 2016 et augmenter brusquement pour s'établir à 3,30 \$/mmBtu en 2017. L'offre restera soumise à la contrainte d'une conjoncture peu attrayante des cours, alors que les exportations devraient augmenter et que la demande intérieure devrait continuer de s'accroître. Les prochaines saisons hivernales devraient donner lieu à une demande de mazout nettement supérieure à celle de l'hiver 2016, qui a été anormalement chaud (graphique 4), et on constate que la capacité de production d'électricité au gaz naturel augmentera massivement jusqu'à la fin de 2018 selon le calendrier de mise en production projeté de l'EIA.

MÉTAUX ET MINÉRAUX – LES RÉACTIONS DES PRODUCTEURS : LE JOUR ET LA NUIT

On s'attend aussi à ce que les métaux de base, dont les cours baissent depuis cinq ans, atteignent finalement un creux en 2016. **Le zinc inscrit toujours les fondamentaux les plus solides dans le groupe des métaux de base et nous entrevoyons des prix qui s'établiront en moyenne à 0,85 \$/lb en 2016 avant de remonter à une moyenne de 1,25 \$/lb en 2017**, alors qu'un déficit prononcé de l'offre de concentré commence à entamer le marché des métaux raffinés. La fermeture des mines de zinc de Century (Australie) et de Lisheen (Irlande) à la fin de l'année dernière et la décision de Glencore de mettre en veilleuse 500 kt supplémentaires de production

Graphique 3

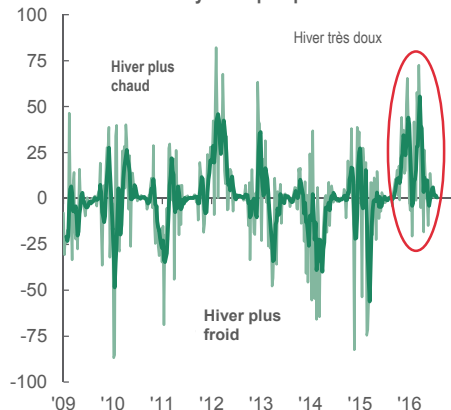
Dépenses en immobilisations pétrolières en amont par région



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

Graphique 4

Écart en degrés/jours de chauffage sur la moyenne quinquennale

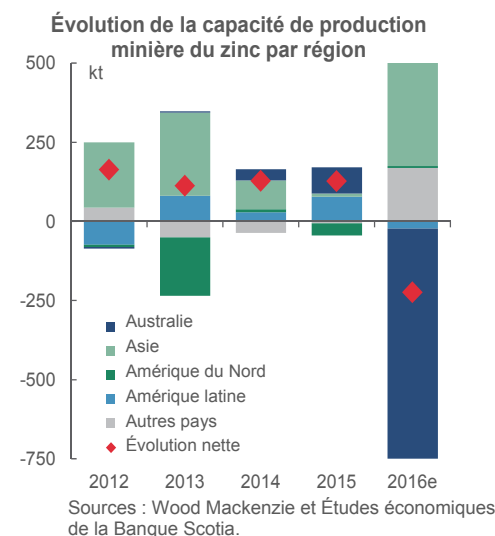


Sources : NOAA et Études économiques de la Banque Scotia.

jusqu'à ce que les cours se rétablissent donnent lieu à une perte de plus d'un million de tonnes de l'offre de concentré annualisée en 2016, ce qui représente essentiellement 8 % de la production de 2015 (graphique 5). Les cours devraient augmenter dans les années à venir jusqu'à ce qu'on puisse encourager les producteurs à relancer une offre suffisante sur un marché anémique. Or, les perspectives des trois autres métaux de base ne sont pas aussi réjouissantes : il faut en effet s'attendre à une conjoncture médiocre pour la demande et à des réactions récalcitrantes de l'offre, qui pèseront sur les perspectives en 2017. **Les cours du cuivre devraient rester ternes jusqu'à la fin de 2017, à 2,20 \$/lb en moyenne.** D'importants volumes de production ont été mis en veilleuse en 2015 en raison des cours léthargiques, mais les producteurs paraissent beaucoup plus résilients en 2016, et il est peu probable que les compressions fassent bouger l'aiguille. La croissance de la consommation mondiale restera bien orientée, mais terne et devrait progresser de l'ordre de 2 % à 2,5 % sur un an jusqu'à la fin de 2016-2017, ce qui représente une amélioration sur la contraction de l'an dernier, mais près de la moitié du taux de croissance moyen relevé depuis la crise financière mondiale. **Les cours du nickel devraient rester enlisés et s'établir à une moyenne de 3,90 \$/lb en 2016 avant de remonter légèrement à 4,25 \$/lb en 2017.** À notre avis, le marché des métaux raffinés inscrira un modeste déficit cette année et l'an prochain après avoir connu des excédents soutenus pendant dix ans; il faudra toutefois venir à bout de stocks exceptionnellement élevés avant que les cours puissent franchir durablement la barre des 4,50 \$/lb. Le volume global des stocks cotés sur les grandes bourses des métaux et les estimations sectorielles des stocks hors cote représentent l'équivalent de plus de huit mois de demande mondiale. **Les cours de l'aluminium devraient rester relativement confinés à une fourchette et s'établir en moyenne à 0,72 \$/lb en 2016 et de 0,75 \$/lb en 2017;** il est peu probable qu'ils s'inscrivent à plus de 0,80 \$ ou 0,90 \$/lb avant la fin de la décennie, compte tenu des excédents soutenus de produits raffinés et de la hausse des stocks. **Les cours du minerai de fer livré dans le nord de la Chine devraient rester anémiques, à 45 \$/t en 2016 et 2017 alors que les cours du charbon cokéfiant dur expédié depuis Vancouver à destination de l'Asie ne devraient augmenter que timidement pour passer de 83 \$/t en 2016 à 86 \$/t en 2017.** La sidérurgie sera toujours aux prises avec des difficultés à cause de la surcapacité chronique en Chine qui, de pair avec les gains importants de l'offre des producteurs de minerai de fer, continuera de déprimer, dans un avenir prévisible, la plupart des secteurs du complexe sidérurgique, soit aussi bien l'extraction minière que les produits de consommation.

Enfin, **l'or a repris son éclat et devrait s'inscrire à une moyenne de 1 260 \$ l'once troy en 2016 et de 1 320 \$ en 2017,** grâce à la hausse de la demande de valeurs refuges dans la foulée du scrutin du Brexit du 23 juin 2016 (graphique 6). L'incertitude plus vive qui plane sur l'avenir de l'Union européenne et la possibilité d'autres référendums sur la désunion dans tout le continent alimenteront la voracité pour le lingot comme valeur pour se prémunir contre une plus grande instabilité politique.

Graphique 5



Graphique 6

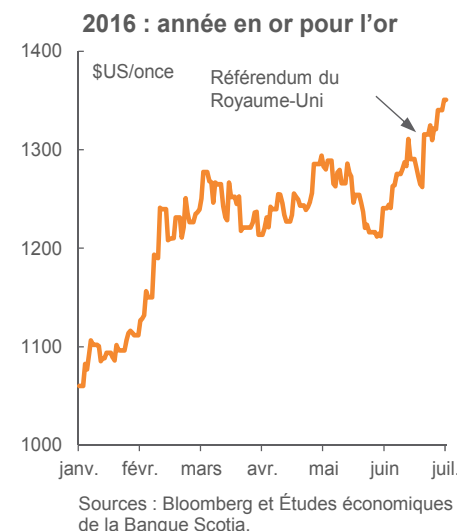


Tableau 1 — Produits de base

	2000-2014			moyenne annuelle		
	Minimum	Moyenne	Maximum	2015	2016p	2017p
Pétrole WTI (\$ US/baril)	17	65	145	49	45	55
Pétrole Brent (\$ US/baril)	18	68	146	54	46	56
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	1,83	5,25	15,38	2,63	2,40	3,30
Cuivre (\$ US/lb)	0,60	2,35	4,60	2,49	2,20	2,20
Zinc (\$ US/lb)	0,33	0,80	2,10	0,87	0,85	1,25
Nickel (\$ US/lb)	2,00	7,59	24,58	5,36	3,90	4,25
Aluminium (\$US/livre)	0,56	0,88	1,49	0,75	0,72	0,75
Minerai de fer (\$US/tonne)	17	68	187	55	45	45
Charbon métallurgique (\$US/tonne)	39	129	330	102	83	86
Or, à Londres en après-midi (\$ US/once)	256	824	1 895	1 160	1 260	1 320

L'inflation

UNE QUESTION DE STABILISATION DES PRIX DES PRODUITS DE BASE

Dans les économies que nous analysons, nous prévoyons trois grandes tendances inflationnistes — presque toutes motivées par l'avis voulant que les prix des produits de base se stabilisent et se répercutent sur les données de l'inflation sur un an en 2016 et 2017. Il s'agit : a) de la réinflation dans les économies du G-10; b) des effets de change moindres en Amérique latine; et c) de la stabilité de la croissance et de l'inflation en Chine. Nous nous attendons à ce que cette conjoncture favorise les valeurs liées à l'inflation au Royaume-Uni, aux États-Unis et au Canada. Les primes de risque inflationnistes en Amérique latine sont élevées et il se peut qu'elles perdurent même si l'inflation baisse.

La réinflation dans les pays du G10 — Aux États-Unis et, dans une moindre mesure, en Europe et dans les pays développés de l'Asie, nous prévoyons une remontée de l'inflation sur notre horizon prévisionnel, puisque la baisse des cours des produits de base depuis la fin de 2014 jusqu'au début de 2016 s'intègre dans la stabilisation des coûts des produits de base (surtout l'énergie) au deuxième semestre de 2016 et au début de 2017. Nous nous attendons à ce que les cours du pétrole continuent de se maintenir dans la fourchette de 50 \$US/baril, en portant l'IPC en glissement annuel à 2 % sur un an au Canada et aux États-Unis et à près de 1 % sur un an en Europe de l'Ouest d'ici la fin de 2016. Ainsi, l'IPC de base, qui est en fait solide depuis le début de 2016 en Amérique du Nord et qui donne des signes de vitalité en Europe cette année (graphique 1), pourra briller de tous ses feux en 2017, même s'il va de soi que le risque de léthargie économique mondial en raison du Brexit fragilise en quelque sorte cette prévision. La valorisation du dollar américain pourrait limiter la remontée de l'IPC des États-Unis; le ralentissement de la croissance économique induit par le Brexit dans la zone euro pourrait peser sur l'IPC européen; au Royaume-Uni, la dévalorisation dans la foulée du Brexit devrait d'abord relancer l'inflation.

Réduction de l'inflation des effets de change en Amérique latine — C'est sans doute l'Amérique latine, dont les économies connaissent des taux d'inflation très élevés (et où la sensibilité de l'inflation aux cours des produits de base est souvent élevée), qui connaîtra la plus forte incidence, sur l'inflation, de la stabilité des cours de produits de base. Dans les pays andins, l'IPC a oscillé entre 4 % et 7 % en 2015 — et s'est établi à 10,7 % sur un an au Brésil — en raison de la dépréciation des monnaies et de l'inflation des prix à l'importation. Nous nous attendons à ce que cette année et en 2017, la stabilisation des cours des produits de base ait pour effet de stabiliser les monnaies locales des pays andins et du Brésil, ce qui devrait ramener l'inflation à des niveaux plus soutenables en 2017, même si la volatilité causée par le Brexit comporte au moins certains risques pour cette prévision.

Croissance stable en Chine et en Inde — Notre opinion sur l'inflation et les produits de base concorde avec la croissance en Chine et en Inde. Nous nous attendons à ce que dans ces deux pays, la croissance se stabilise à des niveaux proches des fourchettes actuelles, ce qui permettra d'absorber continuellement l'excédent de l'offre. Nous croyons que les inquiétudes suscitées par la déflation en Chine sont depuis longtemps exagérées : la part des prix des aliments relativement élevés dans les indices d'inflation de ce pays a pour effet de surévaluer le risque de déflation.

C'est l'Amérique latine, où l'évolution antérieure de la dévalorisation des monnaies et l'inertie de l'inflation pourraient faire monter les prévisions inflationnistes et empêcher de contrer l'irrésistible montée inflationniste aujourd'hui toujours à l'œuvre dans les grandes puissances économiques sud-américaines, qui représente le risque le plus important de notre prévision. En raison de cette conjoncture, l'inflation pourrait se maintenir à des niveaux élevés pour plus longtemps que ce que nous prévoyons, ce qui pourrait rehausser les primes de risque d'inflation dans cette zone.

Aux États-Unis et au Canada, l'évidente possibilité d'une hausse des salaires aux États-Unis et la forte inflation chronique dans le secteur des services pourraient en fait accroître l'inflation, même si le PIB déçoit légèrement. Il semble qu'en Amérique du Nord, notre prévision risque de se révéler exacte pour ce qui est des orientations, mais qu'elle puisse être sous-estimée. Toujours est-il que nous continuons de croire que les seuils de rentabilité de l'inflation dans les marchés développés sont sous-représentatifs des risques inflationnistes sur notre horizon prévisionnel.

RENSEIGNEMENTS

Dov Zigler

212.225.6631 (New York)

Études économiques de la Banque Scotia

dov.zigler@scotiabank.com

Tableau 1

Inflation (évolution en % sur un an, moyenne)

	2015	2016p	2017p
États-Unis	0.4	2.0	2.3
Canada	1.3	2.1	2.2
Royaume-Uni	0.2	1.0	1.6
Zone euro	0.2	0.8	1.5
Allemagne	0.3	0.9	1.7
France	0.2	0.7	1.4
Japon	0.2	0.5	0.7
Brésil	10.7	7.0	5.5
Mexique	2.1	3.6	3.9
Colombie	6.8	7.0	4.0
Chile	4.4	3.3	2.9
Chine	1.6	2.1	2.3
Inde	5.6	5.8	5.6

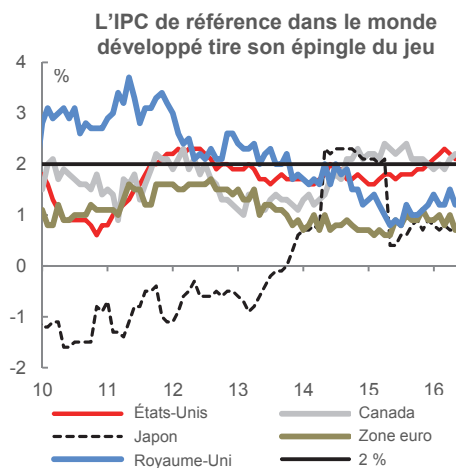
Tableau 2

Seuils de rentabilité de l'inflation sur dix ans

	Moy. 2015	Le 5 janv. 2016	Le 5 juill. 2016
États-Unis	1.7	1.6	1.4
Canada	1.6	1.5	1.3
Royaume-Uni	2.5	2.4	2.3
Zone euro	-0.4	-0.3	-0.7
Allemagne	1.1	1.0	0.8
France	1.2	1.0	0.8
Japon	0.9	0.7	0.3
Brésil	7.0	8.9	6.0
Mexique	3.0	2.9	3.2
Colombie	3.6	4.7	4.1
Chile	3.0	3.0	3.0

Source : Bloomberg, cours en date du 30 juin 2016

Graphique 1



Sources : Bloomberg et Études économiques de la Banque Scotia.

Les marchés financiers

Trois enjeux thématiques inspirés des marchés boursiers et obligataires positionnent nos réflexions sur les projections et les risques des scénarios de base pour nos prévisions macroéconomiques.

1. LES ACTIONS SONT-ELLES SURVALORISÉES?

À l'évidence, les actions, qui ne sont pas bon marché, ne sont pas non plus survalorisées. Bien que d'innombrables risques planent sur les marchés — dont plusieurs sur le calendrier de l'actualité — et que ces risques puissent déstabiliser les marchés, nous n'entrevoions pas de signes de valorisation laissant entendre que nos grandes prévisions macroéconomiques devraient, dans cette conjoncture, intégrer le risque que les actions puissent rester déprimées pour une durée prolongée et ralentir la croissance. En somme, une correction pourrait être apportée par de nombreux catalyseurs aux niveaux assez justes de valorisation et pourrait donc raviver l'enthousiasme des investisseurs en quête de rendements, dans un monde qui se remet du Brexit. À preuve, les graphiques 1 à 6 font état de huit modèles d'évaluation que nous appliquons à l'Indice S&P500, dont le ratio cours par rapport/bénéfice actuel par action, le ratio cours/bénéfice prospectif par action, le ratio cours/bénéfice cycliquement lissé par action, le ratio cours/valeur comptable par action, les rendements des dividendes, le cadre des obligations par rapport aux actions préconisé par Benjamin Graham et adopté sous différentes formes par la Fed et par les économistes du secteur privé, et enfin, le « Q de Tobin ». Nous vous invitons en particulier à prendre connaissance du graphique 3, qui fait ressortir l'écart énorme entre le rendement des bénéfices selon l'Indice S&P500 et le rendement des bons du Trésor à dix ans.

2. QUEL MARCHÉ A RAISON POUR CE QUI EST DES ATTENTES INFLATIONNISTES?

Les marchés sont en proie à un dilemme fascinant entre les obligations souveraines et les instruments pensés pour éclairer les marchés sur les attentes inflationnistes à long terme, et l'un de ces marchés a probablement tout à fait tort. Il s'agit d'une sérieuse mise en garde lancée à ceux qui croient que les marchés ont toujours raison.

La conjoncture des obligations souveraines pourrait laisser entendre que les courtiers obligataires croient que la croissance et l'inflation resteront nettement inférieures à toutes les prévisions pour une durée prolongée. C'est ce que l'on constate dans la fourchette des rendements des bons du Trésor à dix ans à 1,4 % qui intègrent à la fois des taux de croissance et d'inflation à long terme faibles.

Ou encore, différents indicateurs des attentes inflationnistes des marchés sont compris dans la fourchette de 1,4 % à 1,9 %; deux de ces indicateurs sont représentés dans le graphique 7. La différence nette entre le marché qui a des attentes inflationnistes et les rendements nominaux des bons du Trésor laisse entendre qu'à plus long terme, la croissance économique sera nulle alors que l'inflation perdurera; il s'agit d'un scénario que nous ne pouvons pas retenir dans nos prévisions.

Nos grandes prévisions macroéconomiques ont tendance à supposer que le marché qui a des attentes inflationnistes est plus proche de la vérité, alors que les obligations souveraines nominales sont fortement survalorisées pour des raisons qui n'ont presque rien à voir avec les fondamentaux et qui ont tout à voir avec les distorsions des interventions des banques centrales.

3. QU'EST-CE QUI DÉTERMINE LA VALORISATION DES OBLIGATIONS SOUVERAINES?

On peut donc s'interroger sur les facteurs qui déterminent la valorisation des obligations souveraines. Nos prévisions supposent que les facteurs sont surtout axés sur les politiques des banques centrales, qui ne devraient pas, à notre avis, évoluer sensiblement pour la plus grande partie de notre horizon prévisionnel. Les politiques des banques centrales du monde entier ont eu essentiellement trois effets sur le marché obligataire.

RENSEIGNEMENTS

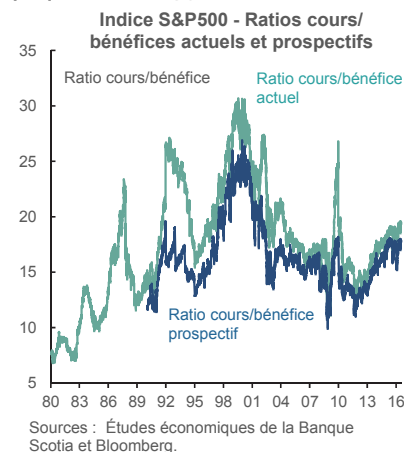
Derek Holt

416.863.7707

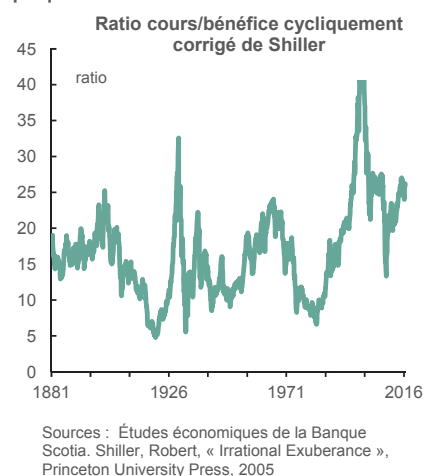
Études économiques de la Banque Scotia

derek.holt@scotiabank.com

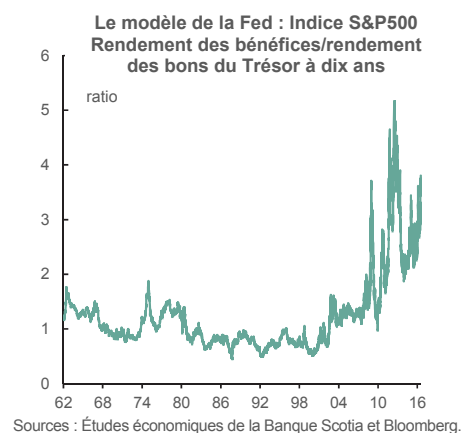
Graphique 1



Graphique 2



Graphique 3



Graphique 4

**Indice S&P500 : Ratio cours/
valeur comptable**

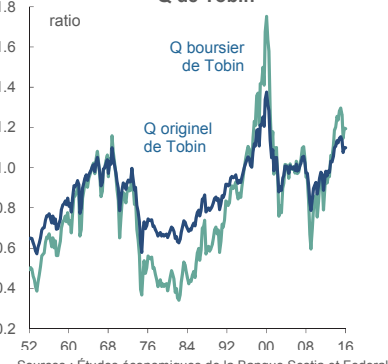

Sources : Études économiques de la Banque Scotia et Bloomberg.

Graphique 5

**Indice S&P500 :
Rendement des dividendes**

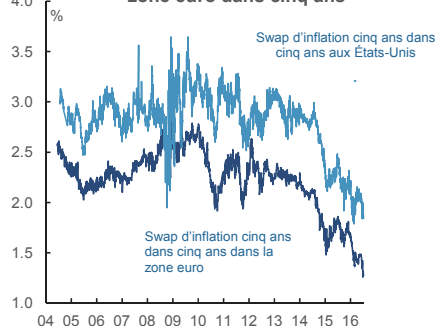

Sources : Études économiques de la Banque Scotia et Bloomberg.

Graphique 6

Q de Tobin


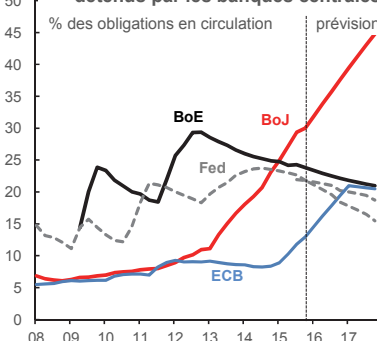
Sources : Études économiques de la Banque Scotia et Federal Reserve Board des États-Unis.

Graphique : 7

**Ce que les marchés pensent de
l'inflation aux États-Unis et dans la
zone euro dans cinq ans**


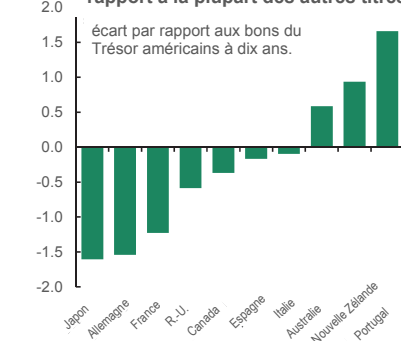
Sources : Études économiques de la Banque Scotia et Bloomberg.

Graphique 8

**Titres de dette souveraine en circulation
détenus par les banques centrales**


Sources : Études économiques de la Banque Scotia et Bloomberg.

Graphique 9

**Attrait des bons du Trésor par
rapport à la plupart des autres titres**


Sources : Études économiques de la Banque Scotia et Bloomberg.

- Les taux directeurs négatifs** : Le 29 janvier 2016, la Banque du Japon a réduit son taux directeur principal, qui est passé de +0,1 % à -0,1 %. En juin 2014, la BCE a réduit son taux principal de rémunération des dépôts à -0,1 % et l'a porté, au cours des réunions suivantes, à -0,4 % jusqu'en mars cette année. À sa réunion de mars, la BCE a également institué des programmes de crédit permettant aux institutions financières d'emprunter à ce taux de dépôt négatif. Grâce à l'activité d'arbitrage, tous les taux des marchés à court terme ont généralement convergé vers ces taux directeurs négatifs. Par extension, dans un environnement de recherche de rendements, et à plus forte raison dans la foulée du Brexit, tous les instruments dont le rendement est supérieur sont devenus plus attrayants. Par exemple, en Allemagne, les rendements à dix ans sont passés d'environ 1,4 % vers le milieu de 2014 à un taux de rendement négatif aujourd'hui. Essentiellement, les marchés se moquent de l'adage qui veut généralement que deux résultats négatifs ne puissent pas produire un résultat positif, en visant un écart positif attrayant entre les taux directeurs négatifs et les obligations souveraines à plus long terme. D'autres facteurs intègrent un taux de croissance inférieur dans l'offre de nouvelles obligations, ce qui accroît constamment la demande dans les catégories d'investisseurs comme les régimes de retraite et les compagnies d'assurance et le dysfonctionnement européen qui profite toujours au coût du crédit en Allemagne, baromètre relatif de la sécurité en Europe. **Nous nous attendons à ce que ces taux directeurs négatifs perdurent sur notre horizon prévisionnel et s'arriment aux courbes des obligations souveraines. (Veuillez consulter les tableaux des prévisions.)**
- Les programmes d'assouplissement quantitatif** : Le graphique 8 fait état des parts projetées des marchés des bons du Trésor, des gilts, des obligations des gouvernements européens et des obligations du gouvernement japonais, qui à notre avis finiront par être détenus par les banques centrales sur notre horizon prévisionnel d'après les directives des programmes en vigueur et les prévisions sur l'émission des titres de dette. En éliminant, sur le marché, l'offre des titres négociables, les banques centrales font baisser les rendements. **Nous nous attendons à d'autres mesures de relance et à des achats obligatoires soutenus de la BoJ et de la BCE, ainsi qu'à des réinvestissements continus de la Fed pour enrayer l'envergure de la hausse prévue des rendements sur les obligations souveraines.**
- Les opérations de portage** : Dans la foulée des politiques des banques centrales, les investisseurs mondiaux se livrent à une quête de rendement sur les marchés des obligations européennes et japonaises à très faibles rendements et sur les marchés non caractérisés par des taux directeurs négatifs ou par de nouveaux achats soutenus d'obligations. Il s'agit notamment des États-Unis, où les programmes d'assouplissement quantitatif sont caractérisés par un réinvestissement, sans apports nouveaux, et des taux directeurs négatifs, du Canada, qui n'a jamais pratiqué de mesures d'assouplissement quantitatif ni de taux d'intérêt négatifs, et aussi des marchés comme l'Australie, dont la note AAA suscite plus d'interrogations que la note AAA du Canada. Le graphique 9 indique l'attrait de l'écart entre les bons du Trésor à dix ans et les obligations souveraines à dix ans ailleurs. Cet écart positif est également censé faire partie des facteurs que nous appliquons pour prévoir la vigueur du dollar américain à terme alors que les rendements faibles en Europe et au Japon s'arriment sur les rendements des bons du Trésor et des obligations canadiennes; or, l'histoire est riche d'exemples qui nous enseignent que la divergence est limitée pour ce qui est des taux à l'échelle mondiale.

Les marchés des changes

LE CHOC DU BREXIT FAVORISE LE DOLLAR AMÉRICAIN

Nous entrevoyons avec optimisme l'évolution du dollar américain (USD) à moyen terme. Il s'agit d'une position que nous avons soutenue toute l'année, même si dans l'ensemble, le rendement du dollar américain par rapport aux grandes devises comparables est décevant à notre point de vue. La clarté de certains enjeux qui ont nui au scénario haussier du dollar américain récemment et les nouvelles difficultés à l'étranger devraient avoir pour effet de relever cette monnaie et de prolonger une tendance haussière séculaire et mature au moins jusqu'à la fin de 2016.

La croissance de l'économie américaine a déçu au premier trimestre; or, cette puissance économique semble reprendre du mieux au milieu de l'année et devrait continuer de se ressaisir modérément. Cet élan de croissance tranchera sur les perspectives encore plus léthargiques ailleurs (surtout en Europe, après les récents événements). Toutefois, les risques qui pèsent sur la croissance externe empêcheront la Fed de hausser les taux d'intérêt aussi vigoureusement que nous l'avions prévu. Nous nous attendons aujourd'hui à ce que la Fed ne relève que timidement ses taux en 2017. Généralement, une dégradation importante des perspectives de la Fed donnerait lieu à une révision à la baisse des perspectives du dollar américain. Or, selon nous, l'actualité européenne laisse entendre que **le dollar américain pourrait toujours s'apprécier, dans l'ensemble, par rapport à la plupart des autres grandes monnaies**. Les risques baissiers du dollar américain s'articulent autour des frustrations potentielles suscitées par l'immobilisme de la Fed et de l'incertitude provoquée par le cycle des élections présidentielles américaines.

Nous sommes prudents en ce qui concerne les perspectives des monnaies liées aux cours des produits de base. Les prix des matières premières devraient se stabiliser d'ici la fin de l'année; or, d'autres difficultés pourraient surgir. Nous nous attendons à ce que le dollar canadien (CAD) clôture 2016 à un niveau légèrement inférieur aux niveaux actuels (à 1,30), mais en prévenant que la volatilité pourrait rester élevée pour le dollar canadien. À court terme, des gains de l'ordre de 1,35/1,40 CAD pour le dollar américain sont possibles, puisque l'économie canadienne peine à surmonter l'impact des récents incendies forestiers dans le secteur de la production du gaz de schiste américain et les vents contraires qui soufflent à nouveau plus violemment sur la croissance mondiale. La léthargie dans le secteur des échanges commerciaux constitue un autre obstacle potentiel pour le dollar canadien. Nous nous attendons à ce que le dollar néo-zélandais et le dollar australien s'alignent sur le dollar canadien à court terme mais soient moins performants à plus long terme, compte tenu des risques d'un nouvel assouplissement de la politique monétaire de ces pays.

La décision du Royaume-Uni de sortir de l'Union européenne (UE) aura de profonds retentissements sur les marchés. Le résultat du référendum a eu pour effet de rajuster considérablement la livre sterling (GBP), mais **nous croyons que cette monnaie continuera de régresser et entrevoyons que le couple GBP/USD chute à 1,25 d'ici la fin de l'année**. Le Royaume-Uni sera aux prises avec une longue période d'incertitude, puisqu'on ne connaît pas les modalités qui seront négociées pour la désunion, ce qui pèsera sur les grandes décisions d'investissement et sur la croissance. Il faut probablement s'attendre à une légère récession, et nous prévoyons que la Banque d'Angleterre prendra les devants en adoptant des mesures d'assouplissement. La conjoncture politique est plutôt volatile et ambiguë, puisque le Parti conservateur au pouvoir et le Parti travailliste de l'opposition sont aux prises avec des problèmes de leadership. Il est possible qu'une élection éclair se tienne en octobre. La dégradation des notes souveraines dans la foulée du Brexit pourrait amener les investisseurs à porter attention à l'important déficit des comptes actuels du Royaume-Uni. Une brusque interruption des investissements étrangers qui financent le déficit aurait également pour effet d'exacerber les pressions imposées à la livre sterling.

L'euro (EUR) n'échappera pas au choc du Brexit. Dans l'ensemble, le résultat du référendum pose un énorme point d'interrogation sur les perspectives d'une meilleure

RENSEIGNEMENTS

Shaun Osborne

416.945.4538

Stratégie des marchés des changes

shaun.osborne@scotiabank.com

Qi Gao

65.6305.8396 (Singapour)

Stratégie des marchés des changes

qi.gao@scotiabank.com

Eduardo Suárez

5255.9179.5174 (Mexique)

Stratégie des marchés des changes

eduardo.suarez@scotiabank.com

Eric Theoret

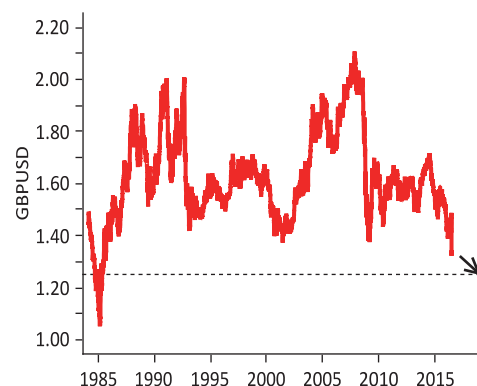
416.863.7030

Stratégie des marchés des changes

eric.theoret@scotiabank.com

Graphique 1

Le couple GBP/USD devrait atteindre
1,25 dans la foulée du Brexit



Sources : Macrobond et Stratégie des marchés des changes.

intégration de l'Union européenne; les risques de « contagion » du Brexit ne sont pas négligeables pour d'autres pays (dont la France, qui tiendra une élection présidentielle en 2017). Les perspectives de croissance de la zone euro étaient déjà anémiques avant le référendum et paraissent même plus ternes aujourd'hui. Le président de la Banque centrale européenne, M. Draghi, a laissé entendre que le Brexit réduira de 0,3 à 0,5 point de pourcentage le PIB de la zone euro dans les trois prochaines années. Dans un contexte de croissance déjà faible, il s'agit d'une réduction significative. La léthargie de la croissance pourrait raviver les inquiétudes à propos de la stabilité du système bancaire. Nous croyons que le couple EUR/USD reste en bonne voie de s'établir à 1,05 d'ici la fin de l'année.

L'appréciation du yen (JPY) en réaction à la volatilité accrue a augmenté l'inquiétude nationale voulant que d'autres gains puissent faire dérailler la croissance et freiner des poussées inflationnistes déjà faibles. Les perspectives de croissance terne, qui incitent le gouvernement à repousser le deuxième cycle de hausse de la taxe à la consommation (prévue pour 2017) et le peu de confiance porté aux perspectives économiques nationales laissent entendre que la BoJ pourrait être appelée à intervenir en lançant un nouveau cycle de mesures de relance. **Nous avons révisé à la baisse nos prévisions pour la paire USD/JPY en réaction à la réduction du profil prévisionnel de la Fed et de la montée de l'incertitude mondiale.** Nous nous attendons aujourd'hui à ce que le couple USD/JPY clôture l'année 2016 à 105.

Pour les monnaies des marchés émergents asiatiques, l'humeur mondiale vis-à-vis du risque sera le premier facteur externe de performance d'ici la fin de l'année. À court terme, les monnaies des marchés émergents asiatiques devraient profiter des liquidités externes massives et des politiques réinflationnistes en vigueur (ou à adopter) dans la foulée de la décision du Royaume-Uni de sortir de l'Union européenne.

Le won coréen (KRW), le ringgit malaisien (MYR) et le dollar de Singapour (SGD) sont les monnaies les plus vulnérables si les conséquences du Brexit se déroulent dans le désordre. En outre, nous sommes inquiétés par les signes récents qui indiquent que l'économie chinoise s'essouffle et nous nous attendons à ce que le yuan chinois (CNY) baisse légèrement par rapport au dollar américain cette année sur fond de sortie de capitaux chroniques. La Reserve Bank of India (RBI) s'est engagée à endiguer les mouvements extrêmes sur le marché local des changes. L'Inde annoncera la nomination du nouveau gouverneur de la RBI d'ici au 15 juillet et un nouveau comité des politiques monétaires devrait être mis sur pied avant l'examen bimensuel des politiques monétaires en août. Puisqu'à l'heure actuelle, le gouverneur de la RBI est le seul à établir la politique monétaire, la participation du comité à ce processus augmentera la probabilité d'une réduction des taux d'intérêt le mois prochain.

Le 28 juin 2016, le Parlement indonésien a adopté un projet de loi sur l'amnistie fiscale, dont le programme a été lancé le 1^{er} juillet 2016. Ce projet de loi devrait attirer des capitaux qui soutiendront la roupie indonésienne (IDR). La Bank Negara Malaysia a institué une nouvelle méthodologie pour fixer les cours au comptant de la paire USD/MYR à partir des données sur les transactions des marchés; cette méthodologie a pris effet le 18 juillet 2016. (La clôture officielle du marché intraterritorial du MYR a aussi été prolongée d'une heure et portée à 18 h, heure locale.) Ces mesures permettront de développer et de renforcer les marchés financiers malaisiens. Nous notons que la vigueur du bath thaïlandais (THB) ne répond pas aux intérêts du législateur et suit toujours une tendance haussière à moyen terme, en tenant compte des enjeux politiques intérieurs lancinants et de l'allègement prochain des contrôles sur les investissements étrangers.

Tableau 1 – Prévisions de juillet 2016

	Aujourd'hui	2016T1	2016T2	2016T3p	2016T6p	2017T1p	2017T2p	2017T3p	2017T4p	A/A 2015 (sur un an)	CA jusqu'à la F/A (cumulatif jusqu'à la fin de l'année)	A/A 2017	
CADUSD	0.77	0.77	0.77	0.77	0.77	0.78	0.78	0.80	0.80	-16.0%	6.2%	0.2%	4.0%
USDCAD	1.30	1.30	1.29	1.30	1.30	1.28	1.28	1.25	1.25	-10.2%	1.7%	-5.0%	6.7%
EURUSD	1.11	1.14	1.11	1.05	1.05	1.05	1.07	1.10	1.12	-5.4%	-14.1%	-3.2%	8.0%
GBPUSD	1.29	1.44	1.33	1.25	1.25	1.27	1.27	1.30	1.35	-0.4%	19.1%	-3.8%	-8.7%
USDJPY	101.0	112.6	103.2	105.0	105.0	110.0	110.0	115.0	115.0	10.5%	0.7%	-1.7%	-1.8%
EURCHF	1.08	1.09	1.08	1.10	1.10	1.11	1.11	1.12	1.12	-0.8%	2.5%	-6.6%	4.8%
USDCHF	0.98	0.96	0.98	1.05	1.05	1.06	1.04	1.02	1.00	3.0%	-3.2%	2.5%	2.5%
EURSEK	9.47	9.24	9.39	9.24	9.24	9.14	9.04	9.02	9.02	-7.5%	-1.5%	-2.6%	9.3%
USDSEK	8.57	8.12	8.46	8.80	8.80	8.70	8.45	8.20	8.05	-15.7%	4.2%	2.3%	6.4%
USDNOK	8.49	8.27	8.36	8.30	8.30	8.20	8.20	7.80	7.80	-10.9%	2.6%	0.2%	-4.0%
AUDUSD	0.75	0.77	0.75	0.75	0.75	0.73	0.73	0.72	0.72	-12.4%	3.8%	-1.5%	-5.7%
NZDUSD	0.71	0.69	0.71	0.71	0.70	0.68	0.68	0.66	0.66	-4.4%	-2.9%	-0.1%	-0.7%
USDCNY	6.69	6.45	6.65	6.68	6.70	6.70	6.75	6.75	6.75	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%
USDHKD	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76	-4.7%	-1.9%	-0.8%	1.5%
USDINR	67.5	66.2	67.5	67.0	68.0	68.0	68.0	67.0	67.0	-10.2%	4.4%	-3.2%	1.1%
USDIDR	13209	13239	13210	13100	13650	13650	13650	13500	13500	-18.6%	6.1%	-2.4%	2.5%
USDMYR	4.05	3.90	4.03	4.00	4.15	4.15	4.15	4.05	4.05	-4.7%	-0.4%	-0.9%	1.1%
USDPHP	47.1	46.0	47.2	46.8	47.5	47.5	47.5	47.0	47.0	-6.6%	4.8%	-2.6%	1.5%
USDSGD	1.35	1.35	1.35	1.34	1.39	1.39	1.39	1.37	1.37	-7.2%	0.8%	-2.9%	1.7%
USDKRW	1166	1143	1152	1140	1200	1200	1200	1180	1180	-3.7%	1.5%	-0.3%	1.6%
USDTHB	32.4	32.2	32.3	32.0	32.5	32.5	32.5	32.0	32.0	-8.7%	2.3%	-0.8%	1.4%

Cette année, les monnaies de l'Amérique latine se sont échangées beaucoup moins d'après les fondamentaux que selon des facteurs techniques, puisque des enjeux comme le rendement et la liquidité ont constitué de meilleurs indicateurs de performance que les fondamentaux macroéconomiques. Puisque ces facteurs devraient rester en place dans un environnement de « nervosité dans la recherche des rendements », nous nous attendons à ce que les monnaies à fort portage de l'Amérique latine surclassent les monnaies à faible portage.

Toutefois, les investisseurs ne peuvent pas négliger le risque politique (local et mondial). Le réal brésilien (BRL) en donne un exemple très éloquent. La destitution de la présidente, M^{me} Rousseff, et, à une époque plus récente, les accusations de corruption portées contre des membres du cabinet du président intérimaire Temer ont été des facteurs clés du rendement du réal brésilien. Le peso mexicain (MXN) est un bon exemple de la sensibilité au risque politique mondial, compte tenu de la médiatisation récente du référendum du Royaume-Uni et, par-dessus tout, de l'élection présidentielle américaine. Ces enjeux ont induit une forte dévalorisation du peso mexicain, non seulement à cause des préoccupations suscitées par le recul de la mondialisation, mais aussi parce que les caractéristiques du peso lui donnent une attrayante valeur spéculative symbolique (comme monnaie émergente liquide et d'envergure mondiale, qui est étroitement corrélée aux valeurs symboliques du risque). Nous croyons que le peso est sous-évalué, mais nous doutons qu'il remonte considérablement tant que perdurera l'incertitude mondiale (élections américaines et inquiétudes vis-à-vis de la croissance chinoise, entre autres).

Les monnaies des pays andins ne se sont pas vraiment comportées en bloc. Comme c'est généralement le cas, le sol péruvien (PEN) s'est révélé moins sensible ou à faible bêta, ce qui est en partie attribuable à une banque centrale très active sur les marchés des changes et en partie à la résilience de la croissance péruvienne — malgré les prix plus léthargiques des produits de base —, qui a soutenu l'humeur des marchés. Par contre, le peso colombien (COP) est devenu une monnaie à très fort bêta, puisque les préoccupations suscitées par la dépendance vis-à-vis des cours du pétrole, des finances publiques et d'un déficit des comptes actuels toujours abyssal ont pesé pendant les périodes d'intolérance au risque. Toutefois, en raison d'un degré élevé de portage, cette monnaie est depuis longtemps une alternative lorsque les marchés redeviennent tolérants au risque. Les cours des produits de base ont été les principaux facteurs de valorisation du peso chilien (CLP).

ANNEXE 1

International	2000-14	2015	2016p	2017p	2000-14	2015	2016p	2017p
	PIB réel				Prix à la consommation			
	(variation annuelle, en %)				(variation sur 12 mois, fin de l'année, en %)			
Monde (en parité de pouvoir d'achat)	3,9	3,3	3,0	3,3				
Canada	2,2	1,1	1,3	2,0	2,0	1,3	2,2	2,2
États-Unis	1,9	2,4	1,9	2,2	2,3	0,4	2,0	2,3
Mexique	2,3	2,5	2,4	2,8	4,6	2,1	3,6	3,9
Royaume-Uni	1,8	2,2	1,3	0,0	2,2	0,2	1,4	2,0
Zone euro	1,2	1,6	1,4	1,1	1,9	0,2	0,8	1,4
Allemagne	1,2	1,7	1,5	1,2	1,6	0,3	0,9	1,5
France	1,3	1,2	1,4	1,1	1,7	0,2	0,9	1,4
Russie	4,6	-3,7	-1,0	1,5	11,4	12,9	6,7	6,2
Chine	9,7	6,9	6,5	6,1	2,4	1,6	2,1	2,3
Inde	7,0	7,3	7,5	7,5	7,2	5,6	5,8	5,6
Japon	0,9	0,6	0,6	0,6	0,0	0,2	0,5	0,7
Corée du sud	4,4	2,6	2,6	2,8	2,8	1,3	1,2	2,0
Indonésie	5,6	4,8	5,0	5,3	6,2	3,4	4,1	4,7
Australie	3,0	2,5	2,6	2,6	2,9	1,7	1,5	1,9
Thaïlande	4,1	2,8	3,0	3,2	2,5	-0,9	1,2	2,0
Brésil	3,4	-3,8	-3,6	0,5	6,5	10,7	7,0	5,5
Colombie	4,3	3,1	2,4	2,8	5,0	6,8	7,0	4,0
Pérou	5,4	3,2	3,8	3,6	2,7	4,4	3,1	3,0
Chili	4,3	2,1	1,7	2,0	3,3	4,4	3,3	2,9
Produits de base								
	(moyenne annuelle)							
Pétrole WTI (\$ US/baril)	65	49	45	55				
Pétrole Brent (\$ US/baril)	68	54	46	56				
Gaz naturel sur le NYMEX (\$ US/million de BTU)	5,25	2,63	2,40	3,30				
Cuivre (\$ US/lb)	2,35	2,49	2,20	2,20				
Zinc (\$ US/lb)	0,80	0,87	0,85	1,25				
Nickel (\$ US/lb)	7,59	5,36	3,90	4,25				
Aluminium (\$US/livre)	0,88	0,75	0,72	0,75				
Minerai de fer (\$US/tonne)	68	55	45	45				
Charbon métallurgique (\$US/tonne)	129	102	83	86				
Or, à Londres en après-midi (\$ US/once)	824	1 160	1 260	1 320				

ANNEXE 2

Amérique du Nord	2000-14	2015	2016p	2017p	2000-14	2015	2016p	2017p
	Canada				États-Unis			
	(variation annuelle, en %)				(variation annuelle, en %)			
PIB réel	2,2	1,1	1,3	2,0	1,9	2,4	1,9	2,2
Dépenses de consommation	3,0	1,9	1,9	1,7	2,3	3,1	2,7	2,7
Investissement dans le secteur résidentiel	3,8	3,8	3,3	-0,8	-1,7	8,9	9,6	5,0
Investissements des entreprises	3,4	-10,2	-7,6	2,1	2,4	2,8	-0,9	2,9
Gouvernement	2,3	1,8	1,2	2,2	1,0	0,7	1,0	0,8
Exportations	1,2	3,4	2,1	3,2	4,0	1,1	1,0	2,8
Importations	3,2	0,3	-1,0	2,6	3,4	4,9	1,4	3,9
PIB nominal	4,6	0,5	2,2	4,3	4,0	3,5	3,2	4,3
Indice implicite du PIB	2,3	-0,6	0,9	2,2	2,1	1,0	1,3	2,0
Indice des prix à la consommation	2,0	1,1	1,9	2,2	2,4	0,1	1,6	2,4
Indice de référence	1,8	2,2	2,1	2,0	2,0	1,8	2,2	2,3
Bénéfices des sociétés avant impôts	5,3	-15,8	-5,5	7,0	6,3	-3,1	-3,0	5,0
Emploi	1,4	0,8	0,6	0,8	0,5	2,1	1,7	1,4
Taux de chômage (en %)	7,1	6,9	7,1	7,1	6,4	5,3	4,8	4,7
Solde des paiements courants (en G\$ CA)	-10,0	-62,6	-68,9	-58,9	-525	-463	-507	-544
Balance commerciale (en G\$ CA)	31,8	-22,5	-28,1	-20,7	-661	-763	-760	-812
Solde budgétaire fédéral (en G\$ CA)	-3,2	1,9	-5,0	-27,0	-535	-439	-500	-530
pourcentage du PIB	-0,2	0,1	-0,3	-1,3	-3,9	-2,4	-2,7	-2,7
Mises en chantier (en milliers)	199	196	188	180	1,29	1,11	1,24	1,38
Ventes de véhicules motorisés (en milliers)	1 622	1 898	1 955	1 945	15,2	17,3	17,7	18,0
Production industrielle	0,7	-1,1	0,6	2,0	0,8	0,3	-0,9	2,5
	Mexique							
	(variation annuelle, en %)							
PIB réel	2,3	2,5	2,4	2,8				
Indice des prix à la consommation (fin d'année)	4,6	2,1	3,6	3,9				
Solde des paiements courants (en G\$ US)	-14,5	-31,9	-29,7	-34,0				
Balance commerciale (en G\$ US)	-6,3	-14,6	-15,0	-14,4				

Prévisions trimestrielles	2015		2016				2017			
Canada	T3	T4	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	2,2	0,5	2,4	-0,8	3,2	2,0	2,1	2,1	1,9	1,9
PIB réel (variation annuelle en %)	1,0	0,3	1,1	1,1	1,3	1,7	1,6	2,4	2,0	2,0
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	1,2	1,3	1,5	1,7	2,0	2,2	2,3	2,1	2,1	2,2
Indice de référence (variation annuelle en %)	2,2	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0
États-Unis										
PIB réel (variation annualisée sur trois mois, en %)	2,0	1,4	1,1	2,8	2,0	2,0	2,3	2,3	2,3	2,2
PIB réel (variation annuelle en %)	2,1	2,0	2,1	1,8	1,8	2,0	2,3	2,1	2,2	2,3
Prix à la consommation (variation annuelle en %)	0,1	0,4	0,8	1,0	1,4	2,0	2,4	2,3	2,3	2,3
Indice de référence (variation annuelle en %)	1,8	2,0	2,3	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3

ANNEXE 3

	2015		2016				2017			
Taux des banques centrales	T3	T4	T1	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Amérique	(en %, à la fin de la période)									
Banque du Canada	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75
Réserve fédérale des États-Unis	0,25	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	1,00	1,25
Banque du Mexique	3,00	3,25	3,75	4,25	4,25	4,50	4,75	5,00	5,25	5,50
Banque centrale du Brésil	14,25	14,25	14,25	14,25	14,25	14,25	14,00	13,50	13,00	12,50
Banque de la République de Colombie	4,75	5,75	6,50	7,50	7,25	7,25	7,25	6,75	6,25	5,75
Banque centrale de réserve du Pérou	3,50	3,75	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25
Banque centrale du Chili	3,00	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,75	3,75	4,00	4,00
Europe										
Banque centrale européenne	0,05	0,05	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	0,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Banque nationale suisse	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
Asie/Océanie										
Banque centrale d'Australie	2,00	2,00	2,00	1,75	1,75	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Banque de Japon	0,10	0,10	-0,10	-0,10	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20
Banque populaire de Chine	4,60	4,35	4,35	4,35	4,10	4,10	4,10	4,10	4,10	4,10
Banque de réserve de l'Inde	6,75	6,75	6,75	6,50	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,50
Banque de Corée	1,50	1,50	1,50	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,50
Banque centrale de l'Indonésie*	so	so	so	5,25	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,25
Banque de Thaïlande	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75
Devises et taux d'intérêt										
Amérique	(à la fin de la période)									
Dollar canadien (USD/CAD)	1,33	1,38	1,30	1,29	1,30	1,30	1,28	1,28	1,25	1,25
Dollar canadien (CAD/USD)	0,75	0,72	0,77	0,77	0,77	0,77	0,78	0,78	0,80	0,80
Peso mexicain (USD/MXN)	16,92	17,21	17,28	18,28	18,55	18,52	18,27	17,79	17,84	18,07
Real brésilien (USD/BRL)	3,95	3,96	3,59	3,21	3,90	3,90	4,20	4,10	4,00	4,00
Peso colombien (USD/COP)	3087	3175	3002	2920	3200	3275	3250	3275	3300	3350
Nouveau sol - Pérou (USD/PEN)	3,23	3,41	3,31	3,29	3,35	3,35	3,36	3,32	3,33	3,28
Peso chilien (USD/CLP)	696	709	668	663	697	704	703	702	702	701
Europe										
Euro (EUR/USD)	1,12	1,09	1,14	1,11	1,05	1,05	1,05	1,07	1,10	1,12
Livre sterling (GBP/USD)	1,51	1,47	1,44	1,33	1,25	1,25	1,27	1,27	1,30	1,35
Franc suisse (USD/CHF)	0,97	1,00	0,96	0,98	1,05	1,05	1,06	1,04	1,02	1,00
Couronne suédoise (USD/SEK)	8,37	8,44	8,12	8,46	8,80	8,80	8,70	8,45	8,20	8,05
Couronne norvégienne (USD/NOK)	8,52	8,84	8,27	8,36	8,30	8,30	8,20	8,20	7,80	7,80
Rouble russe (USD/RUB)	65,4	72,5	66,9	63,9	67,5	68,5	68,0	67,5	67,0	66,5
Asie/Océanie										
Yen - Japon (USD/JPY)	120	120	113	103	105	105	110	110	115	115
Dollar australien (AUD/USD)	0,70	0,73	0,77	0,75	0,75	0,75	0,73	0,73	0,72	0,72
Yuan - Chine (USD/CNY)	6,36	6,49	6,45	6,65	6,68	6,70	6,70	6,75	6,75	6,75
Roupie - Inde (USD/INR)	65,6	66,2	66,2	67,5	67,0	68,0	68,0	68,0	67,0	67,0
Won - Corée du sud (USD/KRW)	1185	1175	1143	1152	1140	1200	1200	1200	1180	1180
Rupiah - Indonésie (USD/IDR)	14653	13788	13239	13210	13100	13650	13650	13650	13500	13500
Baht - Thaïlande (USD/THB)	36,4	36,0	35,1	35,1	35,0	35,5	35,5	35,5	35,0	35,0
Canada (rendements, %)										
Bon du Trésor à 3 mois	0,44	0,51	0,45	0,49	0,50	0,50	0,50	0,50	0,55	0,80
Obligation du Canada à 2 ans	0,52	0,48	0,54	0,52	0,45	0,50	0,55	0,70	0,80	1,10
Obligation du Canada à 5 ans	0,80	0,73	0,68	0,57	0,50	0,60	0,70	0,85	1,00	1,30
Obligation du Canada à 10 ans	1,43	1,39	1,23	1,06	0,80	0,90	1,00	1,05	1,20	1,40
Obligation du Canada à 30 ans	2,20	2,15	2,00	1,72	1,40	1,50	1,60	1,60	1,60	1,75
États-Unis (rendements, %)										
Bon du Trésor à 3 mois	-0,02	0,16	0,20	0,26	0,25	0,30	0,35	0,60	0,85	1,10
Obligation du Trésor à 2 ans	0,63	1,05	0,72	0,58	0,50	0,65	0,85	1,00	1,30	1,60
Obligation du Trésor à 5 ans	1,36	1,76	1,20	1,00	0,85	1,00	1,10	1,25	1,45	1,80
Obligation du Trésor à 10 ans	2,04	2,27	1,77	1,47	1,20	1,30	1,40	1,50	1,75	2,00
Obligation du Trésor à 30 ans	2,85	3,02	2,61	2,28	2,00	2,10	2,20	2,25	2,30	2,40

*Le 19 août 2016, la Banque centrale d'Indonésie remplacera son taux de référence à 12 mois par un nouveau taux d'intérêt directeur, soit le taux de rachat inverse à 7 jours.

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

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

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

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

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

^{MC} Marque de commerce de La Banque de Nouvelle-Écosse. Marque utilisée sous licence, le cas échéant.

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

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

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

Stratégie des titres à revenu fixe (Londres et Paris)

www.gbm.scotiabank.com

© 2016, La Banque de Nouvelle-Écosse

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

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

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

Stratégie des marchés des changes

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

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