

## Points saillants

- L'économie mondiale reste vulnérable à cause de problèmes anciens – démographie, sous-investissement, rééquilibrage de la Chine – et nouveaux – Brexit et la possibilité d'une guerre commerciale. Des politiques protectionnistes de la nouvelle administration américaine pourraient non seulement déclencher des représailles des partenaires commerciaux, et donc des pertes de richesse et d'efficacité, mais aussi une poursuite de l'appréciation de l'USD déjà surgonflé, ce qui accroîtrait les risques de défauts à l'échelle mondiale compte tenu des sommes records de dettes libellées en USD détenues en dehors des États-Unis. Notre prévision de croissance de la production mondiale d'environ 3.3% cette année est donc entachée de risques.
- La croissance du PIB des États-Unis devrait accélérer à plus de 2% cette année avec l'adoption de mesures de stimulation budgétaires par la nouvelle présidence. Une telle croissance supérieure au potentiel dans une économie qui tourne presque à plein régime devrait permettre à l'inflation d'atteindre l'objectif de la Réserve fédérale pour la première fois en cinq ans. Mais les prix n'échapperont pas à tout contrôle; les forces qui les ont freinés ces dernières années – démographie défavorable et appréciation du dollar US – continueront de dominer, du moins à court et à moyen termes. À plus long terme, les perspectives de croissance et d'inflation des États-Unis sont moins limpides puisque les mesures protectionnistes envisagées par l'administration Trump ne menacent pas seulement l'économie mondiale, mais aussi l'Amérique elle-même.
- Le Canada, qui s'est en grande partie adapté au choc pétrolier fait maintenant face à un nouvel obstacle qu'il pourrait être plus difficile de surmonter. Les mesures protectionnistes telles qu'un ajustement fiscal à la frontière envisagées actuellement par le gouvernement américain pourraient faire souffrir les exportateurs du Canada et donc son économie. Mais tant que des mesures concrètes ne seront pas approuvées par l'administration américaine, nous continuons de présumer que le bon sens l'emportera chez les décideurs afin de ne pas porter indûment préjudice aux entreprises des deux côtés de la frontière. Nos prévisions de croissance pour le Canada sont inchangées pour le moment à 1.9% pour cette année et 1.7% en 2018.

**Krishen Rangasamy**  
514 879-3140

	Changements par rapport aux prévisions précédentes				
	2016	2017	2018	2017	2018
<b>États-Unis</b>					
PIB réel	1.6%	2.2%	2.4%	inch	inch
Inflation (IPC)	1.3%	2.1%	2.2%	inch	inch
Taux cible fonds fédéraux*	0.75%	1.25%	2.00%	inch	inch
Taux sur obligation 10 ans*	2.45%	3.03%	3.32%	inch	+8 pb
<b>Canada</b>					
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%	2.14%	2.80%	inch	+18 pb

\* fin de période

# LE MENSUEL ÉCONOMIQUE

## Monde : Guerre commerciale?

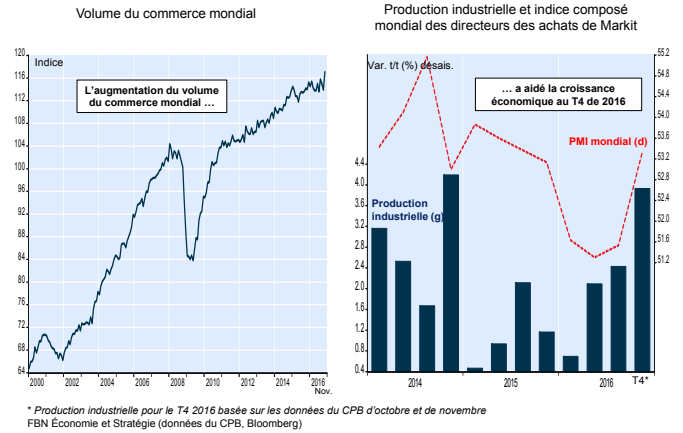
**L'économie mondiale reste vulnérable à cause de problèmes anciens – démographie, sous-investissement, rééquilibrage de la Chine – et nouveaux – Brexit et la possibilité d'une guerre commerciale. Des politiques protectionnistes de la nouvelle administration américaine pourraient non seulement déclencher des représailles des partenaires commerciaux, et donc des pertes de richesse et d'efficacité, mais aussi une poursuite de l'appréciation de l'USD déjà surgonflé, ce qui accroîtrait les risques de défauts à l'échelle mondiale compte tenu des sommes records de dettes libellées en USD détenues en dehors des États-Unis. Notre prévision de croissance de la production mondiale d'environ 3.3% cette année est donc entachée de risques.**

Le point de départ pour 2017 était plutôt bon pour l'économie mondiale. Selon l'indice mondial des directeurs des achats de Markit, les secteurs de la fabrication et des services étaient en croissance au T4 de l'année dernière – l'indice PMI composite a même grimpé au plus haut niveau depuis plus d'un an. Et après avoir stagné pendant une bonne partie de l'année, les volumes du commerce mondial ont atteint un niveau record en novembre, selon les données de la CPB. Cela a contribué à la croissance de la production industrielle mondiale au quatrième trimestre, au rythme le plus rapide en deux ans, grâce aux contributions des économies avancées et émergentes.

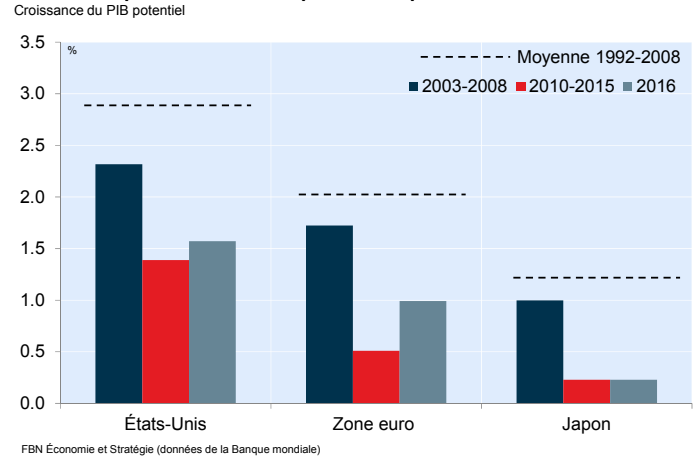
La reprise apparente de l'activité économique est certes bien vue. Mais nous restons prudents au sujet des perspectives, ne serait-ce qu'en raison du sous-investissement passé et de la détérioration de la démographie qui ont réduit la limite de vitesse de la croissance économique, particulièrement dans les économies avancées. La croissance du PIB potentiel se situe maintenant environ à la moitié de la moyenne d'avant la récession aux États-Unis et dans la zone euro. Au Japon, la situation est même pire, la croissance actuelle du potentiel de l'économie étant environ d'un cinquième de la moyenne d'avant la récession. Un si faible niveau de la limite de vitesse explique en partie les médiocres taux de croissance du PIB du monde de ces dernières années.

La montée du protectionnisme est une autre menace pour la croissance mondiale. Elle a freiné la croissance des volumes du commerce international et donc la croissance économique ces dernières années. L'an dernier, les mesures discriminatoires étaient plus nombreuses que celles visant à libéraliser le commerce, et il y a des chances que 2017 soit encore pire à cet égard. Les politiques protectionnistes de la nouvelle administration américaine – l'idée d'un ajustement fiscal à la frontière sur les importations a été largement évoquée par les hautes instances républicaines – pourraient déclencher des représailles des partenaires commerciaux. Les économies émergentes, à commencer par la Chine, ont beaucoup de latitude pour augmenter les droits de douane sur leurs importations de marchandises industrielles et de denrées agricoles en provenance des États-Unis, sans enfreindre les règles de l'OMC. Mais, vu le degré d'intégration de l'économie mondiale à travers des chaînes d'approvisionnement planétaires, et donc des liens commerciaux de plus en plus étroits, la montée du protectionnisme représente un risque grave pour les perspectives de 2017.

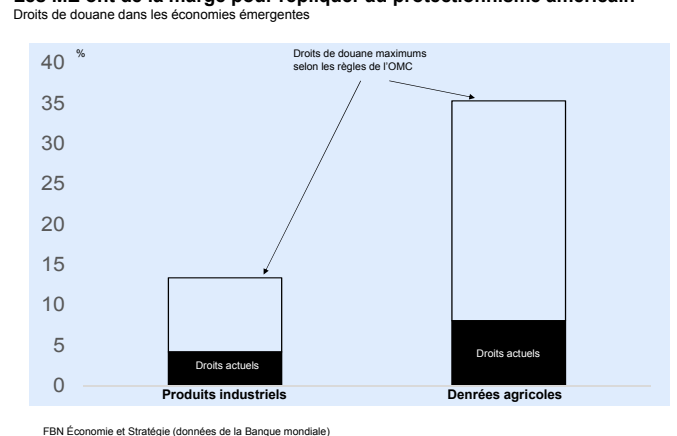
### Monde : Un bon point de départ pour 2017 grâce au T4 de l'an dernier



### Monde : Le potentiel économique croît trop lentement



### Les MÉ ont de la marge pour répliquer au protectionnisme américain



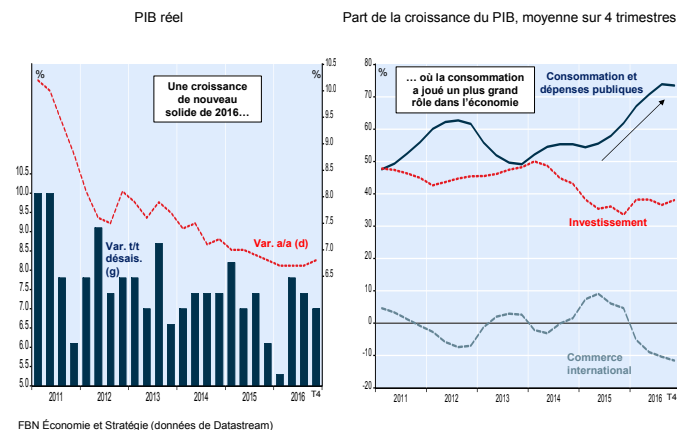
## Perspectives mondiales

### Prévisions

	2016	2017	2018
<b>Pays avancés</b>	<b>1.6</b>	<b>1.8</b>	<b>1.9</b>
États-Unis	1.6	2.2	2.4
Zone euro	1.7	1.6	1.6
Japon	0.9	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
<b>Asie émergente</b>	<b>6.3</b>	<b>6.1</b>	<b>6.0</b>
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
<b>Amérique latine</b>	<b>-0.6</b>	<b>1.3</b>	<b>2.1</b>
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
<b>Europe de l'Est et CEI</b>	<b>1.4</b>	<b>1.7</b>	<b>1.8</b>
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
<b>M-O et Afrique du N.</b>	<b>3.3</b>	<b>2.8</b>	<b>3.3</b>
<b>Afrique subsaharienne</b>	<b>1.6</b>	<b>3.0</b>	<b>3.8</b>
<b>Pays avancés</b>	<b>1.6</b>	<b>1.8</b>	<b>1.9</b>
<b>Pays émergents</b>	<b>4.1</b>	<b>4.3</b>	<b>4.5</b>
<b>Monde</b>	<b>3.0</b>	<b>3.3</b>	<b>3.4</b>

Source: FBN Économie et Stratégie

## Chine : Le rééquilibrage se matérialise

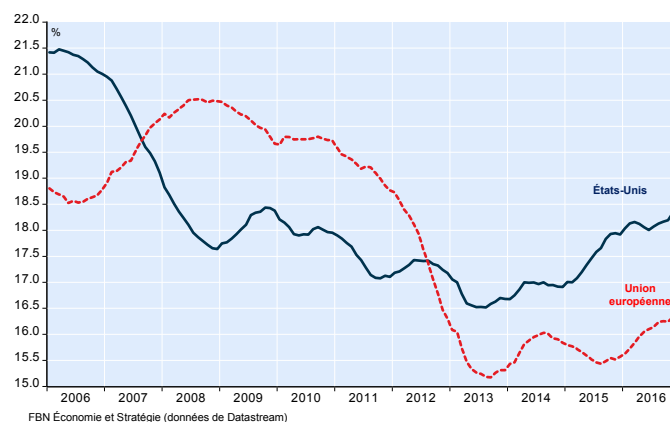


La Chine représente aussi un risque considérable pour l'économie mondiale cette année. Certes, grâce à une performance supérieure aux prévisions au T4 (où la production a augmenté au rythme annualisé de 7% ou de 6.8% a/a), la croissance du PIB pour l'ensemble de 2016 est ressortie au niveau sain de 6.7%, quoique, en grande partie, grâce à des mesures de stimulation budgétaires. Pékin a aussi progressé vers son objectif de rééquilibrage de l'économie; la part de la consommation et des dépenses de l'administration publique dans la croissance totale a bondi au-delà de 70% sur la base de la moyenne mobile de 4 trimestres.

Mais des fissures pourraient bien vite apparaître dans la deuxième économie du monde en cas de guerre commerciale. On se souviendra que les États-Unis absorbent environ 19% des exportations de la Chine. Si des droits de douane plus élevés ou un ajustement fiscal à la frontière étaient imposés par la nouvelle administration américaine, les produits chinois deviendraient moins concurrentiels aux États-Unis, ce qui ferait tarir une importante source de demande. L'excédent commercial de la Chine qui a chuté d'environ 500 milliards de dollars l'an dernier, où les exportations ont reculé plus vite que les importations, pourrait sombrer encore plus. La dégringolade de l'excédent commercial doublée des sorties de capitaux a déjà bien entamé les réserves de change qui représentaient tout juste US\$3,010 milliards à la fin de 2016, le plus petit chiffre depuis le début de 2011.

## Chine : Le marché des États-Unis, une importante source de demande

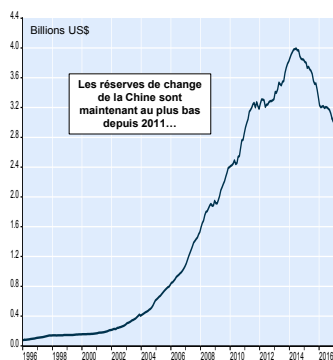
Exportations vers les États-Unis et vers l'Union européenne en proportion du total des exportations



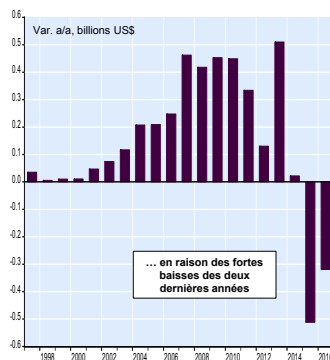
# LE MENSUEL ÉCONOMIQUE

## Chine : Les réserves de change au plus bas depuis le début de 2011

Réserves de change

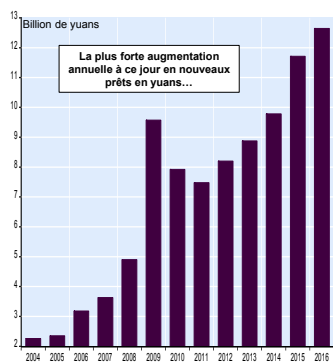


FBN Economie et Stratégie (données de Bloomberg)



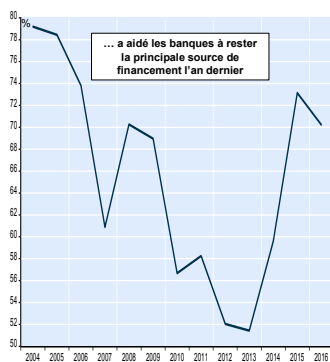
## Chine : Plus forte augmentation des nouveaux prêts en yuans

Nouveaux prêts en yuans



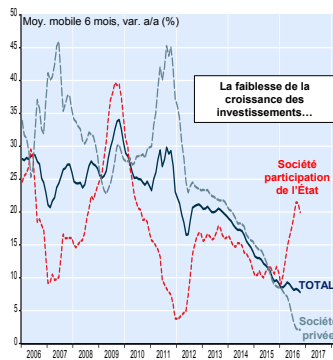
FBN Economie et Stratégie (données de Bloomberg)

Prêts bancaires en proportion du financement social



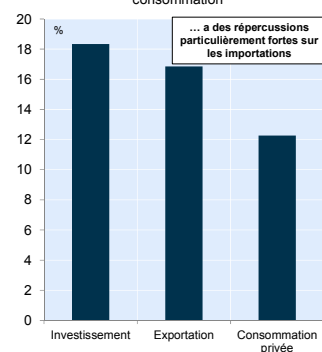
## Chine : La croissance des investissements continue de ralentir

Investissement en biens d'équipement fixes



FBN Economie et Stratégie (données de la Banque mondiale)

Intensité des importations des investissements, exportations et consommation



Dans ce contexte, la Banque populaire de Chine pourrait avoir du mal à empêcher une poursuite de la dépréciation du yuan, d'autant plus si les États-Unis s'engagent sur la voie du protectionnisme — le dollar US pondéré en fonction des échanges serait probablement dopé par les politiques protectionnistes à mesure que le déficit commercial des États-Unis se rétrécirait. Une nouvelle poussée de l'USD déjà surgonflé représenterait un problème pour l'économie mondiale vu les sommes records de dettes libellées en USD détenues en dehors des États-Unis. Quelque US\$1,000 milliards de dettes en USD seraient détenues rien qu'en Chine selon la Banque des règlements internationaux. La poursuite de l'appréciation de l'USD augmenterait les probabilités de défaillances.

La dette en USD n'est pas le seul problème de la Chine. Le recours au crédit en général pour stimuler la croissance est inquiétant. Il faut maintenant deux fois plus de crédit (comparativement à avant 2009) pour produire une unité de PIB de plus en Chine — en termes d'économistes, « l'intensité du crédit » a pratiquement doublé depuis la crise financière de 2009. L'année dernière a été marquée par la plus forte augmentation annuelle des nouveaux prêts bancaires. Cependant, la proportion des prêts de banques dans l'ensemble des prêts consentis (financement social) a légèrement diminué, ce qui fait penser que les prêts du système bancaire parallèle ont crû plus vite. Or, ces prêts tendent à être plus risqués que les prêts classiques. Environ la moitié du stock de produits de crédit parallèle serait des créances à rendement élevé et donc à risque élevé. Il ne faut pas sous-estimer le risque de défaillances en cascade et, donc, la menace d'une crise financière dans la deuxième économie du monde.

Pour le moment, nous présumons que Pékin sera en mesure de gérer les risques et nous nous attendons donc à ce que la croissance du PIB chinois ralentisse à un rythme encore sain de 6.5% cette année. Les immobilisations devraient diminuer davantage, les entreprises d'État marquant une pause après une année 2016 particulièrement chargée. Par conséquent, les importations pourraient faiblir encore plus, avec des effets sur d'autres économies qui dépendent de la demande chinoise. Plus généralement, l'économie mondiale continuera de ressentir les répercussions du rééquilibrage de la Chine. Selon le FMI, un choc négatif de 1% concernant la demande finale de l'Empire du Milieu pourrait avoir un effet cumulatif sur le PIB mondial d'environ 0.25% après un an.

Malgré cela, nous maintenons notre objectif de croissance mondiale de 3.3% pour cette année. Alors que la Chine continuera de décélérer en 2017, les économies avancées connaîtront probablement, collectivement, une reprise de la croissance tandis qu'un renforcement des États-Unis, grâce aux mesures de stimulation budgétaires, compensera un ralentissement relié au Brexit en Europe.

# LE MENSUEL ÉCONOMIQUE

## États-Unis : Relance et protectionnisme

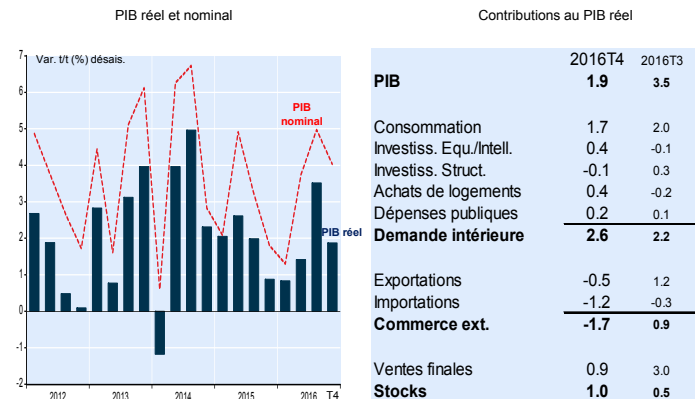
La croissance du PIB des États-Unis devrait accélérer à plus de 2% cette année avec l'adoption de mesures de stimulation budgétaires par la nouvelle présidence. Une telle croissance supérieure au potentiel dans une économie qui tourne presque à plein régime devrait permettre à l'inflation d'atteindre l'objectif de la Réserve fédérale pour la première fois en cinq ans. Mais les prix n'échapperont pas à tout contrôle; les forces qui les ont freinés ces dernières années – démographie défavorable et appréciation du dollar US – continueront de dominer, du moins à court et à moyen termes. À plus long terme, les perspectives de croissance et d'inflation des États-Unis sont moins limpides puisque les mesures protectionnistes envisagées par l'administration Trump ne menacent pas seulement l'économie mondiale, mais aussi l'Amérique elle-même.

L'économie américaine poursuivait son expansion à la fin de l'année dernière, selon les estimations avancées du Bureau of Economic Analysis pour le PIB du T4, qui tablaient sur une croissance annualisée de 1.9%. On s'attendait à ce que le commerce international ait freiné la croissance, mais cet effet était largement contrebalancé par la vigueur continue des dépenses de consommation et une hausse de l'investissement en immobilier résidentiel et dans les entreprises. Sur l'ensemble de 2016, les États-Unis ont enregistré une croissance de 1.6%.

Le point de départ relativement bon (grâce à la croissance au T4) plus des mesures de stimulation budgétaires devraient aider la croissance du PIB américain à monter aux alentours de 2.2% en 2017. L'investissement des entreprises, qui a freiné la croissance l'an dernier, devrait rebondir avec la stabilisation des prix du pétrole et le regain de la confiance. On se souviendra que l'indice de la National Federation of Independent Business a bondi à un sommet inégalé depuis 12 ans en décembre où 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. Bref, les entreprises veulent 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. Les intentions d'augmentation de l'embauche parmi les petites sociétés étaient aussi au plus haut depuis près d'une décennie. Mais on ne sait pas bien où ces entreprises trouveront la main-d'œuvre supplémentaire nécessaire.

Le marché du travail reste vigoureux, comme en attestent les nouvelles augmentations des effectifs salariés en décembre. Sur les 2.2 millions d'emplois créés l'an dernier, la grande majorité (environ 2 millions) relevait du secteur privé qui représente maintenant 84.7% de l'emploi total, la plus forte proportion depuis le début des années 1960. La Fed sera encouragée par la chute de l'indicateur large du taux de chômage (qui inclut les travailleurs découragés) à 9.2%, le plus bas niveau depuis mars 2008, et le bond du taux d'inflation annuelle des salaires (rémunérations horaires) à 2.9%, du jamais vu depuis 7 ans. Cela dit, il reste de la marge pour des améliorations sur le marché du travail, comme en attestent le ratio emploi/population et la part de l'emploi à temps plein dans l'emploi total, deux indicateurs qui ne sont pas encore totalement rétablis depuis la Grande récession.

### États-Unis : Croissance de 1.9% au T4 de 2016



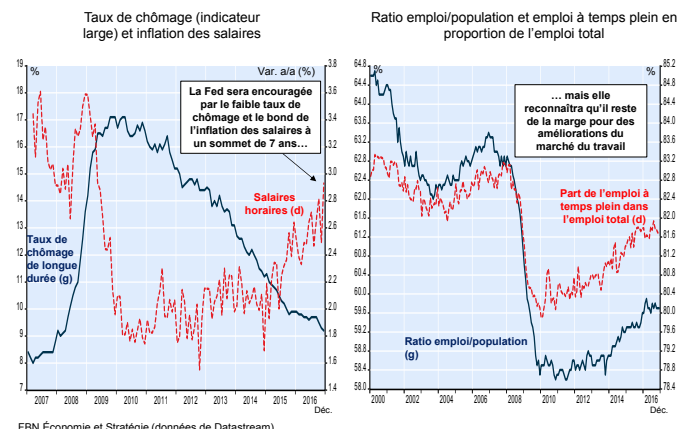
FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

### La confiance des petites entreprises au plus haut en 12 ans



FBN Économie et Stratégie (données de la National Federation of Independent Business)

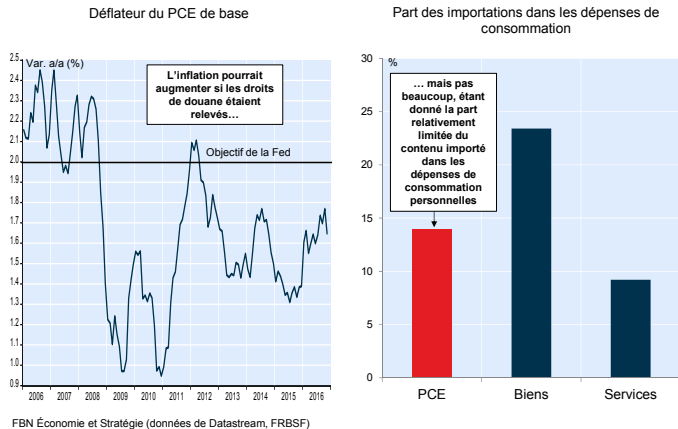
### Les arguments de l'emploi, pour ou contre plus d'intervention de la Fed



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

# LE MENSUEL ÉCONOMIQUE

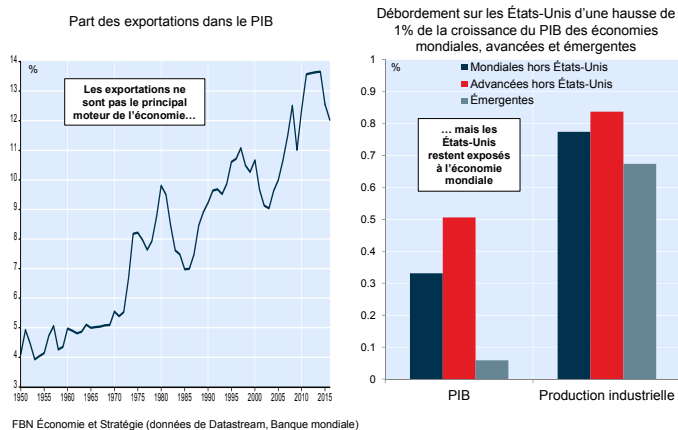
## Les politiques protectionnistes feront-elles monter l'inflation?



Par conséquent, alors que la Fed devrait augmenter les taux d'intérêt au moins deux fois cette année et éventuellement plus — tout dépendant du moment et de la nature des mesures de stimulation budgétaires qui seront adoptées, une hausse en mars n'est pas à exclure — les tenants d'une intervention mesurée rappelleront aux autres participants votants du FOMC de ne pas se montrer trop ambitieux dans ce cycle de resserrement de la politique monétaire.

Nous ne voyons pas pourquoi la Fed se montrerait plus pressée d'augmenter les taux d'intérêt alors que l'inflation américaine reste faible. On se rappellera que le taux d'inflation annuel des dépenses de consommation personnelles (PCE) de base était tout juste de 1.6% en novembre. Certes une croissance du PIB supérieure au potentiel cette année devrait permettre à l'inflation d'atteindre l'objectif de 2% de la banque centrale pour la première fois depuis cinq ans. Mais il est peu probable que le dérapage des prix échappe à tout contrôle, car les forces qui l'ont freiné ces dernières années — démographie défavorable et appréciation du dollar US — continueront de dominer, du moins à court et à moyen termes.

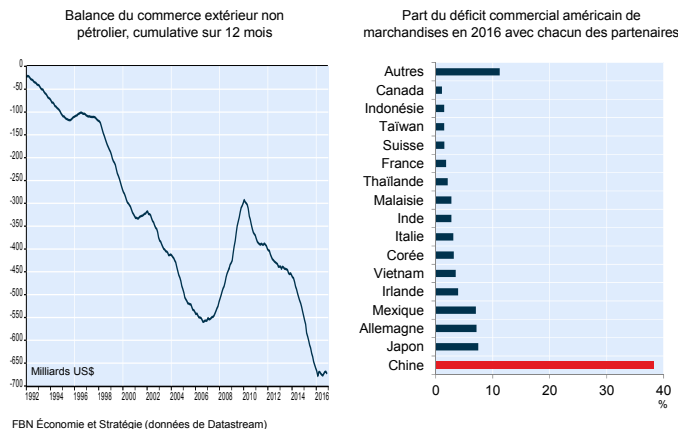
## Le ralentissement mondial aura des répercussions aux États-Unis



Le protectionnisme pourrait-il provoquer une poussée d'inflation? Une augmentation des droits de douane ou un ajustement fiscal à la frontière augmenteraient effectivement le prix des marchandises importées pour les consommateurs. Mais l'effet sur l'inflation annuelle serait non seulement temporaire — parce que l'augmentation annuelle des prix due à une hausse des droits de douane se dissipe après un an (à moins d'une nouvelle hausse des droits) — mais aussi minime vu que la part des importations dans les dépenses de consommation représente moins que 15%.

Il ne faudrait pas non plus sous-estimer l'effet préjudiciable d'une guerre commerciale sur l'économie mondiale. Dans un tel scénario, la croissance du PIB mondial ralentirait par rapport à des niveaux déjà médiocres, affectant non seulement les prix du pétrole mais aussi la croissance économique américaine et donc l'inflation. Selon les plus récentes perspectives économiques de la Banque mondiale, une augmentation de la croissance du PIB mondial de 1% accentue la croissance américaine de 0.3% alors qu'une augmentation de 1% de la croissance des économies avancées (sans compter les États-Unis) aide la croissance des États-Unis à augmenter d'environ un demi-point de pourcentage. Bref, les politiques protectionnistes de Washington pourraient avoir un effet boomerang négatif.

## Le déficit commercial dans le collimateur



La hausse du dollar US est un autre facteur négatif pour l'inflation. La monnaie de réserve mondiale pourrait s'apprécier encore plus et même atteindre un record absolu (en termes pondérés en fonction des échanges commerciaux) si les politiques protectionnistes mises en place par l'administration Trump avaient les effets voulus d'amélioration de la balance commerciale américaine et les effets non souhaités d'accroissement des flux de capitaux vers les valeurs refuge, parce qu'elles effraieraient les marchés mondiaux. De fait, une guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine, par exemple, qui représentait environ 40% du déficit commercial des marchandises des États-Unis l'an dernier, ne serait pas une bonne nouvelle pour les investisseurs du monde. Une nouvelle appréciation de l'USD non seulement réduirait la croissance américaine, mais ferait aussi baisser les prix à l'importation, ce qui est exactement l'inverse de ce que la nouvelle administration compte accomplir.

# LE MENSUEL ÉCONOMIQUE

## Canada : Gare à un nouveau choc

**Le Canada, qui s'est en grande partie adapté au choc pétrolier fait maintenant face à un nouvel obstacle qu'il pourrait être plus difficile de surmonter. Les mesures protectionnistes telles qu'un ajustement fiscal à la frontière envisagées actuellement par le gouvernement américain pourraient faire souffrir les exportateurs du Canada et donc son économie. Mais tant que des mesures concrètes ne seront pas approuvées par l'administration américaine, nous continuons de présumer que le bon sens l'emportera chez les décideurs afin de ne pas porter indûment préjudice aux entreprises des deux côtés de la frontière. Nos prévisions de croissance pour le Canada sont inchangées pour le moment à 1.9% pour cette année et 1.7% en 2018.**

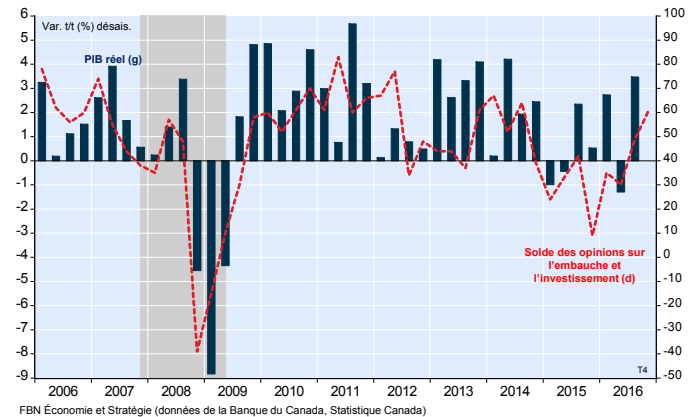
Le pire du choc pétrolier semble passé. C'est du moins le message qui ressort de la récente *Enquête sur les perspectives des entreprises* de la Banque du Canada qui dénote un plus grand optimisme des sociétés à l'aube de 2017. L'enquête fait état de la meilleure combinaison d'intentions d'embauche et d'investissement depuis deux ans. Encouragées par l'amélioration des perspectives d'exportation, les entreprises semblent prêtes à augmenter la production. L'enquête laisse donc penser que l'économie jouit d'un certain élan après sa forte performance au T3 de l'an dernier. Mais il faut savoir que l'enquête de la BdC a été réalisée entre la mi-novembre et le début de décembre, quand le président désigné Trump vantait ses projets de relance de l'économie américaine par des dépenses du gouvernement et des réductions d'impôt. Mais actuellement, Washington semble plutôt insister sur les politiques protectionnistes, ce qui n'est pas très favorable pour les entreprises canadiennes et leurs projets d'expansion.

C'est en partie pour cela que nous sommes sceptiques à l'égard de la transformation des intentions apparemment fermes d'embauche en emplois solides cette année. L'enthousiasme pour l'embauche peut d'ailleurs aussi s'être déjà en partie matérialisé vu le bond massif de 54,000 nouveaux emplois de décembre. Grâce à ces hausses, le total de la création d'emplois en 2016 a dépassé 210,000, avec des gains solides dans la région centrale du Canada et en Colombie-Britannique. La plupart des gains étaient des postes à temps partiel qui représentent maintenant près de 20% de l'emploi total. Mais la performance globale du marché du travail était plutôt bonne étant donné que la croissance du PIB réel n'a atteint l'année dernière qu'environ 1.3%. On s'attend à ce que la croissance économique s'accélère, mais cela ne veut pas dire que les augmentations de l'emploi seront meilleures en 2017. Les sociétés canadiennes pourraient vouloir limiter leurs coûts pour restaurer les marges bénéficiaires après deux années difficiles.

En ce qui concerne la croissance économique, le point de départ de 2017 était relativement bon, à en croire les données du commerce extérieur. Selon les chiffres d'octobre et de novembre, les exportations réelles étaient en hausse alors que les importations ont fortement baissé, ce qui laisse penser que le commerce international a contribué à la croissance du T4. Les gains dus au commerce et la résilience des dépenses de consommation (d'après les dépenses dans le commerce de détail) ont probablement largement compensé la faiblesse des dépenses d'investissement qui continue et pourrait avoir permis au PIB de croître au rythme annualisé d'environ 1.5% au T4 de l'an dernier.

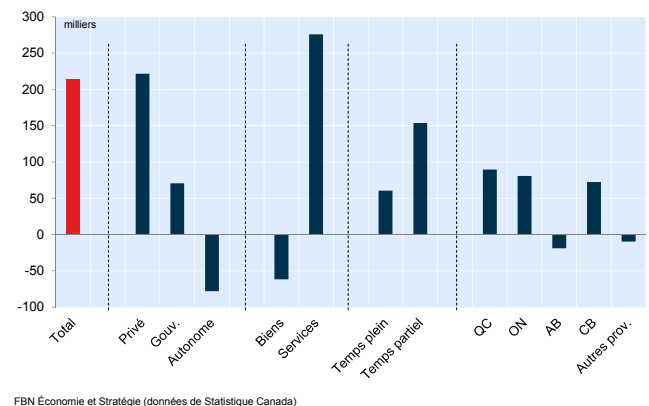
### Perspectives des entreprises : Le pire serait passé

Croissance du PIB réel et Enquête sur les perspectives des entreprises de la BdC



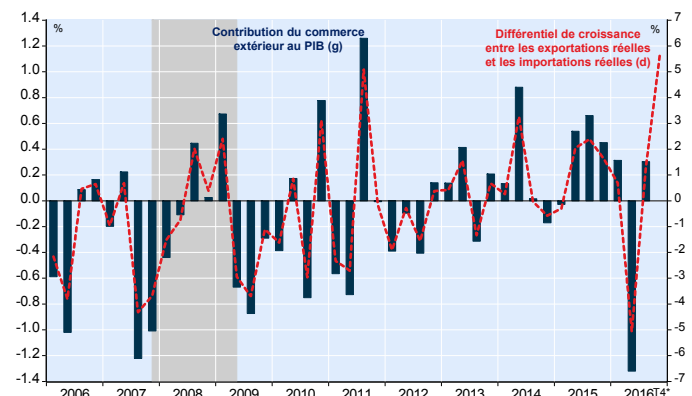
### La plupart des emplois créés en 2016 : dans les services et à temps partiel

Création d'emplois en 2016 selon l'Enquête sur la population active



### Le commerce devrait contribuer à la croissance de l'économie au T4

Exportations et importations réelles et contribution du commerce extérieur de marchandises au PIB

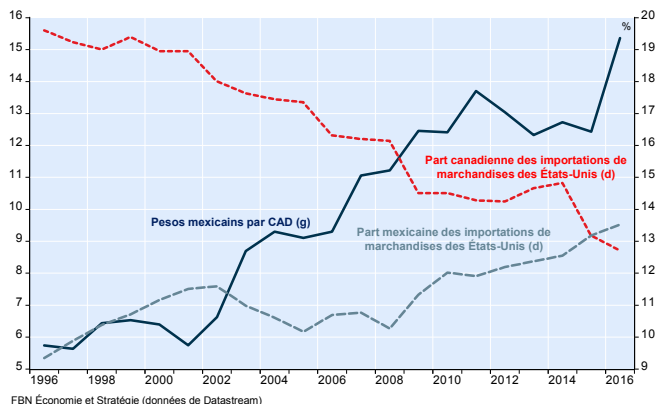


\* À supposer que rien ne change en décembre et que les chiffres des mois précédents ne soient pas révisés  
FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

# LE MENSUEL ÉCONOMIQUE

## Perte de compétitivité du CAD et part du marché aux États-Unis

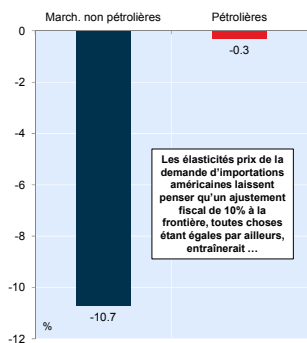
Pesos mexicains par CAD et parts mexicaine et canadienne des importations de marchandises des États-Unis



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

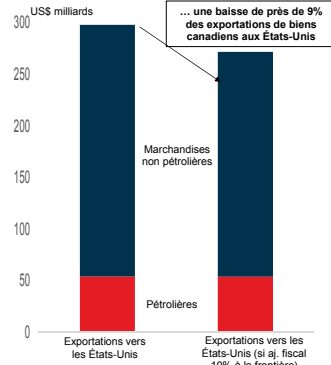
## Un ajustement fiscal à la frontière pourrait ralentir les exportations

Élasticité prix de la demande d'importations américaine (Pourcentage de variation des importations américaines pour une hausse de prix de 10%)



Les élasticités prix de la demande d'importations américaines laissent penser qu'un ajustement fiscal de 10% à la frontière, toutes choses étant égales par ailleurs, entraînerait ...

Exportations de marchandises canadiennes vers les États-Unis Cumulatif 12 mois jusqu'à nov. 2016

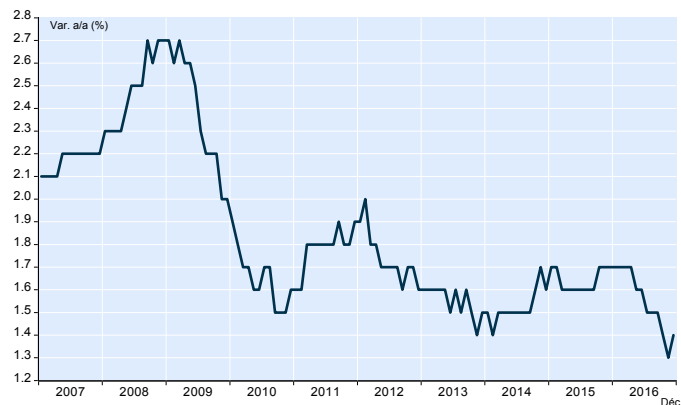


... une baisse de près de 9% des exportations de biens canadiens aux États-Unis

FBN Économie et Stratégie (données de Congressional Research Service, Industrie Canada, calculs de FBN)

## L'inflation de base est très basse

Indice des prix à la consommation composante commune



FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Ce qui nous fait aussi prévoir une reprise de la croissance en 2017, ce sont les mesures de stimulation budgétaires à venir aux États-Unis qui pourraient augmenter la croissance outre-frontière et dynamiser les exportations du Canada. Nous continuons de nous attendre à ce que celles-ci restent le moteur de la croissance du PIB canadien cette année, mais la récente tournure des événements laisse entrevoir des risques de baisse qu'il ne faudrait pas sous-estimer. Un des risques à considérer est l'effet du dollar canadien. À la fin de 2016, le huard était une des rares grandes monnaies enregistrant une hausse par rapport à l'USD, contrairement au peso mexicain qui a continué de déraiper par rapport au billet vert. La perte de compétitivité relative du Canada fait craindre que sa part des importations de marchandises aux États-Unis (c.-à-d. notre part de marché aux États-Unis), qui est déjà inférieure à celle du Mexique, continue de diminuer cette année.

L'imposition de politiques commerciales protectionnistes aux États-Unis, dont on débat actuellement à Washington, est un autre risque important pour nos exportateurs. Des droits de douane ou un ajustement fiscal à la frontière – qui feraient monter les prix que paient les consommateurs américains pour les biens importés et comprimeraient donc la demande de produits canadiens – pourraient être préjudiciables au Canada dont la dépendance à l'égard des exportations a augmenté vu le ralentissement de la demande intérieure. Nos exportations de pétrole aux États-Unis ne seraient pas fortement touchées, mais les exportations d'autres marchandises pourraient chuter de près de 11% compte tenu des élasticités prix des importations américaines, assez pour faire baisser les exportations de marchandises totales du Canada vers les États-Unis d'environ 9%. Cela suffirait à amputer la croissance du PIB du Canada d'environ 1.5%, toutes choses étant égales par ailleurs. Mais tant que des mesures concrètes ne seront pas approuvées par l'administration américaine, nous continuons de présumer que le bon sens l'emportera chez les décideurs afin de ne pas porter indûment préjudice aux entreprises des deux côtés de la frontière. Nos prévisions de croissance pour le Canada sont inchangées pour le moment à 1.9% pour cette année et 1.7% en 2018.

Ces chiffres sont légèrement inférieurs aux dernières prévisions de la Banque du Canada pour l'économie nationale qui tablent sur une croissance de 2.1% pour cette année et l'an prochain – la banque centrale est plus optimiste que nous au sujet de la demande intérieure. Mais comme nous, elle n'a pas pris en considération dans ses estimations les préjudices possibles que pourraient causer les mesures protectionnistes, préférant attendre des éclaircissements sur la politique commerciale américaine. C'est pour cela qu'elle a adopté un ton très prudent en janvier, en prenant acte des récentes améliorations de l'économie, mais en soulignant aussi les capacités excédentaires « notables » dans l'économie (ce qui explique pourquoi l'inflation de base reste inférieure à l'objectif de 2%), la marge « importante » de ressources inutilisées du marché du travail et l'incertitude entourant les perspectives « qui n'a pas diminué ». Bref, la banque centrale a fait savoir clairement qu'une réduction des taux d'intérêt demeure possible. Mais à moins d'un autre choc pour l'économie, p. ex., si nos craintes concernant le protectionnisme commercial se matérialisaient, nous croyons que la prochaine intervention de la Bdc sera une augmentation des taux d'intérêt, mais seulement l'année prochaine vu l'estimation de la Banque selon laquelle l'écart de production ne se résorbera pas avant la mi-2018.

# LE MENSUEL ÉCONOMIQUE

## États-Unis Scénario économique

(Variation annuelle en %)*						T4/T4		
	2014	2015	2016	2017	2018	2016	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	2.1	2.2	1.8	1.7	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					2016	2017	2018
	26-01-17	T1 2017	T2 2017	T3 2017	T4 2017			
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	0.50	0.58	0.80	0.84	1.05	0.50	1.05	1.93
Obligations fédérales								
2 ans	1.21	1.23	1.43	1.64	1.87	1.20	1.87	2.51
5 ans	1.95	1.99	2.16	2.30	2.50	1.93	2.50	2.96
10 ans	2.51	2.62	2.72	2.82	3.03	2.45	3.03	3.32
30 ans	3.08	3.16	3.21	3.27	3.46	3.06	3.46	3.68
Taux de change								
US\$/Euro	1.07	1.04	1.00	1.01	1.03	1.05	1.03	1.07
YEN/\$US	115	117	120	118	117	117	117	111

\*\* fin de période

## Dynamique trimestrielle

	T1 2016	T2 2016	T3 2016	T4 2016	T1 2017	T2 2017	T3 2017	T4 2017
	publié	publié	publié	publié	prévision	prévision	prévision	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	2.4	2.1	2.1	1.7
IPC de base (var. a/a %)	2.3	2.2	2.2	2.2	1.9	1.8	1.8	1.8
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 %)*						T4/T4		
	2014	2015	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Produit intérieur brut (\$constants, 2007)	2.6	0.9	1.3	1.9	1.7	1.6	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	(1.9)	(1.5)	1.3	(2.0)	(1.5)
Investissements des entreprises	3.2	(11.5)	(7.2)	0.4	2.6	(3.1)	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	0.9	2.6	4.3	0.5	4.1	3.7
Importations	2.2	0.3	(1.3)	(0.4)	2.2	(1.4)	2.5	1.7
Variation des stocks (millions \$)	9,392	3,861	-3,598	-9,167	-5,404	-11,695	-7,252	-4,029
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					2016	2017	2018
	26-01-17	T1 2017	T2 2017	T3 2017	T4 2017			
Taux à un jour	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	1.25
Bons du Trésor 3M	0.46	0.48	0.48	0.48	0.63	0.46	0.63	1.37
Obligations fédérales								
2 ans	0.81	0.80	0.87	0.94	1.03	0.75	1.03	1.98
5 ans	1.17	1.33	1.41	1.50	1.58	1.12	1.58	2.32
10 ans	1.82	1.91	2.01	2.08	2.14	1.72	2.14	2.80
30 ans	2.46	2.49	2.56	2.59	2.62	2.31	2.62	3.13
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.	53	50	47	52	55	54	55	60

\*\* fin de période

## Dynamique trimestrielle

	T1 2016	T2 2016	T3 2016	T4 2016	T1 2017	T2 2017	T3 2017	T4 2017
	publié	publié	publié	prévision	prévision	prévision	prévision	prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	2.7	(1.3)	3.5	1.5	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
IPC de base (var. a/a %)	2.0	2.1	1.9	1.6	1.1	0.8	1.0	1.5
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
	<b>PIB réel (croissance en %)</b>					<b>PIB nominal (croissance en %)</b>				
Terre-Neuve-et-Labrador	-1.0	-2.0	1.0	-2.7	2.0	-1.3	-11.5	2.3	3.1	1.9
Île-du-Prince-Édouard	1.5	1.3	1.3	1.2	1.4	3.5	3.9	3.4	3.6	3.8
Nouvelle-Écosse	0.8	1.0	1.1	1.2	1.4	1.7	2.4	2.2	2.7	2.7
Nouveau-Brunswick	-0.1	2.3	0.5	0.8	0.9	1.0	2.9	2.7	2.6	2.7
Québec	1.3	1.2	1.7	1.4	1.0	1.9	2.6	2.9	2.4	2.9
Ontario	2.7	2.5	2.6	2.3	2.1	4.7	4.9	4.4	3.9	4.0
Manitoba	1.5	2.2	1.5	2.1	1.5	2.5	3.1	1.5	3.0	3.5
Saskatchewan	2.4	-1.3	-0.5	1.8	1.2	1.3	-5.7	-5.3	3.2	2.3
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	4.3	4.8	4.2
Canada	2.6	0.9	1.3	1.9	1.7	4.5	0.2	1.9	3.5	3.8
	<b>Emploi (croissance en %)</b>					<b>Taux de chômage (%)</b>				
Terre-Neuve-et-Labrador	-1.9	-1.0	-1.3	-3.0	-3.9	12.0	12.8	13.4	15.3	17.5
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	0.4	8.9	8.6	8.4	7.8	7.6
Nouveau-Brunswick	-0.2	-0.4	-0.2	0.4	0.4	9.9	9.7	9.6	9.7	9.4
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	1.1	7.3	6.8	6.6	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	0.5	-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	3.0	1.1	0.9	6.1	6.1	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
	<b>Mises en chantier de logements (000)</b>					<b>IPC (Croissance en %)</b>				
Terre-Neuve-et-Labrador	2.1	1.7	1.4	1.4	1.3	1.9	0.4	2.7	2.7	2.0
Île-du-Prince-Édouard	0.5	0.6	0.6	0.5	0.4	1.6	-0.6	1.2	2.0	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	1.3	1.9
Ontario	59.1	70.2	75.0	64.5	60.0	2.3	1.1	1.8	1.8	1.9
Manitoba	6.2	5.5	5.3	5.5	5.3	1.8	1.2	1.3	2.0	2.2
Saskatchewan	8.3	5.1	4.8	5.1	5.0	2.4	1.6	1.1	1.9	2.1
Alberta	40.6	37.3	24.5	24.2	23.7	2.6	1.2	1.1	2.0	2.2
Colombie-Britannique	28.4	31.4	41.8	35.0	30.0	1.0	1.1	1.9	2.0	2.0
Canada	189.3	195.5	197.9	176.2	165.4	1.9	1.1	1.4	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 Pinsonnault

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

#### Krishen Rangasamy

Économiste principal  
krishen.rangasamy@bnc.ca

#### Marc Pinsonneault

Économiste principal  
marc.pinsonneault@bnc.ca

#### Matthieu Arseneau

Économiste principal  
matthieu.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