

Points saillants

- Après une année décevante en 2016, l'économie mondiale semble se redresser. Une résurgence de l'activité dans le monde avancé, entraînée par les États-Unis, est accompagnée d'un rebond apparent en Chine qui tire les marchés émergents. Cela dit, de grandes incertitudes menacent de faire dérailler la croissance mondiale, notamment la montée du protectionnisme commercial, les niveaux élevés de dettes et l'instabilité politique dans des régions comme l'Europe.
- Grâce à un bon point de départ de l'année et aux mesures de relance budgétaires futures, l'économie américaine est bien placée pour une croissance supérieure au potentiel en 2017. L'inflation atteindra probablement l'objectif de la Fed pour la première fois en cinq ans; les tensions inflationnistes devraient rester limitées par une démographie défavorable, la vigueur du dollar et une politique monétaire plus serrée de la Fed, qui devrait hausser les taux d'intérêt au moins deux fois cette année. Toute velléité de la Fed de se montrer plus énergique devrait être tempérée par un ralentissement probable du rythme de création d'emplois.
- Le secteur de l'énergie du Canada se rétablit et l'économie du pays rebondit bien en conséquence. La croissance devrait accélérer cette année à mesure que les exportations réagiront à l'augmentation de la demande américaine et à l'Accord économique et commercial global signé récemment avec l'Europe. Mais les risques – intérieurs, avec le logement, et extérieurs, avec le protectionnisme – ne sont pas négligeables, et il ne faudrait pas sous-estimer la possibilité qu'ils sapent la croissance. Vu sous cet angle, on comprend mieux la prudence de ton de la Banque du Canada, malgré l'embellie des statistiques.

Krishen Rangasamy
514-879-3140

	Changements par rapport aux prévisions précédentes				
	2016	2017	2018	2017	2018
États-Unis					
PIB réel	1.6%	2.2%	2.4%	inch	inch
Inflation (IPC)	1.3%	2.2%	2.2%	+0.1 pp	inch
Taux cible fonds fédéraux*	0.75%	1.25%	2.00%	inch	inch
Taux sur obligation 10 ans*	2.45%	3.01%	3.29%	-2 pb	-3 pb
Canada					
PIB réel	1.3%	1.9%	1.7%	inch	inch
Inflation (IPC)	1.4%	1.8%	2.0%	inch	inch
Taux à un jour*	0.50%	0.50%	1.25%	inch	inch
Taux sur obligation 10 ans*	1.72%	2.18%	2.65%	+4 pb	-15 pb

* fin de période

LE MENSUEL ÉCONOMIQUE

Monde : Enfin un redressement

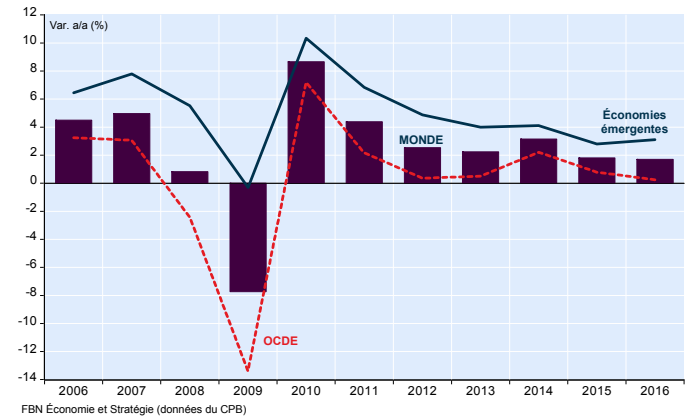
Après une année décevante en 2016, l'économie mondiale semble se redresser. Une résurgence de l'activité dans le monde avancé, entraînée par les États-Unis, est accompagnée d'un rebond apparent en Chine qui tire les marchés émergents. Cela dit, de grandes incertitudes menacent de faire dérailler la croissance mondiale, notamment la montée du protectionnisme commercial, les niveaux élevés de dettes et l'instabilité politique dans des régions comme l'Europe.

L'économie mondiale a connu une expansion de tout juste 3% l'an dernier – la plus mauvaise performance depuis la récession mondiale de 2009. Cela s'explique par un ralentissement de la croissance de la production industrielle, particulièrement dans le monde avancé. La déception de l'OCDE est due aux États-Unis et au Japon qui ont tous deux connu une baisse de la production industrielle, alors que la croissance de celle de la zone euro était aussi faible.

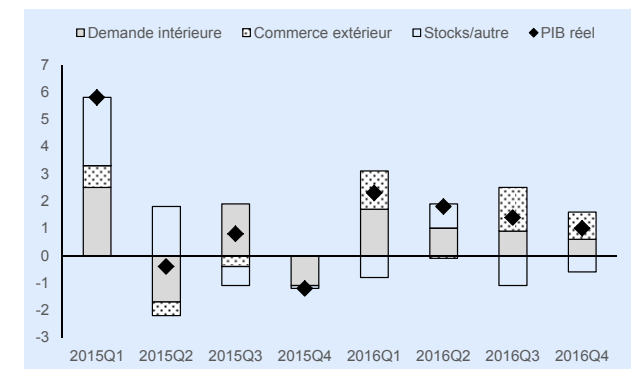
Malgré sa médiocre performance industrielle, le Japon a réussi à croître de 1% en 2016, c.-à-d. plus que le potentiel d'une économie qui continue d'être freinée par la diminution de sa main-d'œuvre. Les mesures de stimulation budgétaires ont aidé, mais le rebond du commerce extérieur qui a compensé sa demande intérieure timide aussi. Le point de départ de 2017 n'a pas été trop mauvais non plus puisque la production a crû de 1% en chiffres annualisés au dernier trimestre de l'année précédente. C'était le quatrième trimestre de suite de croissance positive pour le Japon, la plus longue séquence du genre en trois ans. La demande intérieure a été bridée par une croissance faible des salaires, mais le commerce extérieur a fait preuve de résilience avec des exportations en plus forte hausse que les importations au T4. L'élan semble s'être prolongé au début de 2017 sur la base des indices des directeurs des achats de Markit qui signale une amélioration de l'activité de la fabrication en janvier au rythme le plus rapide depuis trois ans. Le secteur des services est aussi en mode d'expansion et les entreprises étaient optimistes pour l'embauche en janvier.

La zone euro a réussi à croître de 1.7% en 2016, un peu au-dessus du potentiel grâce en partie aux mesures de stimulation énergiques de la Banque centrale européenne qui ont réussi à ranimer un peu la croissance du crédit. Les dépenses des gouvernements pour le logement et les services sociaux, pour parer à la crise des migrants, ont aidées. Grâce à un quinzième trimestre de croissance de suite au T4, la production de la zone euro sans l'Allemagne est enfin de retour au niveau d'avant la récession. Et il semble que la zone ait continué de croître au début de 2017 selon l'indice composé PMI de Markit qui, en janvier, était bien engagé sur la voie de l'expansion. Avec le renforcement de la confiance des entreprises, le taux de création d'emplois était le meilleur en neuf ans. Cela dit, la zone euro n'est pas encore au bout de ses peines. Les conséquences économiques et politiques du Brexit sont loin d'être terminées. Les partis politiques eurosceptiques semblent prendre de l'élan en vue des élections prochaines dans plusieurs pays, bénéficiant du mécontentement au sujet de l'immigration et de la persistance d'une activité économique faible. S'ils devaient l'emporter, le protectionnisme serait renforcé, nuisant au commerce international et donc à la croissance. Des problèmes anciens reliés à la dette souveraine semblent aussi refaire surface.

Monde : La production industrielle de l'OCDE a stagné l'an dernier
Production industrielle

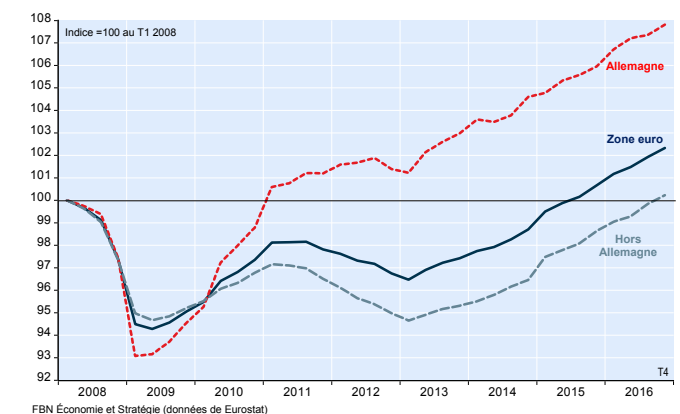


Japon : Le commerce extérieur a fortement contribué à la croissance
Contributions à la croissance du PIB réel



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

Zone euro : La production hors Allemagne dépasse enfin celle de 2008
PIB réel



FBN Économie et Stratégie (données de Eurostat)

Perspectives mondiales

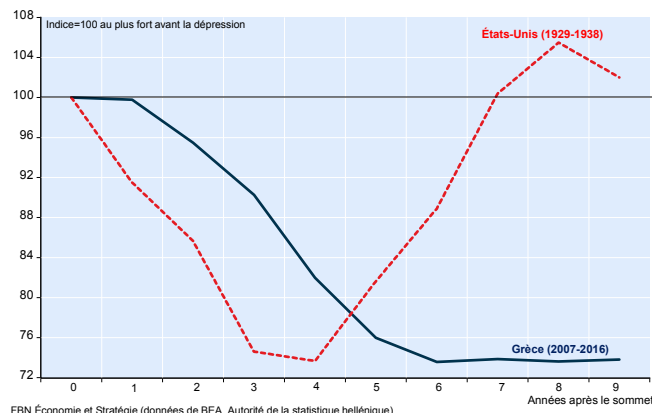
Prévisions

	2016	2017	2018
Pays avancés	1.6	1.8	1.9
États-Unis	1.6	2.2	2.4
Zone euro	1.7	1.6	1.6
Japon	1.0	0.8	0.5
R.-U.	2.0	1.5	1.4
Canada	1.3	1.9	1.7
Australie	2.9	2.7	2.9
Nouvelle-Zélande	2.8	2.7	2.6
Hong Kong	1.4	1.9	2.8
Corée	2.7	3.0	3.1
Taiwan	1.0	1.7	1.9
Singapour	1.7	2.2	2.6
Asie émergente	6.3	6.1	6.0
Chine	6.7	6.5	6.0
Inde	6.6	7.2	7.7
Indonésie	4.9	5.3	5.5
Malaisie	4.3	4.6	4.7
Philippines	6.4	6.7	6.8
Thaïlande	3.2	3.3	3.1
Amérique latine	-0.6	1.3	2.1
Mexique	2.2	1.7	2.0
Brésil	-3.5	0.2	1.5
Argentine	-1.8	2.7	2.8
Venezuela	-10.0	-4.5	-3.0
Colombie	2.2	2.7	3.8
Europe de l'Est et CEI	1.4	1.7	1.8
Russie	-0.6	1.1	1.2
République Tchèque	2.5	2.7	2.4
Pologne	3.1	3.4	3.3
Turquie	3.3	3.0	3.2
M-O et Afrique du N.	3.3	2.8	3.3
Afrique subsaharienne	1.6	3.0	3.8
Pays avancés	1.6	1.8	1.9
Pays émergents	4.1	4.3	4.5
Monde	3.0	3.3	3.4

Source: FBN Économie et Stratégie

Monde : La grande dépression

PIB réel aux États-Unis et en Grèce

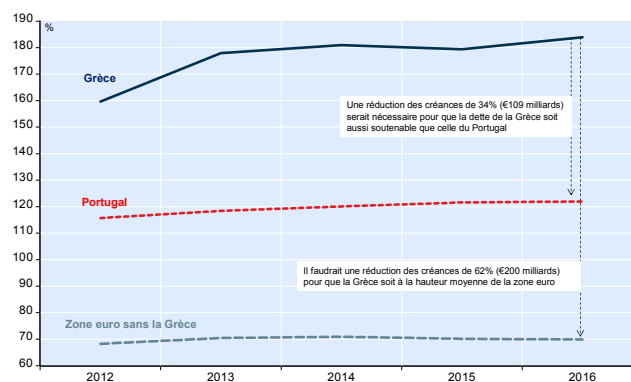


En effet, la Grèce en est à la dixième année d'une dépression économique marquée par une baisse de la production de plus de 25%, à côté de laquelle la dépression des années 1930 aux États-Unis semble bénigne. Et comme le PIB nominal plonge aussi, la dette de l'État grec dépasse maintenant le niveau insoutenable de 180% du PIB. En dehors d'un défaut pur et simple – qui ouvrirait la porte à une sortie de la Grèce de la zone euro –, les créanciers et le gouvernement grec ont deux options à examiner pendant les négociations. L'une est le casse-tête habituel qui consiste à accorder des rallonges de prêts cette année en échange de plus d'austérité et de réformes politiques, c.-à-d. une quatrième aide en huit ans. La deuxième option est une solution réelle, mais qu'il est politiquement difficile de mettre en application : une réduction des créances d'environ 34% pour rendre la dette de la Grèce aussi soutenable que celle du Portugal, l'autre pays de la zone euro qui a le plus mauvais ratio de la dette publique au PIB. Cela réduirait nettement les coûts du service de la dette et permettrait peut-être même à la Grèce de regagner un accès aux marchés financiers, donnant à l'économie plus de chances de sortir de la dépression.

Nous en saurons plus au cours des prochains mois sur l'option que les négociateurs comptent retenir. Pour le moment, l'incertitude qu'engendre la possibilité d'un défaut est une source de tension dans une économie déjà mise à mal. Il est à craindre qu'un défaut souverain pousse la BCE à retirer son aide aux banques grecques, qui feraient alors faillite.

Grèce : Pour une dette soutenable, la baisse des créances devrait être forte

Dette nette en pourcentage du PIB

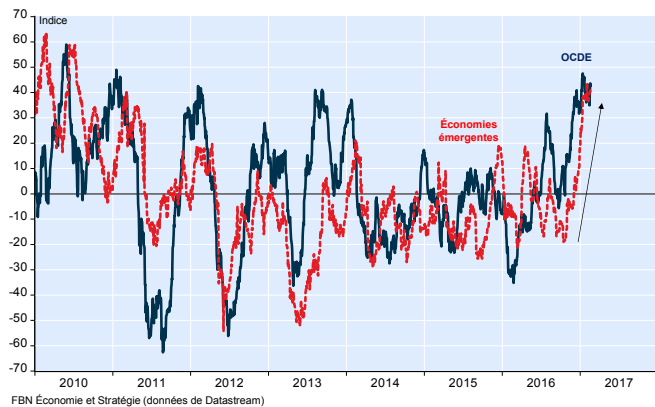


FBN Économie et Stratégie (données du FMI, chiffres FBN)

LE MENSUEL ÉCONOMIQUE

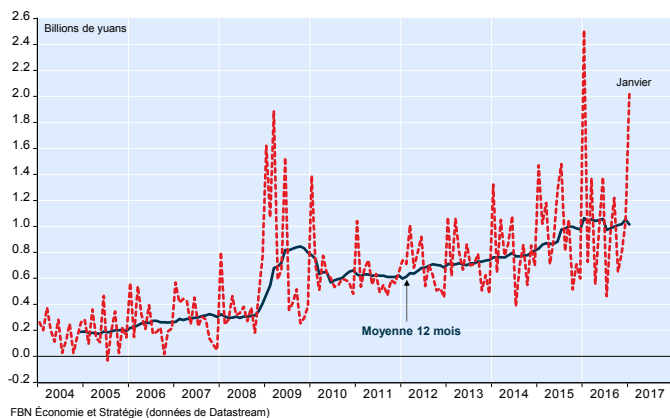
Monde : Bonne surprise de l'OCDE et des marchés émergents

Indice des surprises économiques



Chine : La croissance du crédit reste forte

Nouveaux prêts en yuans



Monde : Les stocks sont hauts dans les économies émergentes

Ratio de la production industrielle aux exportations des marchés émergents (représentatif des stocks)



Les banques locales ont une fois de plus vu chuter leurs soldes en 2016, la sixième fois en sept ans. Bref, il ne faudrait pas prendre la situation périlleuse de la Grèce à la légère. Comme nous l'avons vu ces dernières années, même s'il s'agit d'une économie relativement petite (moins de 2% du PIB de la zone euro), la Grèce contribue de manière disproportionnée à l'incertitude de l'économie mondiale.

Comme l'OCDE, les marchés émergents ont aussi commencé 2017 du bon pied, avec des statistiques économiques dépassant celles qui faisaient consensus. La Chine en est en partie responsable. Ses exportations ont bondi de près de 8% d'une année à l'autre en janvier, alors que ses importations ont crû encore plus vite, soulignant la résilience de la demande intérieure. Les prêts bancaires classiques de la Chine continuent aussi de progresser – l'augmentation de janvier est la deuxième par sa force à ce jour – et c'est de bon augure pour l'activité au premier trimestre.

Néanmoins, après avoir crû au rythme sain de 6,7% l'an dernier, la Chine devrait décélérer cette année où la politique vise à promouvoir la consommation (au lieu de l'investissement) et à axer la croissance vers le secteur des services, moins productif. Le ralentissement de la croissance économique pourrait même être encore plus marqué que prévu, si certains des risques pour la croissance se matérialisaient, p. ex., application de politiques commerciales protectionnistes par les États-Unis, crise financière en Chine déclenchée par des défaillances d'entités fortement endettées ou nouvelle baisse des réserves de change due aux fuites de capitaux qui forcent la Banque populaire de Chine à resserrer prématurément la politique monétaire.

Les niveaux relativement élevés des stocks sont un autre risque pour les économies émergentes. Sur ces marchés, la production industrielle a dépassé les exportations plus que jamais depuis quatre ans. À moins que toute cette production supplémentaire ait été absorbée par la demande intérieure (ce qui est fort peu probable), la stagnation des exportations signifie que les stocks déjà élevés ont encore augmenté. Le ratio de la production industrielle aux exportations au T4 était proche des niveaux de la grande récession de 2008-2009. Cela pourrait plafonner la production et donc la croissance économique sur les marchés émergents au début de cette année.

Bref, nous continuons de nous attendre à ce que l'expansion économique mondiale atteigne 3,3% en 2017. Cela représente une amélioration après le piètre résultat de l'année précédente, mais une performance sans éclat compte tenu du soutien continu des mesures de stimulation monétaires et budgétaires. Malgré la décélération de la Chine, les marchés émergents dans leur ensemble pourraient connaître une croissance meilleure que l'an dernier grâce en partie à la fin de la récession en Amérique latine. Les économies avancées pourraient assister à une reprise de la croissance à mesure qu'une plus grande vigueur des États-Unis compensera le ralentissement de l'Europe relié au Brexit.

États-Unis : L'essor de l'emploi

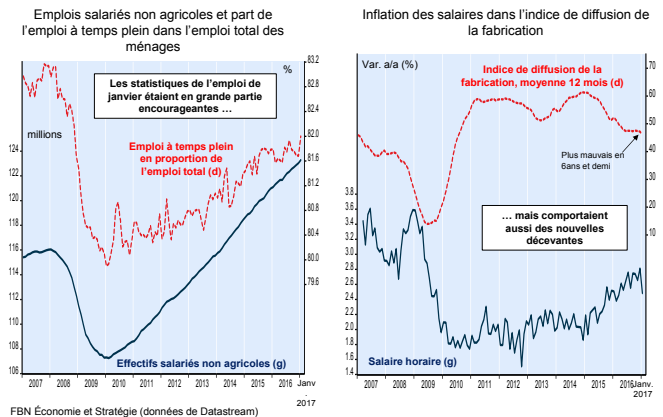
Grâce à un bon point de départ de l'année et aux mesures de relance budgétaires futures, l'économie américaine est bien placée pour une croissance supérieure au potentiel en 2017. L'inflation atteindra probablement l'objectif de la Fed pour la première fois en cinq ans, les tensions inflationnistes devraient rester limitées par une démographie défavorable, la vigueur du dollar et une politique monétaire plus serrée de la Fed, qui devrait hausser les taux d'intérêt au moins deux fois cette année. Toute velléité de la Fed de se montrer plus énergique devrait être tempérée par un ralentissement probable du rythme de création d'emplois.

L'année 2017 a commencé en fanfare pour le marché du travail américain. En janvier, les effectifs non agricoles ont bondi de 227,000 salariés, ce qui représente la plus forte hausse en quatre mois. L'emploi à plein temps a aussi augmenté fortement, atteignant, en proportion de l'emploi total, 82%, plus que jamais en plus de huit ans. La hausse du taux de chômage à 4.8% n'est pas nécessairement une mauvaise nouvelle, car elle reflète l'accroissement du taux d'activité qui pourrait découler d'un regain de confiance de chercheurs d'emploi auparavant découragés. Mais tout n'est pas rose. Les États et collectivités locales ont comprimé leurs effectifs un quatrième mois de suite, alors que la création d'emplois dans la fabrication n'était pas généralisée, remettant en question la durabilité des gains dans ce secteur. De plus, le taux d'inflation annuel des salaires a chuté à 2.5% malgré le rehaussement du salaire minimum dans plusieurs États en janvier.

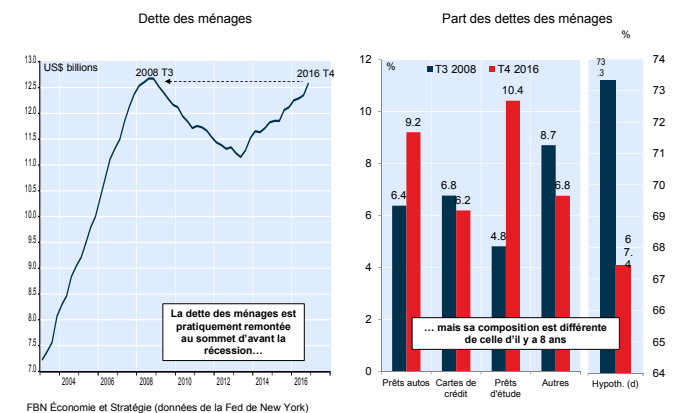
La résilience du marché du travail qui ne se dément pas et le crédit bon marché devraient soutenir la croissance de la consommation. Les ménages tirent le meilleur parti des faibles taux d'intérêt et empruntent davantage, comme en attestent les données les plus récentes de la Fed de New York qui chiffraient l'endettement à \$12,600 milliards à la fin de l'an dernier, presque autant qu'au point culminant d'avant la récession. Mais la composition de la dette des ménages est très différente de celle de 2008 et on peut défendre l'idée qu'elle est moins risquée maintenant. Après le fiasco des prêts à risque, les prêteurs ont nettement resserré les normes de prêt hypothécaire — au moins 58% des prêts consentis étaient destinés à des emprunteurs dont la note de crédit est égale ou supérieure à 760, contre à peine 36% il y a huit ans —, ce qui explique la diminution de la part du crédit hypothécaire dans le total des dettes. De plus, les prêts d'études, principale source de croissance de la dette des ménages depuis huit ans, sont garantis par l'État fédéral et représentent donc un risque direct minimal pour les banques. Quant aux prêts autos, certes, un quart d'entre eux sont très risqués. Mais il est peu probable que ce créneau du crédit engendre à lui seul la prochaine crise financière, vu sa taille relativement limitée (moins de \$300 milliards à la fin de 2016) alors qu'il concerne surtout des entités non bancaires.

La vague d'embauches de janvier était en partie attribuable au regain de confiance des entreprises. L'indice de la NFIB a grimpé au plus haut point ce mois-là depuis 2004; les petites entreprises se sont montrées optimistes au sujet des perspectives économiques, et donc des ventes, et pensaient que le moment était propice pour prendre de l'expansion.

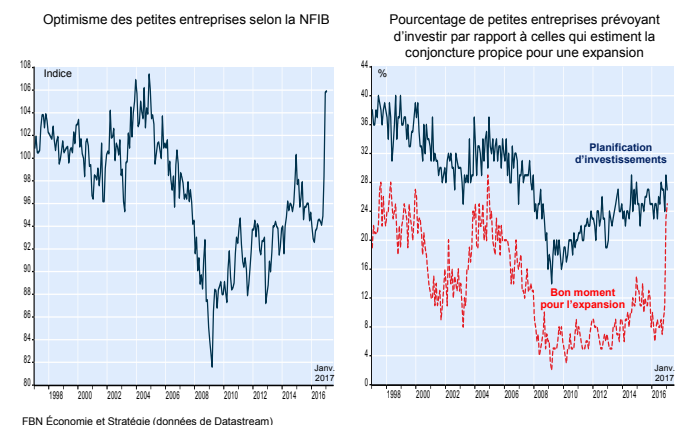
États-Unis : Le marché du travail commence 2017 en fanfare



La dette des ménages au sommet d'avant la récession, mais différente

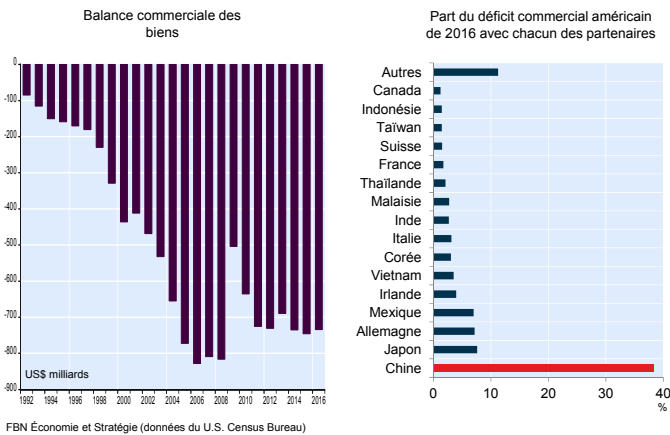


Les entreprises ont plus confiance, mais n'investissent pas davantage



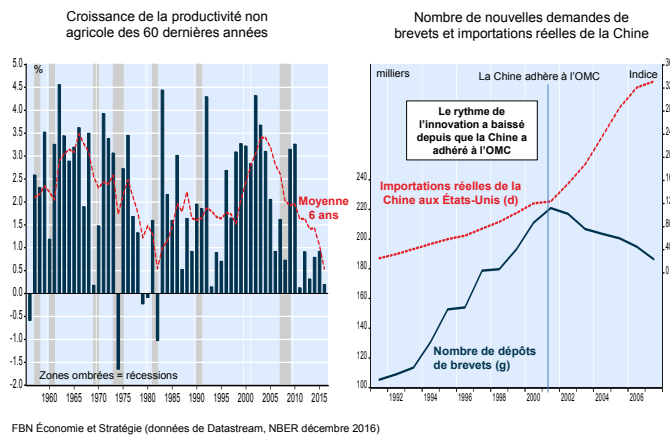
LE MENSUEL ÉCONOMIQUE

Déséquilibre commercial des États-Unis principalement avec la Chine



Les entreprises aiment évidemment croire que le nouveau président tiendra ses promesses électorales de stimulation de l'économie par des réductions de l'impôt des sociétés et la déréglementation. Mais l'indice mesurant les projets d'investissement en immobilisations est resté sensiblement inchangé depuis les élections, ce qui laisse penser que les petites entreprises ne sont pas totalement convaincues que les perspectives s'amélioreront beaucoup. L'expansion budgétaire et la déréglementation devraient donner un coup de fouet à la croissance. Mais les visées protectionnistes de la nouvelle administration engendrent des incertitudes. Le président Trump n'a pas mâché ses mots pour dire son mécontentement de l'important déficit commercial des États-Unis, décriant l'Accord de libre-échange nord-américain. Mais d'après les chiffres du commerce extérieur, c'est avec la Chine et non avec les partenaires de l'ALÉNA que la balance commerciale est le plus déficitaire. Imposer des droits de douane et d'autres entraves commerciales au Canada et au Mexique serait de peu de secours pour réduire le déficit commercial américain. Mais surtout, vu l'importance de l'intégration de la production dans plusieurs secteurs, de telles barrières commerciales pourraient entraîner des pertes d'efficacité et d'emplois considérables dans toutes les trois économies.

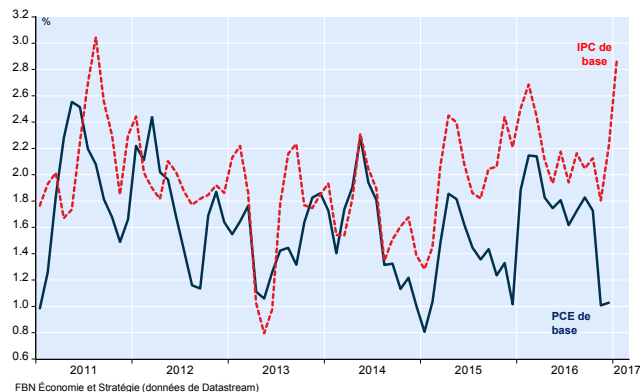
Plus mauvaise phase de productivité depuis le début des années 1980



Les politiques protectionnistes pourraient-elles faire mentir les prédictions des économistes et finir par être positives pour les États-Unis? Cela pourrait se produire, si elles n'affectaient pas la croissance mondiale et n'entraînaient pas de mesures de rétorsion de la part des partenaires commerciaux, ce qui semble peu probable. Les barrières commerciales pourraient aider des sociétés américaines en limitant la concurrence et donc en accroissant leurs profits. Cela pourrait faire augmenter l'investissement en immobilisations et en R-D, aidant à contrer la perte de vitesse de la productivité non agricole — moyenne annuelle de 0.5% seulement depuis 2011, la plus faible performance sur six ans en dehors d'une récession. Une étude du National Bureau of Economic Research (Autor et al. 2016) conclut que l'innovation aux États-Unis a subi un effet négatif dû à la concurrence étrangère. Apparemment les sociétés américaines ont réagi à la diminution des bénéfices en réduisant leurs dépenses de R-D. Une diminution de la concurrence pourrait peut-être inverser la tendance, là encore en présumant l'absence de mesures de rétorsion des partenaires commerciaux qui freineraient les exportations.

Autres réalités de l'inflation

Indice des prix à la consommation de base et déflateur du PCE de base, variation annualisée 3 mois



Devant les incertitudes de la politique des nouveaux maîtres de Washington, il ne faut pas s'étonner de l'approche attentiste de la Fed. Si l'administration Trump tient promesse sur la relance budgétaire, la Fed devra revoir à la hausse ses prévisions de croissance, car le sommaire de ses projections économiques de décembre ne tient pas compte de toutes les mesures budgétaires. Mais cela ne se traduira pas nécessairement par un resserrement plus énergique de la politique monétaire que ce qui est prévu actuellement — trois hausses cette année selon les dernières projections du FOMC. Alors que l'IPC de base a monté dernièrement, le déflateur des dépenses personnelles de consommation (indice PCE) de base (la mesure de l'inflation préférée de la Fed) indiquait un résultat de trois mois annualisé de 1% en décembre. L'inflation du PCE de base finira par augmenter et atteindre la cible de la Fed pour la première fois en cinq ans, mais elle restera probablement maîtrisée en raison des effets d'une démographie défavorable et de la vigueur du dollar américain, ce qui évitera la nécessité d'une intervention plus énergique de la Fed.

LE MENSUEL ÉCONOMIQUE

Canada : Regain d'énergie

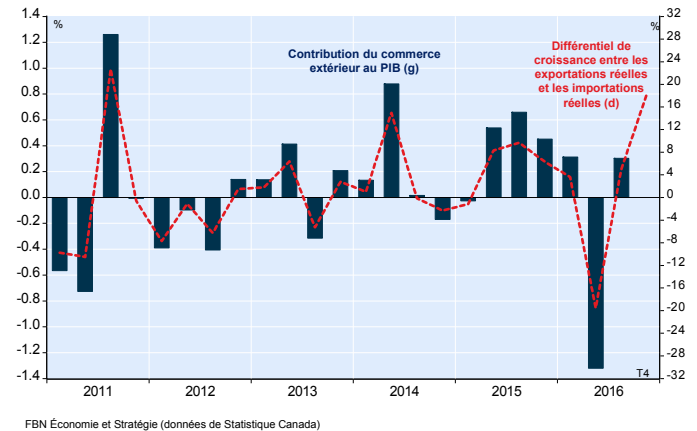
Le secteur de l'énergie du Canada se rétablit et l'économie du pays rebondit bien en conséquence. La croissance devrait accélérer cette année à mesure que les exportations réagiront à l'augmentation de la demande américaine et à l'Accord économique et commercial global récemment signé avec l'Europe. Mais les risques – intérieurs, avec le logement, et extérieurs, avec le protectionnisme – ne sont pas négligeables, et il ne faudrait pas sous-estimer la possibilité qu'ils sapent la croissance. Vu sous cet angle, on comprend mieux la prudence de ton de la Banque du Canada, malgré l'embellie des statistiques.

Le Canada semble s'être ajusté au choc pétrolier. Après un bon T3, l'économie a continué de croître à un rythme honorable au dernier trimestre de 2016. Certes, le PIB du T4 n'était pas encore connu au moment de rédiger ces notes, mais notre optimisme repose sur des données mensuelles qui laissent entrevoir une performance honorable. Le commerce extérieur a le plus contribué à la croissance au vu des augmentations annoncées des exportations réelles et du recul des importations pendant le trimestre. La croissance des dépenses de consommation semble également avoir diminué d'après les données du commerce de détail au T4. La construction résidentielle pourrait aussi avoir contribué à la croissance si l'on en croit les mises en chantier de maisons individuelles, nombreuses d'après la SCHL au cours du trimestre. Mais les dépenses d'investissement des entreprises sont probablement restées molles à cause de la baisse des importations, en particulier de machines industrielles. Par industries, le secteur des ressources naturelles semble avoir poursuivi sa reprise à en juger par les solides exportations de minerais métalliques et d'énergie au quatrième trimestre. Bref, nous nous attendons à un bon départ pour 2017.

L'élan du secteur de l'énergie semble se poursuivre au début de 2017; le nombre d'appareils de forage canadiens en service a augmenté de près de 70% en janvier comparativement au même mois de l'an dernier. La stabilisation des prix du pétrole et le souhait apparent de la nouvelle administration américaine de faciliter les importations du Canada (le décret de M. Trump en faveur de l'oléoduc Keystone XL) apportent un ballon d'oxygène aux producteurs d'énergie. La reprise de ce secteur est cruciale pour des provinces telles que Terre-Neuve-et-Labrador et l'Alberta.

Le rebond de l'énergie devrait être complété par la vigueur du secteur manufacturier cette année, alors que les exportations répondent à l'amélioration de la demande des États-Unis et à l'Accord économique et commercial global qui vient d'être signé avec l'Europe. Encore faut-il que l'évolution de la politique commerciale des États-Unis ne nuise pas gravement aux exportateurs canadiens. Une détérioration des relations commerciales américano-canadiennes serait dévastatrice. La diversification de nos exportations a bien remporté quelques succès ces dernières années – la part du total des exportations destinées aux États-Unis a chuté depuis 2002 –, mais la majorité des marchandises destinées à l'exportation du Canada continuent de partir au sud de la frontière. Cette part diminuera encore grâce à l'accord avec l'Europe et au Partenariat transpacifique, mais à court terme, le Canada reste très exposé à tout changement de la politique commerciale américaine.

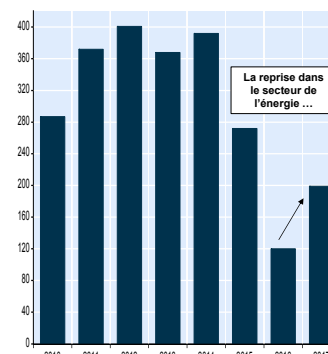
Canada : Le commerce extérieur, grand contributeur au PIB du T4
Exportations et importations réelles et contribution du commerce extérieur de marchandises au PIB



FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

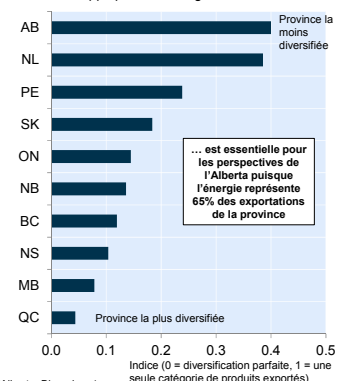
Le secteur de l'énergie se rétablit

Nombre d'appareils de forage en activité en Alberta en janvier de chaque année



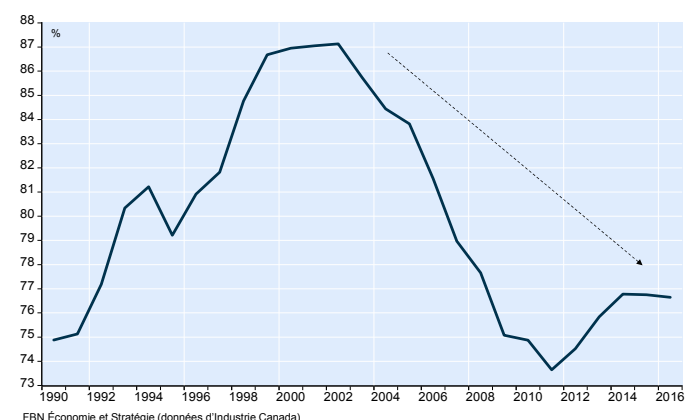
FBN Économie et Stratégie (données du ministère des Finances de l'Alberta, Bloomberg)

Indice Herfindahl-Hirschman normalisé appliqué à 12 catégories de biens



Diversification vers d'autres pays que les États-Unis

Part des exportations de marchandises vers les États-Unis sur le total des exportations de marchandises

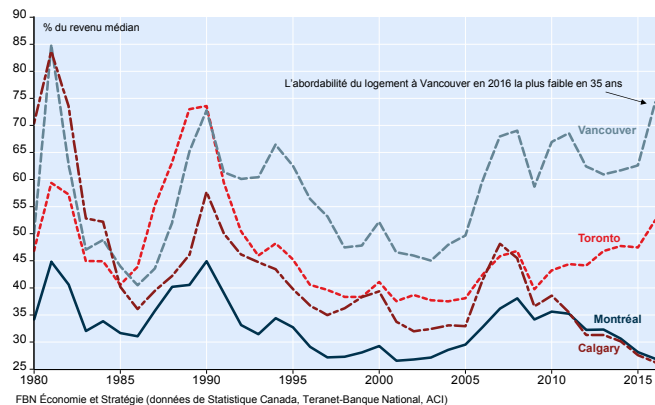


FBN Économie et Stratégie (données d'Industrie Canada)

LE MENSUEL ÉCONOMIQUE

Abordabilité du logement sur les quatre plus grands marchés

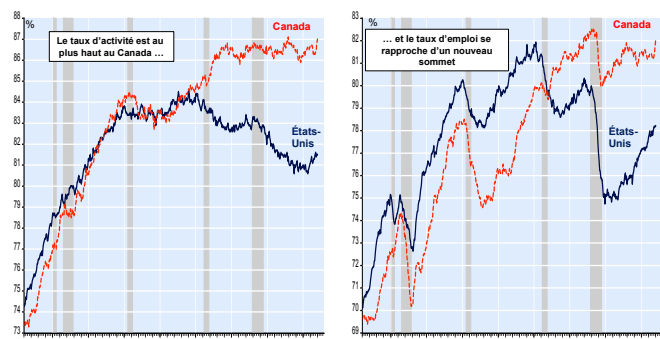
Paiement hypothécaire sur un logement de prix médian (amortissement de 25 ans, terme de 5 ans)



Presque le plein emploi pour la principale catégorie d'âge?

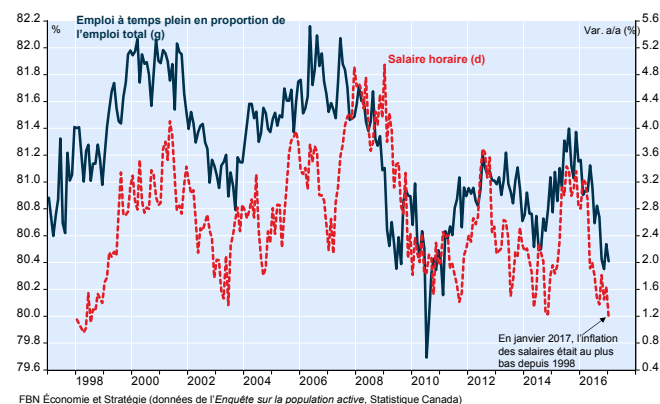
Taux d'activité des travailleurs âgés de 25 à 54 ans

Ratio emploi/population des personnes âgées de 25 à 54 ans



L'inflation des salaires au plus bas depuis 1998

Emploi à temps plein en proportion de l'emploi total et salaire horaire



Il est crucial que les responsables de la politique canadienne s'assurent que les flux commerciaux continuent sans entraves. L'importance des exportations a augmenté à la lumière du ralentissement de la demande intérieure et de ses faibles perspectives des prochaines années. La consommation et l'immobilier résidentiel ont peu de potentiel d'augmentation supplémentaire après des années de hausse à crédit. Les taux d'intérêt faibles ont permis aux ménages canadiens de multiplier les emprunts pour financer leurs dépenses et faire monter le marché de l'immobilier résidentiel. L'Indice composé de prix de maison Teranet-Banque Nationale révèle que les prix des maisons à la revente ont doublé depuis le milieu de 2005. Il n'est donc pas étonnant que, sur la base des paiements hypothécaires en pourcentage du revenu disponible, l'accession à la propriété immobilière soit devenue nettement moins abordable. Vancouver, par exemple, a affiché l'an dernier la plus faible accessibilité depuis 1981; Toronto, depuis 1991. Ce n'est donc qu'une question de temps avant que la demande des acheteurs immobiliers ne devienne négative, surtout après l'imposition de règles hypothécaires plus strictes l'an dernier. Quand cela se produira, l'effet de richesse immobilière, qui a soutenu la consommation pendant des années, se dissipera.

Cela ne veut pas dire que les dépenses de consommation s'effondreront. Tant que le marché du travail continuera de créer des emplois, les consommateurs seront soutenus. Et selon l'Enquête sur la population active, le marché du travail canadien est en plein essor. Apparemment, l'emploi a augmenté de 239,000 postes d'août 2016 à janvier 2017, soit la plus forte augmentation sur six mois depuis 2002. Environ 82% de ces emplois ont été créés dans la région centrale du Canada (Ontario 45%, Québec 37%), le reste, en Colombie-Britannique (10.5%) et en Alberta (7.5%). La création d'emplois pour les travailleurs de la principale catégorie d'âge, la cohorte la plus cyclique du marché du travail, a été particulièrement soutenue. Le taux d'activité des personnes âgées de 25 à 54 ans a atteint un record au Canada alors que le ratio emploi/population frisait un nouveau sommet, deux indicateurs qui tranchent fortement avec les États-Unis où il reste beaucoup de marge.

Alors la Banque du Canada se trompe-t-elle dans son diagnostic selon lequel il resterait beaucoup de ressources inutilisées sur le marché du travail? La banque centrale peut invoquer les heures travaillées, qui affichent toujours un résultat négatif d'une année à l'autre, et la faible croissance des salaires. La hausse des salaires horaires en janvier est tombée à tout juste 1.2% d'une année à l'autre, soit le plus bas niveau depuis juillet 1998, ce qui est probablement lié à la part proportionnelle de l'emploi à temps plein sur l'emploi total. Mais vu la forte création d'emplois dernièrement, nous ne sommes pas sûrs que la marge inutilisée des ressources soit encore aussi importante.

Une telle performance du marché du travail exclurait normalement toute mesure de stimulation supplémentaire. Mais l'époque n'est pas normale. Des menaces importantes guettent telles que les déséquilibres des ménages, le protectionnisme commercial et la perte de compétitivité des exportations. Le gouvernement fédéral s'attaque aux deux premières questions par un resserrement des normes d'emprunt hypothécaire et les négociations commerciales respectivement. La Banque du Canada s'occupe de la troisième en maintenant le dollar canadien bas par les messages qu'elle distille, ce qu'elle peut bien se permettre de faire maintenant, vu le bas taux d'inflation.

LE MENSUEL ÉCONOMIQUE

États-Unis Scénario économique

(Variation annuelle en %)*	2014	2015	2016	2017	2018	2016	T4/T4 2017	2018
Produit intérieur brut (\$2009 constants)	2.4	2.6	1.6	2.2	2.4	1.9	2.1	2.5
Dépenses personnelles	2.9	3.2	2.7	2.7	2.6	2.8	2.5	2.5
Construction résidentielle	3.5	11.7	4.9	3.8	1.8	1.2	4.0	1.5
Investissements des entreprises	6.0	2.1	(0.4)	1.6	1.8	0.3	1.5	2.1
Dépenses publiques	(0.9)	1.8	0.9	1.6	2.7	0.5	2.5	2.2
Exportations	4.3	0.1	0.4	(0.6)	(0.3)	1.5	(1.5)	0.5
Importations	4.4	4.6	1.1	3.3	1.6	2.5	2.5	1.0
Variation des stocks (milliards \$)	57.7	84.0	21.8	47.5	45.5	48.7	46.7	44.7
Demande intérieure	2.6	3.1	2.1	2.4	2.5	2.1	2.5	2.4
Revenu réel disponible	3.5	3.5	2.7	1.9	1.7	2.3	1.8	1.7
Emploi	1.6	1.7	1.7	1.1	1.2	1.6	1.1	1.2
Taux de chômage	6.2	5.3	4.9	4.8	4.6	4.7	4.7	4.5
Taux d'inflation	1.6	0.1	1.3	2.2	2.2	1.8	1.8	2.5
Bénéfices avant impôts	5.9	(3.0)	0.1	6.8	4.6	10.0	4.9	4.5
Solde budgétaire (compt. nat. milliards \$)	(483.3)	(439.0)	(588.0)	(594.0)	(620.0)
Compte courant (milliards \$)	(392.1)	(463.0)	(477.3)	(481.8)	(521.8)

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	actuel 23-02-17	T1 2017	T2 2017	T3 2017	T4 2017	2016	2017	2018
Taux cible fonds fédéraux	0.75	0.75	1.00	1.00	1.25	0.75	1.25	2.00
Bons du Trésor 3 mois	0.51	0.58	0.80	0.84	1.05	0.50	1.05	1.93
Obligations fédérales								
2 ans	1.18	1.29	1.43	1.64	1.87	1.20	1.87	2.51
5 ans	1.87	1.99	2.16	2.30	2.50	1.93	2.50	2.96
10 ans	2.38	2.61	2.72	2.81	3.01	2.45	3.01	3.29
30 ans	3.02	3.18	3.25	3.30	3.46	3.06	3.46	3.65
Taux de change								
US\$/Euro	1.06	1.04	1.00	1.01	1.03	1.05	1.03	1.07
YEN/\$US	113	117	120	118	117	117	117	111

** fin de période

Dynamique trimestrielle

	T1 2016 publié	T2 2016 publié	T3 2016 publié	T4 2016 publié	T1 2017 prévision	T2 2017 prévision	T3 2017 prévision	T4 2017 prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	0.8	1.4	3.5	1.9	1.8	2.2	2.3	2.0
IPC (var. a/a %)	1.1	1.1	1.1	1.8	2.5	2.2	2.2	1.8
IPC de base (var. a/a %)	2.3	2.2	2.2	2.2	2.0	2.0	2.0	1.9
Taux de chômage (%)	4.9	4.9	4.9	4.7	4.8	4.8	4.7	4.7

Financière Banque Nationale

LE MENSUEL ÉCONOMIQUE

Canada Scénario économique

(Variation annuelle en %)*	2014	2015	2016	2017	2018	2016	T4/T4 2017	2018
Produit intérieur brut (\$constants, 2007)	2.6	0.9	1.3	1.9	1.7	1.7	1.9	1.6
Dépenses personnelles	2.8	1.9	2.2	1.6	1.3	2.3	1.1	1.3
Construction résidentielle	2.7	3.8	2.6	(1.7)	(1.5)	1.6	(2.0)	(1.5)
Investissements des entreprises	3.2	(11.5)	(7.2)	0.1	2.6	(3.5)	2.7	1.9
Dépenses publiques	0.0	1.9	1.8	2.8	0.8	2.2	2.7	0.5
Exportations	5.8	3.4	1.0	3.0	4.3	1.0	4.1	3.7
Importations	2.2	0.3	(1.5)	(1.1)	2.2	(2.3)	2.5	1.7
Variation des stocks (millions \$)	9,392	3,861	-4,804	-12,799	-7,711	-16,516	-10,289	-5,959
Demande intérieure	1.9	0.3	1.0	1.5	1.1	1.5	1.5	1.0
Revenu réel disponible	1.3	3.3	2.8	2.6	1.7	2.8	1.9	1.7
Emploi	0.6	0.9	0.7	0.9	0.7	1.0	0.6	0.7
Taux de chômage	6.9	6.9	7.0	6.9	6.8	6.9	6.8	6.7
Taux d'inflation	1.9	1.1	1.4	1.8	2.0	1.4	2.0	2.0
Bénéfices avant impôts	8.2	(19.5)	(4.8)	15.1	7.5	8.8	11.5	6.0
Compte courant (milliards, \$)	(48.2)	(67.6)	(72.0)	(63.4)	(52.2)

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	actuel 23-02-17	T1 2017	T2 2017	T3 2017	T4 2017	2016	2017	2018
Taux à un jour	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	1.25
Bons du Trésor 3M	0.47	0.48	0.48	0.48	0.63	0.46	0.63	1.37
Obligations fédérales								
2 ans	0.77	0.83	0.84	0.90	1.03	0.75	1.03	1.98
5 ans	1.14	1.23	1.41	1.50	1.58	1.12	1.58	2.32
10 ans	1.67	1.88	2.04	2.11	2.18	1.72	2.18	2.65
30 ans	2.39	2.48	2.59	2.62	2.65	2.31	2.65	3.01
Taux de change								
CAD par USD	1.31	1.35	1.40	1.39	1.37	1.34	1.37	1.33
Prix du pétrole (WTI), \$U.S.	54	50	47	52	55	54	55	60

** fin de période

Dynamique trimestrielle

	T1 2016 publié	T2 2016 publié	T3 2016 publié	T4 2016 prévision	T1 2017 prévision	T2 2017 prévision	T3 2017 prévision	T4 2017 prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	2.7	(1.3)	3.5	1.8	2.0	2.4	1.4	1.9
IPC (var. a/a %)	1.5	1.6	1.2	1.4	1.8	1.7	1.9	2.0
Taux de chômage (%)	7.2	6.9	7.0	6.9	7.0	7.0	6.9	6.8

Financière Banque Nationale

LE MENSUEL ÉCONOMIQUE

Prévisions économiques provinciales

	2014	2015	2016e	2017p	2018p		2014	2015	2016e	2017p	2018p
	PIB réel (croissance en %)						PIB nominal (croissance en %)				
Terre-Neuve-et-Labrador	-1.0	-2.0	1.0	-2.7	2.0		-1.3	-11.5	2.3	3.0	2.0
Île-du-Prince-Édouard	1.5	1.3	1.3	1.2	1.4		3.5	3.9	3.4	3.3	3.9
Nouvelle-Écosse	0.8	1.0	1.1	1.2	1.4		1.7	2.4	2.2	2.7	3.3
Nouveau-Brunswick	-0.1	2.3	0.5	0.8	0.9		1.0	2.9	2.7	2.6	2.8
Québec	1.3	1.2	1.7	1.5	1.3		1.9	2.6	2.9	2.8	3.0
Ontario	2.7	2.5	2.6	2.3	2.1		4.7	4.9	4.4	3.9	4.1
Manitoba	1.5	2.2	1.5	2.1	1.5		2.5	3.1	1.5	2.8	3.6
Saskatchewan	2.4	-1.3	-0.5	1.8	1.2		1.3	-5.7	-5.3	2.8	2.4
Alberta	5.0	-3.6	-2.3	2.0	1.4		8.9	-12.5	-3.4	5.9	2.8
Colombie-Britannique	3.3	3.3	2.8	2.3	2.1		5.2	3.8	4.5	4.6	4.1
Canada	2.6	0.9	1.3	1.9	1.7		4.5	0.2	1.9	3.6	3.8
	Emploi (croissance en %)						Taux de chômage (%)				
Terre-Neuve-et-Labrador	-1.9	-1.0	-1.4	-3.0	-3.9		12.0	12.8	13.5	15.4	17.6
Île-du-Prince-Édouard	-0.4	-1.0	-2.3	0.3	0.3		10.5	10.4	10.8	11.0	10.8
Nouvelle-Écosse	-1.1	0.1	-0.4	0.1	0.0		8.9	8.6	8.4	7.7	7.6
Nouveau-Brunswick	-0.2	-0.4	-0.1	0.4	0.4		9.9	9.8	9.6	9.6	9.3
Québec	-0.1	1.0	0.9	1.4	0.5		7.8	7.6	7.1	6.4	6.4
Ontario	0.8	0.7	1.1	1.0	1.0		7.3	6.7	6.5	6.4	6.3
Manitoba	0.1	1.5	-0.5	1.1	0.8		5.4	5.6	6.1	6.0	6.1
Saskatchewan	1.0	0.6	-0.9	0.4	0.8		3.8	5.0	6.3	6.5	6.4
Alberta	2.2	1.2	-1.6	0.2	0.6		4.7	6.0	8.1	8.6	8.5
Colombie-Britannique	0.6	1.3	3.1	1.0	0.9		6.1	6.2	6.0	6.1	6.0
Canada	0.6	0.9	0.7	0.9	0.7		6.9	6.9	7.0	6.9	6.8
	Mises en chantier de logements (000)						IPC (Croissance en %)				
Terre-Neuve-et-Labrador	2.1	1.7	1.4	1.4	1.3		1.9	0.4	2.7	2.5	2.0
Île-du-Prince-Édouard	0.5	0.6	0.6	0.5	0.4		1.6	-0.6	1.2	1.6	2.0
Nouvelle-Écosse	3.1	3.8	3.8	3.3	3.1		1.7	0.4	1.2	1.3	1.9
Nouveau-Brunswick	2.3	2.0	1.8	1.7	1.6		1.5	0.5	2.2	2.3	2.0
Québec	38.8	37.9	38.9	35.0	35.0		1.4	1.1	0.7	1.4	1.9
Ontario	59.1	70.2	75.0	67.5	60.0		2.2	1.1	1.8	1.8	1.9
Manitoba	6.2	5.5	5.3	5.8	5.3		1.8	1.2	1.3	1.7	2.2
Saskatchewan	8.3	5.1	4.8	5.1	5.0		2.4	1.6	1.1	1.4	2.1
Alberta	40.6	37.3	24.5	24.2	23.7		2.6	1.2	1.1	1.9	2.2
Colombie-Britannique	28.4	31.4	41.8	35.0	30.0		1.0	1.1	1.9	1.9	2.0
Canada	189.3	195.5	197.9	179.5	165.4		1.9	1.1	1.5	1.8	2.0

e: estimé

p: prévision

Données historiques de Statistique Canada et de la SCHL, prévisions de la Banque Nationale du Canada.

LE MENSUEL ÉCONOMIQUE

ÉCONOMIE ET STRATÉGIE

Bureau Montréal

514 879-2529

Stéfane Marion

Économiste et stratège en chef
stefane.marion@bnc.ca

Paul-André Pinonnault

Économiste principal, Revenu fixe
paulandre.pinonnault@bnc.ca

Krishen Rangasamy

Économiste principal
krishen.rangasamy@bnc.ca

Marc Pinsonneault

Économiste principal
marc.pinsonneault@bnc.ca

Mathieu Arseneau

Économiste principal
mathieu.arseneau@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Kyle Dahms

Économiste
kyle.dahms@bnc.ca

Bureau Toronto

416 869-8598

Warren Lovely

DG, recherche et stratégie secteurs publics
warren.lovely@bnc.ca

Généralités : La Financière Banque Nationale (FBN) est une filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes.

Les informations contenues aux présentes proviennent de sources que nous jugeons fiables; toutefois nous n'offrons aucune garantie à l'égard de ces informations et elles pourraient s'avérer incomplètes. Les opinions exprimées sont fondées sur notre analyse et notre interprétation de ces informations et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés aux présentes.

Analystes de recherche : Les analystes de recherche qui préparent les présents rapports attestent que leur rapport respectif constitue une image fidèle de leur avis personnel et qu'aucune partie de leur rémunération n'a été, n'est ni ne sera directement ou indirectement liée à des recommandations ou à des points de vue particuliers formulés au sujet de titres ou de sociétés.

FBN rémunère ses analystes de recherche à partir de sources diverses. Le service de recherche constitue un centre de coûts financé par les activités commerciales de FBN, notamment les Ventes institutionnelles et opérations sur titres de participation, les Ventes au détail et les activités de compensation correspondantes, les Services bancaires aux entreprises et les Services de banque d'investissement. Comme les revenus tirés de ces activités varient, les fonds destinés à la rémunération des travaux de recherche fluctuent en conséquence. Aucun secteur d'activité n'a plus d'influence qu'un autre sur la rémunération des analystes de recherche.

Résidents du Canada : À l'égard de la distribution du présent rapport au Canada, FBN endosse la responsabilité de son contenu. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents du Canada doivent communiquer avec leur représentant professionnel FBN. Pour effectuer une opération, les résidents du Canada devraient communiquer avec leur conseiller en placement FBN.

Résidents des États-Unis : En ce qui concerne la distribution de ce rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC). Ce rapport a été préparé en tout ou en partie par des analystes de recherche employés par des membres du groupe de NBCFI hors des États-Unis qui ne sont pas inscrits comme courtiers aux États-Unis. Ces analystes de recherche hors des États-Unis ne sont pas inscrits comme des personnes ayant un lien avec NBCFI et ne détiennent aucun permis ni aucune qualification comme analystes de recherche de la FINRA ou de toute autre autorité de réglementation aux États-Unis et, par conséquent, ne peuvent pas être assujettis (entre autres) aux restrictions de la FINRA concernant les communications par un analyste de recherche avec une société visée, les apparitions publiques des analystes de recherche et la négociation de valeurs mobilières détenues dans le compte d'un analyste de recherche.

Toutes les opinions exprimées dans ce rapport de recherche reflètent fidèlement les opinions personnelles des analystes de recherche concernant l'ensemble des valeurs mobilières et des émetteurs en question. Aucune partie de la rémunération des analystes n'a été, n'est ou ne sera, directement ou indirectement, liée aux recommandations ou aux points de vue particuliers qu'ils ont exprimés dans cette étude. L'analyste responsable de la production de ce rapport atteste que les opinions exprimées dans les présentes reflètent exactement son appréciation personnelle et technique au moment de la publication. Comme les opinions des analystes peuvent différer, des membres du Groupe Financière Banque Nationale peuvent avoir publié ou pourraient publier à l'avenir des rapports qui ne concordent pas avec ce rapport-ci ou qui parviennent à des conclusions différentes de celles de ce rapport-ci. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis sont invités à communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Résidents du Royaume-Uni : Eu égard à la distribution du présent rapport aux résidents du Royaume-Uni, Financière Banque Nationale Inc. a autorisé le contenu (y compris, là où c'est nécessaire, aux fins du paragraphe 21(1) de la loi intitulée *Financial Services and Markets Act 2000*). Financière Banque Nationale Inc. et sa société mère ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle et/ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des titres ou des instruments financiers connexes qui font l'objet du présent rapport, ou ils peuvent avoir détenu de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes et/ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de mandataire ou pour leur propre compte. Ils peuvent agir dans la tenue d'un marché pour ces placements ou placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre ou ils peuvent agir à titre de banque d'investissement et/ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements peut baisser ou augmenter. Le rendement passé ne se répétera pas nécessairement à l'avenir. Les placements mentionnés dans le présent rapport ne sont pas disponibles pour les clients du secteur détail. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription ni la sollicitation d'une offre d'acheter ou de souscrire les titres décrits dans les présentes ni n'en fait partie. On ne doit pas non plus se fonder sur le présent rapport dans le cadre d'un contrat ou d'un engagement quelconque et il ne sert pas, ni ne servira, de base ou de fondement pour de tels contrats ou engagements.

La présente information ne doit être distribuée qu'aux contreparties admissibles (*Eligible Counterparties*) et clients professionnels (*Professional Clients*) du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. Financière Banque Nationale Inc. est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority et a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD. Financière Banque Nationale Inc. n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority et la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

Droits d'auteur : Le présent rapport ne peut être reproduit que ce soit en totalité ou en partie. Il ne doit pas être distribué ou publié ou faire l'objet d'une mention de quelque manière que ce soit. Aucune mention des informations, des opinions et des conclusions qu'il contient ne peut être faite sans que le consentement préalable écrit de la Financière Banque Nationale n'ait été à chaque fois obtenu.



**BANQUE
NATIONALE**

MARCHÉS FINANCIERS

Une division de la Banque Nationale du Canada