



**BANQUE
NATIONALE**

MARCHÉS FINANCIERS

Une division de la Banque Nationale du Canada

LE MENSUEL ÉCONOMIQUE

Groupe Économie et Stratégie

Novembre 2014

Faits saillants

- *L'économie du monde se porte mieux que ce que laissent croire le récent effondrement boursier et la chute des prix du pétrole. Mais si les craintes et préoccupations actuelles sont laissées sans contrôle, leur objet pourrait s'auto-réaliser et elles pourraient déborder sur l'économie réelle par une diminution des investissements et de la consommation. Les États ont un rôle important à jouer pour rétablir le calme en s'engageant à soutenir la croissance par tous les moyens nécessaires et en faisant preuve de compétence face aux menaces renouvelées d'une pandémie.*
- *Devant les craintes renouvelées pour l'économie mondiale, les États-Unis sont une fois de plus vus par beaucoup comme un phare, une lueur d'espoir. La première économie du monde a le vent en poupe, portée par un secteur privé revigoré. Les investissements grimpent en flèche et les consommateurs semblent sur le point de se joindre au mouvement, surtout si l'on considère que le cycle de désendettement est terminé. Les exportations pourraient fléchir un peu avec un repli du dollar, mais cela n'empêchera pas l'économie américaine de croître d'environ 2.9% l'an prochain. Nous avons révisé à la baisse nos prévisions d'inflation pour refléter la récente baisse des prix de l'énergie.*
- *La baisse des prix du pétrole n'est pas une bonne nouvelle pour le Canada, mais les perspectives économiques générales demeurent positives avec la résurgence des États-Unis et l'effet stabilisateur de la dépréciation du huard. Les exportations devraient rester le moteur de la croissance du Canada l'an prochain et on peut s'attendre à un soutien des investissements. Ces deux postes compenseront largement un ralentissement attendu de l'immobilier résidentiel et de la consommation. Nous gardons confiance dans notre prévision d'une accélération de la croissance à 2.5% en 2015. Mais la Banque du Canada, qui craint pour l'économie mondiale, reportera sans doute toute hausse des taux d'intérêt à la fin de l'an prochain. La baisse des prix de l'énergie nous force à réviser à la baisse nos prévisions d'inflation.*

Krishen Rangasamy
krishen.rangasamy@bnc.ca

	Changements par rapport aux prévisions précédentes				
	2013	2014	2015	2014	2015
États-Unis					
PIB réel	2.2%	2.2%	2.9%	inch	inch
Inflation (IPC)	1.5%	1.7%	1.5%	-0.1 pp	-0.6 pp
Taux cible fonds fédéraux*	0.25%	0.25%	1.50%	inch	+25 pb
Taux sur obligation 10 ans*	3.03%	2.39%	3.01%	-34 pb	-36 pb
Canada					
PIB réel	2.0%	2.3%	2.5%	inch	inch
Inflation (IPC)	0.9%	2.0%	1.7%	inch	-0.3 pp
Taux à un jour*	1.00%	1.00%	1.50%	inch	-50 pb
Taux sur obligation 10 ans*	2.76%	2.17%	2.88%	-20 pb	-42 pb

* fin de période

Monde : Le mal européen

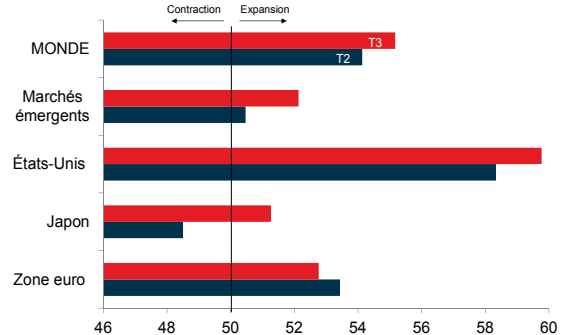
L'économie du monde se porte mieux que ce que laissent croire le récent effondrement boursier et la chute des prix du pétrole. Mais si les craintes et préoccupations actuelles sont laissées sans contrôle, leur objet pourrait s'auto-réaliser et elles pourraient déborder sur l'économie réelle par une diminution des investissements et de la consommation. Les États ont un rôle important à jouer pour rétablir le calme en s'engageant à soutenir la croissance par tous les moyens nécessaires et en faisant preuve de compétence face aux menaces renouvelées d'une pandémie.

C'était Halloween avant l'heure. C'est du moins ce que donnait à croire, ces dernières semaines, la réaction effarée des investisseurs qui se ruiaient vers la sortie, provoquant la plus forte liquidation d'actions depuis des années. Les risques susceptibles de donner des sueurs froides ne manquaient pas, allant de la géopolitique (Russie/Ukraine et Moyen-Orient) à une menace grandissante de pandémie mondiale, en passant par la dégringolade de l'économie européenne et un ralentissement plus prononcé que prévu de la Chine. Certes, chacun de ces éléments pourrait faire dérailler la croissance économique mondiale l'année prochaine, si les gouvernements ne réussissent pas à parer aux risques. Mais pour le moment, l'économie du globe est en assez bonne forme. Sans être spectaculaires, ses statistiques confirment une prolongation de la croissance. La plus grande économie du monde, celle des États-Unis, a crû à un rythme soutenu au troisième trimestre, et les indices composés des directeurs des achats, qui tiennent compte des secteurs de la fabrication et des services, laissent entrevoir une expansion dans d'autres grandes économies également.

Mais tout ne va pas bien. L'Europe donne des signes de rechute, avec une panne de croissance au T2 et peut-être aussi au T3. Même l'Allemagne et la France, ses deux locomotives, semblent peiner avec un ralentissement de la fabrication, dont l'indice PMI a baissé sous 50. Cela s'explique en partie par les sanctions contre la Russie (et inversement) qui ont ralenti les exportations. Résultat, pour la première fois depuis 2012, la production industrielle de la zone euro pourrait se contracter au T3. La consommation semble se stabiliser d'après les hausses de volume du commerce de détail, qui reste cependant sous le niveau d'il y a 14 ans. Avec le désendettement et la stagnation du marché de l'emploi, il n'est pas sûr que la consommation puisse augmenter – le taux de chômage de la zone euro reste élevé à 11.5%, et à près de deux fois plus chez les jeunes. La Banque centrale européenne essaie, un peu tard, de réparer les courroies de transmission de la politique monétaire en injectant plus de liquidités dans le système dans l'espoir de relancer la croissance, mais les résultats ne sont pas encore au rendez-vous. Le crédit continue de se contracter tant pour les ménages que pour les entreprises non financières, ce qui est négatif pour la consommation et l'investissement. À tel point que les risques d'une récession et de la déflation ont fortement augmenté ces derniers mois dans la zone euro.

Monde : Quel ralentissement?

Indice composé PMI Markit, moyennes du T2 et du T3 de cette année



FBN Économie et Stratégie (données de Markit)

Zone euro : Contraction des usines allemandes et françaises

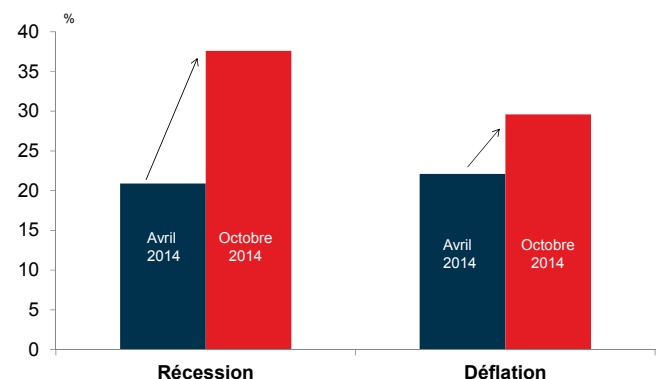
Indice PMI Markit de l'activité de fabrication pour septembre 2014



FBN Économie et Stratégie (données de Markit)

Zone euro : Les perspectives se détériorent

Probabilité de récession et de déflation dans la zone euro



FBN Économie et Stratégie (données du FMI)

Perspectives mondiales

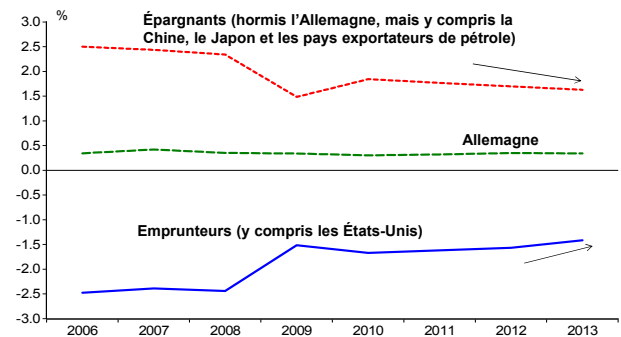
Prévisions

	2013	2014	2015
Pays avancés	1.3	1.8	2.1
États-Unis	2.2	2.2	2.9
Zone euro	-0.4	0.8	1.0
Japon	1.5	0.9	0.8
R.-U.	1.7	3.2	2.7
Canada	2.0	2.3	2.5
Australie	2.3	2.8	2.9
Nouvelle-Zélande	2.8	3.6	2.8
Hong Kong	2.9	3.0	3.3
Corée	3.0	3.7	4.0
Taiwan	2.1	3.5	3.8
Singapour	3.9	3.0	3.0
Asie émergente	6.5	6.4	6.2
Chine	7.7	7.4	6.5
Inde	5.0	5.6	6.4
Indonésie	5.8	5.2	5.5
Malaisie	4.7	5.9	5.2
Philippines	7.2	6.2	6.3
Thaïlande	2.9	1.0	4.6
Amérique latine	2.7	1.3	2.2
Mexique	1.1	2.4	3.5
Brésil	2.5	0.3	1.4
Argentine	2.9	-1.7	-1.5
Venezuela	1.3	-3.0	-1.0
Colombie	4.7	4.8	4.5
Europe de l'Est et CEI	2.3	1.6	2.1
Russie	1.3	0.2	0.5
République Tchèque	-0.9	2.5	2.5
Pologne	1.6	3.2	3.3
Turquie	4.1	3.0	3.0
M-O et Afrique du N.	2.3	2.5	3.8
Afrique subsaharienne	4.9	5.2	5.8
Pays avancés	1.3	1.8	2.1
Pays émergents	4.7	4.4	4.7
Monde	3.2	3.3	3.6

Source : FBN Économie et Stratégie

Monde : Les déséquilibres s'améliorent, pas grâce à l'Allemagne

Solde du compte courant en pourcentage du PIB mondial



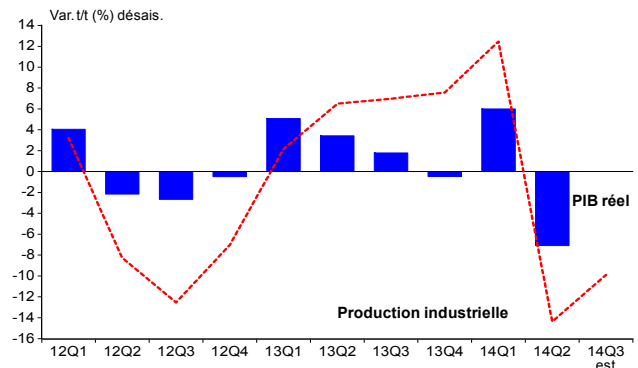
FBN Économie et Stratégie (données du FMI)

Pourtant, cette situation n'est pas une fatalité. Une meilleure politique budgétaire pourrait aider. L'Allemagne qui a accumulé des excédents massifs de son compte courant au cours de la dernière décennie pourrait faire plus pour remédier aux malheurs de la zone euro. Une détérioration temporaire du déficit budgétaire par des réductions d'impôts et une augmentation des dépenses publiques aideraient à doper la demande intérieure et l'inflation germaniques. Cela soutiendrait les autres économies de la zone euro (par les exportations vers l'Allemagne) et permettrait aussi à l'Allemagne de contribuer enfin au rééquilibrage de l'économie mondiale. Mais les signaux que donne Berlin ne portent pas à l'optimisme. Le manque d'effet de la politique de la BCE et la lenteur des réformes structurelles ont motivé une révision à la baisse de notre prévision de croissance de la zone euro en 2015 à 1%.

Nous avons aussi revu négativement nos projections de croissance du Japon dont la production industrielle d'août a été fortement révisée à la baisse, si bien que le rebond du T3 après un T2 désastreux pourrait être moins bon qu'on le prévoyait. Nous projetons maintenant une croissance du PIB de moins de 1% en 2014 et 2015. Les pressions déflationnistes se maintiennent donc et la Banque du Japon devra augmenter ses mesures de stimulation.

Japon : Le rebond du T3 pourrait ne pas se concrétiser

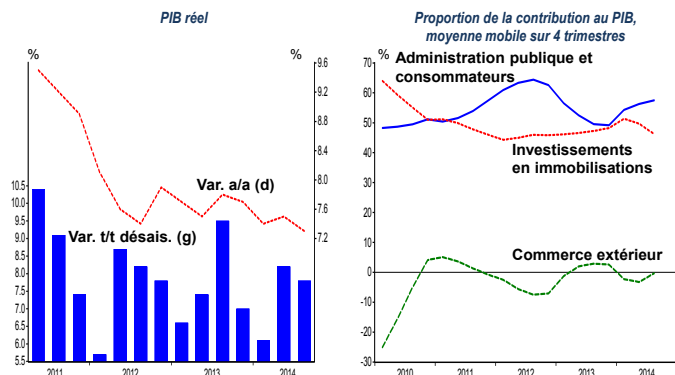
PIB réel et production industrielle



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

LE MENSUEL ÉCONOMIQUE

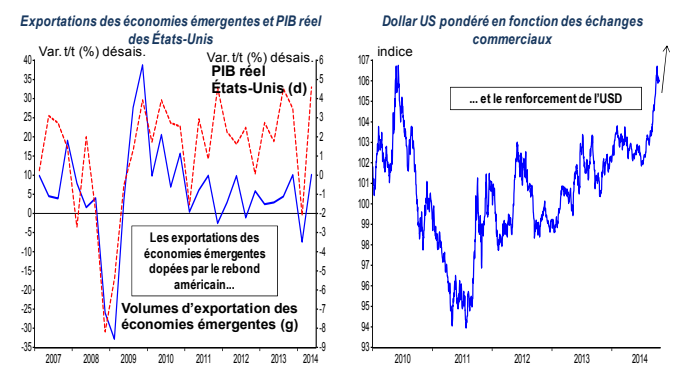
Chine : Meilleure croissance du PIB au T3 que prévu



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

En Chine, la croissance du PIB était légèrement meilleure que prévu au T3, à un rythme annualisé de 7.8% (ou 7.3% d'une année à l'autre). Le point de départ du T4 était aussi bon. La production industrielle et le commerce de détail ont crû de 8% et de 11.6% respectivement sur 12 mois en septembre. Ces résultats solides nous ont fait réviser à la hausse de deux dixièmes notre prévision de croissance du PIB pour cette année, à 7.4%. L'augmentation de la part de la consommation et la diminution de celle des investissements fixes dans le PIB, sont aussi encourageantes. Les tentatives de Pékin de rééquilibrer l'économie au profit de la consommation et au détriment des exportations et des investissements semblent produire les résultats voulus. Mais cela implique un sacrifice de la croissance globale, c.-à-d. la moyenne de 10% des trois dernières décennies ne se répétera pas. Compte tenu des risques pour l'immobilier et des répercussions des défauts dans le secteur bancaire parallèle, nous continuons de prévoir un ralentissement de la croissance l'an prochain. Les dépenses d'infrastructures associées au plan d'urbanisation du gouvernement devraient cependant maintenir la croissance au rythme sain de 6.5%.

Monde : Le rebond américain favorable aux pays émergents...

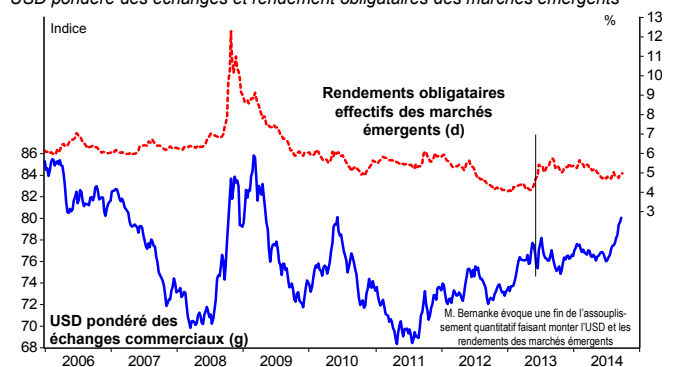


FBN Économie et Stratégie (données du CPB, Datastream)

La décélération chinoise prévue pourrait être compensée par un regain de la croissance d'autres économies émergentes, pour lesquelles nous demeurons optimistes en raison de l'amélioration de l'économie américaine (voir la section États-Unis). Le renforcement de la demande outre-frontière se traduit par une hausse des exportations et de la croissance des marchés émergents. Ce n'est pas un hasard si l'activité des usines reste en expansion, comme en attestent les indices des directeurs des achats manufacturiers demeurant au-dessus de 50 pour le Mexique, l'Inde, l'Indonésie, Taïwan, le Vietnam et la Chine. La récente appréciation de l'USD donnera un coup de pouce de plus aux marchés émergents en les rendant plus concurrentiels, pas seulement par les prix de la production, mais aussi par ceux des intrants. La baisse des prix des matières premières (grâce à la hausse du billet vert) a réduit les coûts de production de grands consommateurs comme les économies émergentes.

... tant que les rendements obligataires des marchés émergents restent bas

USD pondéré des échanges et rendement obligataires des marchés émergents



FBN Économie et Stratégie (données de la Banque des règlements internationaux, Datastream)

Mais la montée de l'USD a aussi un revers. Ses avantages pour l'économie mondiale peuvent être réduits si, par exemple, les investisseurs délaissent les instruments de crédit des marchés émergents, comme en mai 2013. À l'époque, le président de la Fed, Ben Bernanke, avait évoqué une réduction de l'assouplissement quantitatif, provoquant une envolée du billet vert. Les rendements obligataires des marchés émergents ont aussi augmenté parce que, craignant de détenir des actifs en monnaies en baisse, les investisseurs étrangers se sont lancés dans des ventes massives. Les banques centrales de certains pays émergents ont alors même haussé leurs taux directeurs pour arrêter l'hémorragie. Heureusement, la réaction n'a pas été la même cette fois-ci. Mais il vaut la peine de surveiller de près l'évolution des marchés des capitaux d'emprunt des économies émergentes. Pour le moment, nous gardons confiance dans notre prévision de croissance mondiale de 3.6% l'an prochain, en tablant sur un maintien de taux directeurs bas. Mais cela suppose bien sûr qu'aucun des risques mentionnés plus tôt ne se matérialise au point de faire dérailler la tendance à la hausse de la demande.

États-Unis : Toujours solides

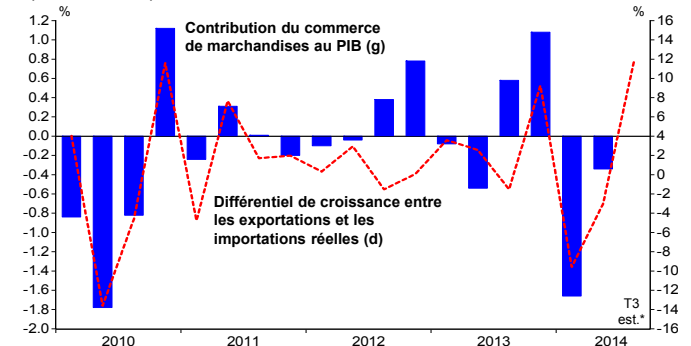
Devant les craintes renouvelées pour l'économie mondiale, les États-Unis sont une fois de plus vus par beaucoup comme un phare, une lueur d'espoir. La première économie du monde a le vent en poupe, portée par un secteur privé revigoré. Les investissements grimpent en flèche et les consommateurs semblent sur le point de se joindre au mouvement, surtout si l'on considère que le cycle de désendettement est terminé. Les exportations pourraient fléchir un peu avec un repli du dollar, mais cela n'empêchera pas l'économie américaine de croître d'environ 2.9% l'an prochain.

Les données du PIB du T3 n'étaient pas encore disponibles au moment de rédiger ces notes, mais il ressort clairement des chiffres mensuels que l'économie américaine a connu un nouveau trimestre solide. Frein au premier semestre, le commerce extérieur a fortement contribué au PIB du T3 puisque les importations ont diminué alors que les exportations restaient vigoureuses grâce à l'amélioration de l'économie mondiale. La demande intérieure était aussi ferme, en partie en raison des mises en chantier résidentielles qui ont de nouveau crû à un rythme annualisé de plus de 10% et aux investissements des entreprises. Ces derniers semblent avoir poursuivi la solide croissance du deuxième trimestre. Les biens d'équipement civils hors aéronautique, qui en sont représentatifs, ont en fait augmenté plus vite qu'au T2. Les dépenses de consommation ont continué de croître d'après les chiffres du commerce de détail, quoique moins vite que le trimestre précédent. Bref, l'économie américaine pourrait avoir gagné environ 3.2% en données annualisées au T3, ce qui est brillant après un T2 où l'économie chauffée à blanc a bondi le plus vite depuis huit ans.

Le dernier trimestre de 2014 s'annonce aussi prometteur, à en croire la poignée de données disponible jusque-là pour la période. Mais plus généralement, nous demeurons optimistes pour les perspectives des États-Unis l'an prochain. Les mesures extraordinaires de la Fed depuis la récession portent fruit : les marchés financiers fonctionnent bien, ce qui permet au crédit de circuler librement, tout au contraire de la situation européenne. En chiffres annualisés, les prêts commerciaux et industriels américains ont augmenté de plus de 10% un troisième trimestre de suite au T3. Ajouté à des perspectives nettement améliorées, cela explique sans doute le bond des investissements des sociétés. Mieux encore, la reprise des emprunts n'est pas limitée aux entreprises. Il a fallu du temps, mais les consommateurs semblent maintenant en mesure de profiter du crédit bon marché. L'endettement des ménages augmente en glissement annuel pour la première fois depuis six ans, même si on exclut les prêts d'études, qui ont explosé. De meilleures perspectives d'emploi, un fardeau de dette relativement faible (après le désendettement de la récession), de meilleures cotes de solvabilité (si bien que plus de ménages peuvent demander du crédit) et la persistance de faibles taux d'intérêt devraient aider les ménages à continuer d'emprunter, et donc permettre une augmentation des dépenses.

Le commerce extérieur probablement important dans le PIB du T3

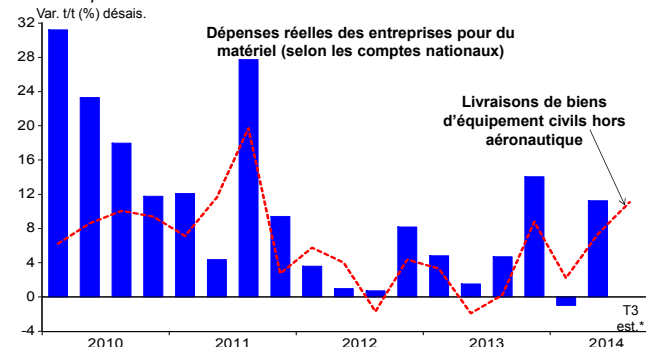
Exportations et importations réelles et contribution du commerce de marchandises



* À supposer qu'il n'y ait pas de changement en septembre
FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

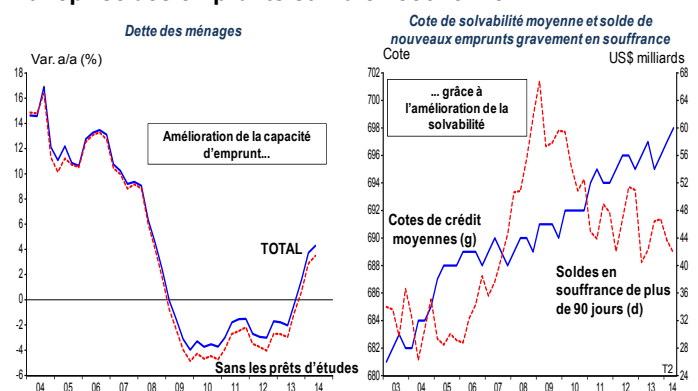
Les investissements resteront sans doute soutenus au T3

Investissements réels des entreprises et livraisons de biens d'équipement civils hors aéronautique



* À supposer qu'il n'y ait pas de changement en septembre
FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

La reprise des emprunts stimule l'économie

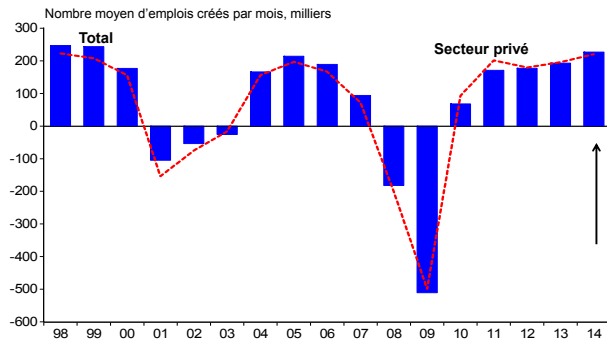


FBN Économie et Stratégie (données de la Fed de New York)

LE MENSUEL ÉCONOMIQUE

Meilleure création d'emplois dans le secteur privé depuis 1998

Emplois non agricoles des neuf premiers mois de l'année



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

États-Unis : L'ascension du dollar gérable pour le moment

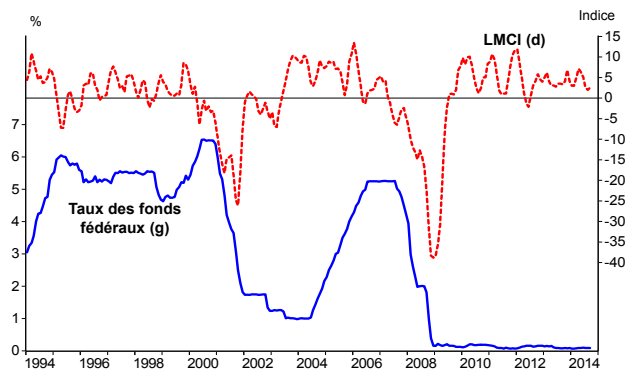
Dollar américain effectif réel



FBN Économie et Stratégie (données de la Banque des règlements internationaux)

La Fed a un nouvel indicateur de l'état du marché du travail

Labour Market Conditions index (LMCI)



FBN Économie et Stratégie (données de la Réserve fédérale américaine)

Dans cette perspective, nous nous attendons à ce que le marché du travail reste robuste en 2015. Il sera cependant difficile de faire mieux que cette année. Pendant les neuf premiers mois de 2014, il s'est créé en moyenne 227,000 emplois nets par mois, selon les effectifs salariés non agricoles, dont 220,000 par mois dans le seul secteur privé. C'était le meilleur début d'année depuis 1998. Ce bond s'explique par une hausse de l'embauche, mais aussi par un taux de licenciements relativement faible. Les inscriptions au chômage sont au plus bas depuis quatorze ans. La vague d'embauches a fait baisser le taux de chômage sous les 6% en septembre, et ce, pour la première fois en six ans.

Tant et si bien que la Réserve fédérale en est maintenant à réduire une partie de ses mesures de stimulation. À sa réunion de septembre, le FOMC a non seulement réaffirmé l'engagement à mettre fin à son programme d'achat d'actifs en octobre, mais a aussi présenté pour la première fois une stratégie pour ramener les taux des fonds fédéraux plus à la normale – ses *Policy Normalization Principles and Plans*. Les membres de la Fed s'attendent généralement à ce que les taux des fonds fédéraux commencent à monter l'an prochain – selon la moyenne de leurs projections, ces taux devraient se situer près de 1.25% d'ici la fin de 2015. Devant ces indices, les marchés ont tenu compte d'une certaine probabilité de hausse des taux d'intérêt ce qui a fait monter le cours du dollar américain. Certains investisseurs pourraient voir dans un renforcement du billet vert combiné à une hausse des taux directeurs un double revers pour l'économie américaine. Mais cela ne nous inquiète pas outre mesure pour le moment. D'une part, les exportations, qui risquent d'être le plus touchées, représentent moins de 14% du PIB américain, et ne sont donc pas un moteur principal de l'économie des États-Unis. D'autre part, le billet vert reste très concurrentiel en termes effectifs réels – même s'il s'appréciait encore de 20% en termes réels, il serait plus concurrentiel qu'il y a une douzaine d'années. Il ne faut pas non plus ignorer le rôle d'une hausse de l'USD dans la maîtrise de l'inflation, ce qui permettrait à la Fed de stabiliser les taux à un niveau plus bas que ce ne serait normalement le cas, donc de soutenir la croissance plus longtemps.

Quoi qu'il en soit, le FOMC agira avec prudence. Même s'il s'améliore, le marché du travail peut encore faire des progrès selon le nouvel indicateur de la Fed, le Labour Market Conditions Index, qui intègre 19 indicateurs du marché du travail, dont l'emploi, la durée de la semaine de travail, les salaires, les postes à pourvoir, l'embauche, les licenciements, les départs volontaires et les enquêtes auprès des consommateurs et des entreprises. Les hausses de taux pourraient être retardées si certains risques se matérialisent, p. ex., Europe, pandémie, etc. L'activité économique intérieure pourrait aussi être freinée si une fois de plus les élus gâchent l'expansion (on se souviendra du blocage de l'administration d'octobre 2013). Selon des sondages récents, les républicains pourraient remporter le contrôle de la Chambre des représentants et du Sénat aux élections de mi-mandat de novembre. La capacité de gouverner du président pourrait en être diminuée encore davantage.

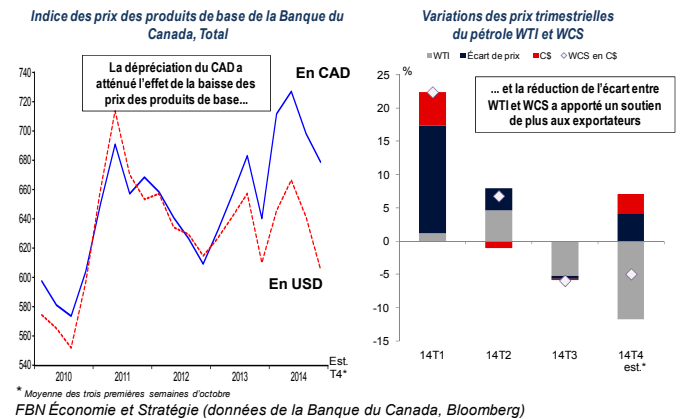
Canada : Le huard stabilisateur

La baisse des prix du pétrole n'est pas une bonne nouvelle pour le Canada, mais les perspectives économiques générales demeurent positives avec la résurgence des États-Unis et l'effet stabilisateur de la dépréciation du huard. Les exportations devraient rester le moteur de la croissance du Canada l'an prochain et on peut s'attendre à un soutien des investissements. Ces deux postes compenseront largement un ralentissement attendu de l'immobilier résidentiel et de la consommation. Nous gardons confiance dans notre prévision d'une accélération de la croissance à 2.5% en 2015. Mais la Banque du Canada, qui craint pour l'économie mondiale, reportera sans doute toute hausse des taux d'intérêt à la fin de l'an prochain.

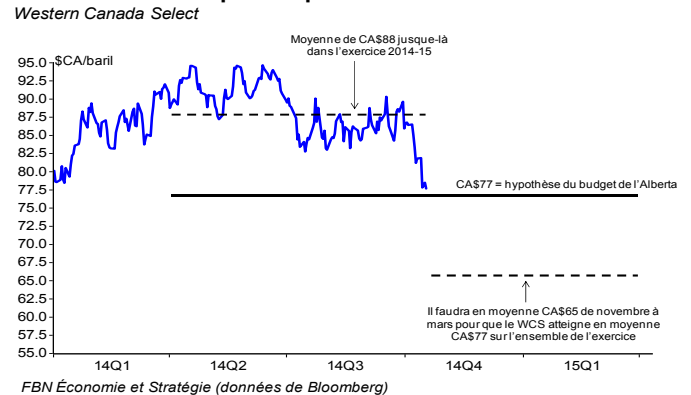
Le récent repli des prix du pétrole n'a pas rassuré les investisseurs au sujet des perspectives économiques du Canada. Cette baisse n'est pas une bonne nouvelle, mais elle n'annonce pas non plus des jours noirs pour le pays, car la dépréciation du dollar canadien a eu un effet stabilisateur pour nos exportateurs de produits de base. La diminution de l'écart de prix entre le brut West Texas Intermediate et le Western Canadian Select (la référence de nos exportateurs) a aussi été secourable. La baisse du prix du WCS ce trimestre devrait être beaucoup plus faible que celle du WTI plus largement suivi. Les produits de base autres que l'énergie s'en tirent aussi relativement bien : les producteurs forestiers et agricoles sont payés à des prix en CAD, qui sont encore élevés en termes historiques. Tout cela ne préfigure pas un puissant ralentissement économique et des difficultés budgétaires pour Ottawa et les provinces. En Alberta, par exemple, les projections de recettes basées sur l'hypothèse de CA\$77 le baril en moyenne pour 2014-2015 semblent plutôt prudentes, même si l'on tient compte du récent repli. Grâce à sa bonne tenue des six premiers mois de l'année budgétaire, le WCS dépassera la moyenne de référence, à moins de s'effondrer de novembre à mars et de descendre en moyenne sous CA\$65 le baril, ce qui est très peu probable.

Le marché du travail indique aussi que l'économie n'est pas sur le point de dérailler. Même s'il n'est pas spectaculaire, il produit encore des emplois. Certes, la volatilité de l'*Enquête sur la population active* cette année appelle une interprétation prudente de l'augmentation massive de 74K postes en septembre. Mais même sur la base plus fiable de la moyenne mobile de 12 mois, l'emploi a augmenté au rythme honorable de 13K postes par mois, dont la moitié dans le secteur privé. En septembre, l'emploi du secteur privé et à plein temps a battu des records et le taux de chômage est descendu à 6.8%, au plus bas depuis 2008. Même l'emploi des jeunes a repris cette année, progressant comme jamais depuis 2002 pour les 15-24 ans. Bref, les capacités excédentaires du marché du travail ont été nettement réduites. Plus généralement, la marge de capacités inutilisées est absorbée et l'économie pourrait être plus près du plein régime que ce que croit la Banque du Canada, c.-à-d., que la situation pourrait en fait être meilleure que ce qu'estime la banque centrale.

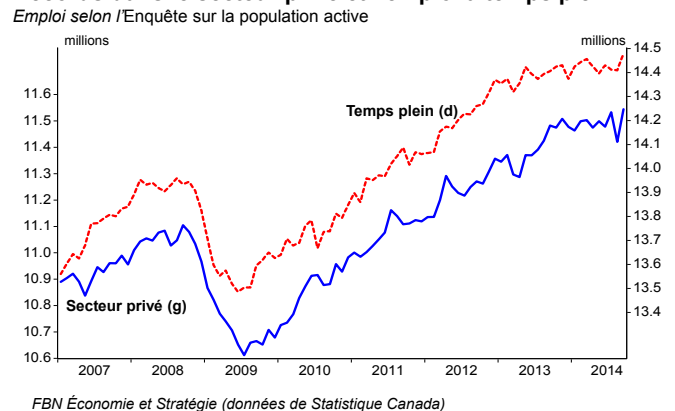
Canada : Les exportateurs de produits de base en partie protégés du tassement des prix



Alberta : Les finances publiques en bonne voie malgré la récente chute des prix du pétrole



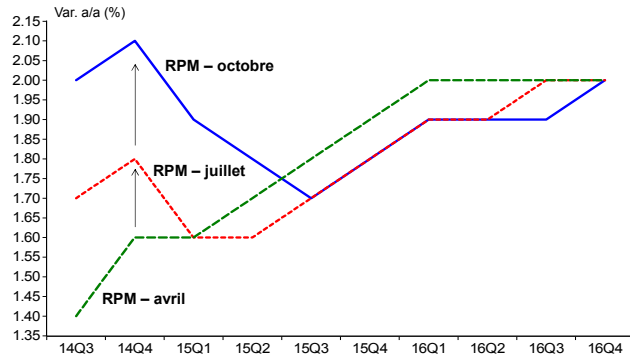
Records dans le secteur privé et l'emploi à temps plein



LE MENSUEL ÉCONOMIQUE

La BdC rehausse ses prévisions d'inflation de base

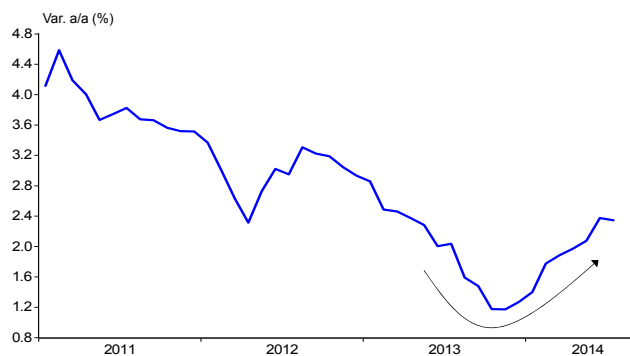
Prévisions de l'IPC de base de la Banque du Canada



FBN Économie et Stratégie (données de la Banque du Canada)

L'endettement des consommateurs accélère de nouveau

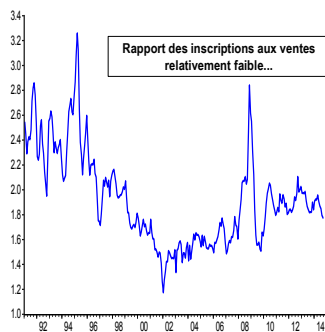
Crédit à la consommation



FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

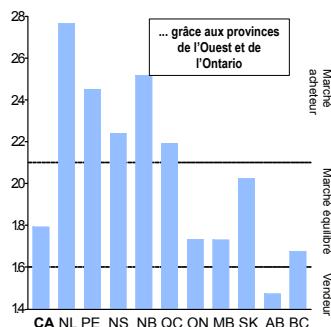
Le marché de l'immobilier résidentiel tient bon

Ratio nouvelles inscriptions/ventes, corrigé des effets saisonniers



FBN Économie et Stratégie (données du CREA)

Ratio nouvelles inscriptions/ventes en septembre 2014, corrigé des effets saisonniers



Marché acheteur
Marché équilibré
Vendeur

Dans le *Rapport sur la politique monétaire* d'octobre, la BdC a de nouveau reconnu qu'elle ne pouvait pas être sûre de l'ampleur de l'écart de production – « une incertitude considérable entoure les estimations de la marge de capacités excédentaires présente au sein de l'économie », écrit-elle. Elle a donc retenu une fourchette d'estimations large de 0.5-1.5%. Comme le taux d'inflation de base annuel reste au-dessus de 2% en septembre, l'écart se situe peut-être en réalité au bas de cette fourchette. Cela explique la série de révisions à la hausse des prévisions d'inflation de base de la BdC. Mais même avec une inflation de base plus soutenue, la banque centrale a une fois de plus indiqué clairement qu'elle n'est pas pressée d'augmenter les taux d'intérêt. Dans le RPM, elle a réitéré ses craintes des risques d'un ralentissement, notamment à cause de l'Europe. Vu les incertitudes de l'économie mondiale et la politique budgétaire canadienne (restrictions au Québec et en Ontario compensant les mesures de stimulation fédérales attendue), nous pensons que la BdC préférera continuer de pêcher par excès de prudence et retarder toute hausse des taux d'intérêt, probablement jusqu'au dernier trimestre de 2015.

La politique actuelle tranche nettement avec celle de l'époque Carney, qui prônait un penchant en faveur de la hausse des taux pour prévenir l'accumulation de dettes plutôt que d'avoir à ajuster la politique *a posteriori*, une fois que les problèmes se matérialiseront. Avec le gouverneur Stephen Poloz, si le « déséquilibre dans le secteur des ménages » est toujours mentionné, l'accent est plutôt mis sur la croissance. Ce changement d'attitude a clairement été négatif pour le dollar canadien et le restera sans doute encore un temps. La résurgence des exportations devrait donc être bien soutenue et rester le principal moteur de la croissance l'an prochain. Les faibles taux d'intérêt aideront aussi à ranimer les investissements, qui sont restés décevants jusque-là.

Entre-temps, les ménages canadiens continuent de profiter des taux d'intérêt minimes pour contracter des dettes, non seulement pour la consommation, mais aussi pour acheter des maisons. Cela explique pourquoi les prix à la revente continuent de battre des records – selon l'Indice de prix de maison Teranet-Banque Nationale, ils devraient croître de 5% de plus cette année. Le marché immobilier résidentiel est en surchauffe, particulièrement dans l'Ouest du Canada et en Ontario. Comme la BdC semble avoir les mains liées, le gouvernement fédéral pourrait intervenir avec de nouvelles mesures macroprudentielles l'an prochain. Cela aiderait à ramener le marché à un rythme plus durable, réduisant les risques à long terme d'un effondrement à l'américaine.

La politique budgétaire est toujours difficile à prévoir, mais on peut s'attendre à quelques cadeaux préélectoraux l'an prochain, comme des baisses d'impôt. Cependant, des budgets plus restrictifs dans les provinces centrales pourraient faire contrepoids. Globalement, nous gardons confiance dans notre prévision d'accélération de la croissance du PIB à 2.5% en 2015 (2.3% cette année), et nous attendons à ce que la croissance soit à nouveau soutenue par les exportations, mais avec l'aide supplémentaire des dépenses d'investissement qui devraient reprendre en raison des pressions sur les capacités dans plusieurs secteurs de l'économie.

LE MENSUEL ÉCONOMIQUE

États-Unis Scénario économique

(Variation annuelle en %)*						Q4/Q4		
	2011	2012	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Produit intérieur brut (\$2009 constants)	1.6	2.3	2.2	2.2	2.9	3.1	2.0	2.9
Dépenses personnelles	2.3	1.8	2.4	2.2	2.5	2.8	2.1	2.7
Construction résidentielle	0.5	13.5	11.9	1.9	4.3	6.9	3.2	4.0
Investissements des entreprises	7.7	7.2	3.0	5.9	4.1	4.7	5.2	3.6
Dépenses publiques	(3.0)	(1.4)	(2.0)	(0.6)	0.5	(1.9)	0.3	0.5
Exportations	6.9	3.3	3.0	3.6	6.8	5.1	3.4	6.5
Importations	5.5	2.3	1.1	3.5	3.5	2.5	3.7	4.2
Variation des stocks (milliards \$)	37.6	57.1	63.6	61.4	50.1	81.8	55.4	52.3
Demande intérieure	1.7	2.1	1.9	2.2	2.4	2.2	2.2	2.5
Revenu réel disponible	2.5	3.0	(0.2)	2.6	2.5	(1.9)	3.0	2.4
Emploi	0.6	1.8	1.0	1.6	1.7	0.6	2.1	1.7
Taux de chômage	8.9	8.1	7.4	6.2	5.8	7.0	5.9	5.6
Taux d'inflation	3.1	2.1	1.5	1.7	1.5	1.2	1.6	1.7
Bénéfices avant impôts	4.0	11.4	4.2	(0.9)	7.4	4.7	0.9	6.0
Solde budgétaire (compt. nat. milliards \$)	(1,249.6)	(1,060.8)	(675.0)	(560.0)	(390.0)	...	...	...
Compte courant (milliards \$)	(459.3)	(460.8)	(400.3)	(396.1)	(385.0)	...	...	...

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	actuel					2014	2015
	22/10/14	Q4 2014	Q1 2015	Q2 2015	Q3 2015		
Taux cible fonds fédéraux	0.25	0.25	0.25	0.50	1.00	0.25	1.50
Bons du Trésor 3 mois	0.02	0.03	0.01	0.52	1.15	0.03	1.44
Obligations fédérales							
2 ans	0.41	0.57	0.96	1.52	1.93	0.57	2.12
5 ans	1.46	1.61	1.86	2.24	2.47	1.61	2.61
10 ans	2.25	2.39	2.57	2.81	2.94	2.39	3.01
30 ans	3.01	3.13	3.29	3.52	3.59	3.13	3.63
Taux de change							
US\$/Euro	1.27	1.25	1.23	1.22	1.21	1.25	1.20
YEN/\$US	107	110	111	112	113	110	115

Financière Banque Nationale

** fin de période

LE MENSUEL ÉCONOMIQUE

Canada Scénario économique

(Variation annuelle en %)*						Q4/Q4		
	2011	2012	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Produit intérieur brut (\$constants, 2007)	2.5	1.7	2.0	2.3	2.5	2.7	2.2	2.4
Dépenses personnelles	2.3	1.9	2.4	2.5	2.3	2.6	2.3	2.2
Construction résidentielle	1.6	6.1	(0.3)	0.9	1.2	(0.0)	1.6	0.4
Investissements des entreprises	11.1	6.2	1.3	(0.3)	3.5	(0.2)	0.6	4.3
Dépenses publiques	(0.6)	1.0	0.3	(0.2)	0.2	(0.5)	0.3	0.0
Exportations	4.7	1.5	2.2	5.5	6.9	3.7	7.7	5.9
Importations	5.7	3.1	1.1	1.8	3.8	1.5	3.5	3.1
Variation des stocks (millions \$)	7,440	6,831	11,927	9,115	3,870	16,770	7,278	3,787
Demande intérieure	2.4	2.3	1.4	1.2	1.6	1.2	1.4	1.6
Revenu réel disponible	2.4	2.5	2.4	1.8	2.3	2.0	1.7	2.4
Emploi	1.5	1.2	1.3	0.7	1.2	0.9	0.7	1.3
Taux de chômage	7.4	7.3	7.1	7.0	6.7	7.0	6.9	6.5
Taux d'inflation	2.9	1.5	0.9	2.0	1.7	0.9	2.4	1.7
Bénéfices avant impôts	11.3	(4.9)	(1.7)	10.9	7.7	4.3	13.3	6.5
Solde budgétaire (milliards, \$)	(26.3)	(18.9)	(17.0)	(4.5)	5.0	....	....	....
Compte courant (milliards, \$)	(48.5)	(62.2)	(60.3)	(44.6)	(29.5)	....	....	....

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	actuel					2014	2015
	22/10/14	Q4 2014	Q1 2015	Q2 2015	Q3 2015		
Taux à un jour	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.50
Taux préférentiel	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.50
Bons du Trésor 3M	0.88	0.96	0.96	0.96	1.23	0.96	1.47
Obligations fédérales							
2 ans	0.98	1.14	1.16	1.55	1.82	1.14	2.10
5 ans	1.43	1.62	1.77	2.10	2.33	1.62	2.54
10 ans	1.96	2.17	2.34	2.57	2.73	2.17	2.88
30 ans	2.53	2.71	2.84	3.06	3.19	2.71	3.31
Taux de change							
CAD par USD	1.12	1.12	1.13	1.15	1.17	1.12	1.15
Prix du pétrole (WTI), \$U.S.	81	83	85	87	85	83	85

Financière Banque Nationale

** fin de période

LE MENSUEL ÉCONOMIQUE

GRUPE ÉCONOMIE ET STRATÉGIE

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

Généralités : Banque Nationale Marchés financiers est une unité de Financière Banque Nationale Inc. (FBN), filiale en propriété exclusive indirecte et division de la Banque Nationale du Canada. Ce rapport a été produit par FBN. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes. • Les informations contenues dans les présentes proviennent de sources que nous jugeons fiables, toutefois nous n'offrons aucune garantie à l'égard de ces informations qui 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 dans les présentes.

• **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 ou pour effectuer une opération, les résidents du Canada doivent 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 titres ou instruments financiers connexes en question, que ce soit à titre de mandataire ou pour leur propre compte. Elles peuvent agir dans la tenue d'un marché pour ces titres ou instruments financiers connexes ou avoir déjà agi à ce titre ou 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'achat ou de souscription des 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 pas 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 écrit préalable de la Financière Banque Nationale n'ait été à chaque fois obtenu.



**BANQUE
NATIONALE**

MARCHÉS FINANCIERS

Une division de la Banque Nationale du Canada