

22 février 2021 – (Vol. V, No. 25)

Le chaînon manquant dans la prévision macroéconomique de la BdC

Par Warren Lovely, Stéfane Marion, Matthieu Arseneau

Dans les statistiques économiques, le taux de chômage est une notion assez élémentaire. C'est un concept assez simple – le nombre de chômeurs exprimé en proportion de la population active d'un pays ou d'une région – pour être largement compris. C'est en partie pour cela que les médias de masse font tant état du taux de chômage. L'idée passe le test du « monsieur ou madame Tout-le-Monde » en termes de traduisibilité en langage commun. Le taux de chômage n'est peut-être pas le meilleur indicateur unique pour exprimer la performance du marché du travail; beaucoup d'économistes considèrent le taux d'emploi comme un indicateur plus fidèle de l'utilisation de la main-d'œuvre, puisqu'il n'est pas affecté par le taux de participation à la population active (captant mieux l'effet des travailleurs potentiels découragés).

Il va sans dire que, comme concept statistique, le taux de chômage a ses limites. Mais une statistique sans nuances, sans particularités techniques, sans lacunes, cela existe-t-il? Le PIB et les écarts de production qui en résultent, l'inflation dans ses diverses formes, même le niveau de l'emploi selon les enquêtes, tous ces indicateurs sont empreints de complexités, de lourdeurs statistiques et d'erreurs d'estimation. Ainsi va la vie dans la science imparfaite qu'est l'économie.

Chose intéressante, le taux de chômage est une des données de base les plus vitales dans les tests de résistance et les projections de la santé financière du secteur bancaire, étant si étroitement corrélé avec le comportement des consommateurs, l'activité de l'immobilier résidentiel, les pertes sur prêts, etc. Au-delà du cercle restreint des banques, il faut bien voir que dans le monde d'aujourd'hui, plus sensible aux facteurs ESG – où il est impossible d'ignorer les considérations sociales, comme l'égalité des revenus –, le taux de chômage (aussi imparfaite cette notion fût-elle) pourrait présenter une image plus fidèle de la manière dont une économie et ses agents se portent que la notion plus ésotérique de l'écart de production.

Bref, un peu partout, le taux de chômage est si utile et si pratique qu'il y a de bonnes chances qu'on le trouve dans le peloton de tête des variables de projections économiques les plus largement et le plus uniformément employées. Il n'y a pas un seul service économique du secteur privé qui omette d'inclure le taux de chômage dans ses éléments de prévision de base; or les économistes du secteur privé ne sont pas ceux qui accordent le plus d'attention au chômage. Le taux de chômage occupe aussi une place de choix dans les budgets des gouvernements (au Canada et ailleurs).

Les autorités monétaires lui reconnaissent aussi une certaine valeur. Jetez un œil aux plus vénérables banques centrales du monde et vous constaterez que la plupart offrent des prévisions du taux de chômage au coude-à-coude avec l'inflation et le PIB réel. Certes, nous comprenons que certaines banques centrales ont un mandat qui dépasse la seule stabilité des prix. La Fed notamment a un double mandat dont un des volets est l'objectif de l'emploi maximum. Il est donc parfaitement logique que la Fed tienne compte du taux de chômage comme une des quatre variables macro-économiques de base dans son Sommaire des projections économiques trimestriel. La RBNZ, avec son double mandat (stabilité des prix + emploi maximum), offre aussi une prévision du taux de chômage (avec toute une gamme d'autres variables).

Mais il y a des cas bien connus où, malgré un mandat de politique monétaire défini plus étroitement (centré sur la stabilité des prix), les banques centrales jugent le taux de chômage suffisamment important pour leurs prévisions. Nous pensons ici à la Banque centrale européenne, à la Banque d'Angleterre (qui offre toute la gamme possible de prévisions macroéconomiques), à la Banque de réserve d'Australie, la Riksbank de Suède, la Norges Bank de Norvège et la Banque d'Israël, pour n'en citer que quelques-unes.

Et puis, il y a la Banque du Canada, avec son *Rapport sur la politique monétaire* trimestriel. Un RPM est généralement rempli de prévisions de la croissance mondiale, du PIB canadien (y compris les composantes principales basées sur les dépenses), de la production potentielle et de l'IPC d'ensemble. Mais pas une ligne sur le taux de chômage. Si la BdC a une opinion sur le chômage (et on peut présumer qu'elle en a une), elle ne la couche pas sur papier.

Là encore, nous comprenons que le mandat de la Banque du Canada porte sur la stabilité des prix, ciblant plus précisément le point médian d'une fourchette de maîtrise de l'inflation de 1% à 3%. Nous ne plaidons pas nécessairement pour un changement de mandat de la politique monétaire non plus, considérant que le cadre existant fonctionne relativement bien. Mais il existe néanmoins quelques bonnes raisons – à la fois dans une perspective de politique monétaire et de système financier – pour envisager d'ajouter le taux de chômage au tableau des prévisions macroéconomiques de la BdC. On pourrait même dire que les indications prospectives de la Banque seraient plus crédibles si elles révélaient ses perspectives sous-jacentes pour le marché du travail. Après tout, dans un monde post-pandémie un déterminant clé du succès/de la reprise sera assurément le nombre de Canadiens qui seront retournés au travail et la proportion de Canadiens qui resteront sans emploi. Cela pourrait être une considération aussi importante dans la conduite future de la politique monétaire que le degré d'écart entre le PIB réel et son niveau potentiel théorique.

Dans l'état actuel des choses, le taux de chômage est en quelque sorte le chaînon manquant dans les perspectives économiques de la Banque. L'inclusion de cette variable dans la prévision officielle pourrait (à notre avis) être réalisée sans trop de difficulté. Alors on peut classer cela dans la catégorie des « commentaires non sollicités », mais notre équipe de prévision/société apprécierait une plus grande visibilité de notre banque centrale sur la question clé de la santé du marché du travail.

Tableau : Un certain nombre de grandes banques centrales considèrent le taux de chômage comme une variable économique clé pour les prévisions

Comparaison des éléments de prévision macroéconomiques clés de certaines banques centrales

Pays/région	Canada	États-Unis	Zone euro	Japon	Royaume-Uni	Australie	Nouvelle-Zélande	Suisse	Suède	Norvège	Israël
Banque centrale	BdC	Fed	BCE	BdJ	BdA	RBA	RBNZ	BNS	Riksbank	Norges	BoI
Monnaie	CAD	USD	EUR	JPY	GBP	AUD	NZD	CHF	SEK	NOK	ILS
Objectif principal de la PM	SP	SP+EMD	SP	SP	SP	SP	SP+EMD	SP	SP	SP	SP
Comparaison éclair des principaux éléments de prévision économique présentés dans les documents de politique monétaire officiels :											
Inflation	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
PIB réel	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	Fourchette	✓	✓	✓
Taux de chômage	✗	✓	✓	✗	✓	✓	✓	✗*	✓	✓	✓

Source : FBN, banques centrales (rapports sur la politique monétaire/communiqués) | Nota : L'objectif principal de la PM renvoie au mandat ou à l'objectif principal de la politique monétaire, qui, dans la plupart des cas est centré sur une forme de stabilité des prix (SP) mise en œuvre par le ciblage du taux d'inflation; dans le cas de la Fed et de la RBNZ, l'emploi maximum durable (EMD) est aussi un objectif officiel de la politique monétaire, ce qui se traduit par un double mandat; dans de nombreux cas, les prévisions économiques ne sont pas limitées à l'inflation, au PIB réel et au taux de chômage, certains donnant des indications prospectives complètes; dans le cas de la BNS, les prévisions de taux de chômage ne sont pas présentées, bien que des indications prospectives directionnelles le soient (p. ex., « il est probable que le chômage augmente de nouveau... »)

Extrait : Comparaison de la prévision du RPM de la BdC avec les grandes banques centrales offrant régulièrement des prévisions du taux de chômage/marché du travail

Nota : Ce qui suit est un échantillon d'informations publiées; dans certains cas des données ou des scénarios plus détaillés sont fournis

Banque du Canada (exemple tiré du *Rapport sur la politique monétaire*, publié trimestriellement)

Tableau 2 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel

Points de pourcentage*

	2019	2020	2021	2022	2023
Consommation	1,0 (1,0)	-3,7 (-3,9)	1,7 (2,4)	3,1 (2,3)	1,9
Logement	0,0 (0,0)	0,3 (0,1)	0,7 (0,6)	0,0 (0,0)	0,0
Administrations publiques	0,4 (0,4)	0,0 (0,0)	1,3 (1,3)	0,6 (0,2)	0,4
Investissements en capital fixe des entreprises	0,1 (0,0)	-1,2 (-1,2)	0,3 (0,1)	0,8 (0,7)	0,5
Total partiel : demande intérieure finale	1,5 (1,3)	-4,6 (-5,0)	4,0 (4,4)	4,5 (3,2)	2,8
Exportations	0,5 (0,4)	-3,0 (-3,0)	1,7 (1,3)	1,9 (1,5)	1,0
Importations	-0,2 (-0,2)	3,9 (3,5)	-2,8 (-2,4)	-1,9 (-1,4)	-1,3
Total partiel : exportations nettes	0,3 (0,2)	0,9 (0,5)	-1,1 (-1,1)	0,0 (0,1)	-0,3
Stocks	0,2 (0,1)	-1,8 (-1,2)	1,1 (0,9)	0,3 (0,4)	0,0
PIB	1,9 (1,7)	-5,5 (-5,7)	4,0 (4,2)	4,8 (3,7)	2,5
Pour mémoire (taux de variation) :					
Fourchette de la production potentielle	1,5-2,1 (1,5-2,1)	0,1-1,3 (0,1-1,3)	0,2-1,6 (0,2-1,6)	0,3-1,9 (0,3-1,9)	0,2-2,2 (0,2-2,2)
Revenu intérieur brut réel	1,9 (1,6)	-6,5 (-6,3)	5,2 (4,6)	4,9 (3,6)	2,3
Inflation mesurée par l'IPC	1,9 (1,9)	0,7 (0,6)	1,6 (1,0)	1,7 (1,7)	2,1

INSÉRER ICI : Pour la Banque du Canada, une prévision du taux de chômage serait un ajout utile aux principaux tableaux de prévision économique présentés dans le Rapport sur la politique monétaire



Tableau 3 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne

Taux de variation sur un an*

	2020			2021	2019	2020	2021	2022	2023
	T2	T3	T4	T1	T4	T4	T4	T4	T4
Inflation mesurée par l'IPC	0,0 (0,0)	0,2 (0,2)	0,7 (0,2)	0,9	2,1 (2,1)	0,7 (0,2)	1,5 (1,3)	1,9 (1,8)	2,1
PIB réel	-12,5 (-13,0)	-5,2 (-4,4)	-4,1 (-4,3)	-2,9	1,7 (1,5)	-4,1 (-4,3)	4,6 (3,8)	2,9 (3,0)	2,7
Taux de variation sur un trimestre (chiffres annualisés)	-38,1 (-38,7)	40,5 (47,5)	4,8 (1,0)	-2,5					

Réserve fédérale américaine (exemple du *Summary of Economic Projections*, présenté trimestriellement)

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, December 2020

Percent

Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2020	2021	2022	2023	Longer run	2020	2021	2022	2023	Longer run	2020	2021	2022	2023	Longer run
Change in real GDP	-2.4	4.2	3.2	2.4	1.8	-2.5--2.2	3.7-5.0	3.0-3.5	2.2-2.7	1.7-2.0	-3.3--1.0	0.5-5.5	2.5-4.0	2.0-3.5	1.6-2.2
September projection	-3.7	4.0	3.0	2.5	1.9	-4.0--3.0	3.6-4.7	2.5-3.3	2.4-3.0	1.7-2.0	-5.5--1.0	0.0-5.5	2.0-4.5	2.0-4.0	1.6-2.2
Unemployment rate	6.7	5.0	4.2	3.7	4.1	6.7-6.8	4.7-5.4	3.8-4.6	3.5-4.3	3.9-4.3	6.6-6.9	4.0-6.8	3.5-5.8	3.3-5.0	3.5-4.5
September projection	7.6	5.5	4.6	4.0	4.1	7.0-8.0	5.0-6.2	4.0-5.0	3.5-4.4	3.9-4.3	6.5-8.0	4.0-8.0	3.5-7.5	3.5-6.0	3.5-4.7
PCE inflation	1.2	1.8	1.9	2.0	2.0	1.2	1.7-1.9	1.8-2.0	1.9-2.1	2.0	1.1-1.4	1.2-2.3	1.5-2.2	1.7-2.2	2.0
September projection	1.2	1.7	1.8	2.0	2.0	1.1-1.3	1.6-1.9	1.7-1.9	1.9-2.0	2.0	1.0-1.5	1.3-2.4	1.5-2.2	1.7-2.1	2.0
Core PCE inflation ⁴	1.4	1.8	1.9	2.0		1.4	1.7-1.8	1.8-2.0	1.9-2.1		1.3-1.5	1.5-2.3	1.6-2.2	1.7-2.2	
September projection	1.5	1.7	1.8	2.0		1.3-1.5	1.6-1.8	1.7-1.9	1.9-2.0		1.2-1.6	1.5-2.4	1.6-2.2	1.7-2.1	
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	0.1	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1	0.1	0.1-0.4	2.3-2.5	0.1	0.1	0.1-0.4	0.1-1.1	2.0-3.0
September projection	0.1	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1	0.1	0.1-0.4	2.3-2.5	0.1	0.1	0.1-0.6	0.1-1.4	2.0-3.0

Banque centrale européenne (exemple des *Projections macroéconomiques*, présentées trimestriellement)

	December 2020				September 2020		
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022
Real GDP	-7.3	3.9	4.2	2.1	-8.0	5.0	3.2
Private consumption	-8.3	4.3	5.7	1.8	-8.0	5.9	3.4
Government consumption	1.5	2.5	0.6	1.1	1.7	1.7	1.0
Gross fixed capital formation	-10.1	5.0	6.5	3.7	-12.3	6.3	6.1
Exports ¹⁾	-11.0	6.5	4.9	3.5	-13.7	7.4	4.5
Imports ¹⁾	-10.7	6.3	6.1	3.8	-11.7	7.0	5.0
Employment	-1.8	-0.9	1.8	1.0	-2.3	0.1	1.3
Unemployment rate (percentage of labour force)	8.0	9.3	8.2	7.5	8.5	9.5	8.8
HICP	0.2	1.0	1.1	1.4	0.3	1.0	1.3
HICP excluding energy	1.0	1.0	1.1	1.3	1.1	1.0	1.2
HICP excluding energy and food	0.7	0.8	1.0	1.2	0.8	0.9	1.1
HICP excluding energy, food and changes in indirect taxes ²⁾	0.8	0.7	1.0	1.2	0.9	0.8	1.1
Unit labour costs	4.8	-1.1	-0.3	1.2	4.3	-1.7	0.1
Compensation per employee	-1.1	3.6	2.1	2.3	-1.8	3.1	2.0
Labour productivity	-5.6	4.8	2.4	1.1	-5.8	4.9	1.9
General government budget balance (percentage of GDP)	-8.0	-6.1	-3.9	-3.0	-8.8	-4.9	-3.6
Structural budget balance (percentage of GDP) ³⁾	-5.5	-3.8	-2.8	-2.6	-2.0	-2.5	-2.6
General government gross debt (percentage of GDP)	98.4	99.9	98.3	97.8	100.7	100.0	98.9
Current account balance (percentage of GDP)	1.9	2.1	1.9	1.9	2.0	2.6	2.6

Banque d'Angleterre (exemple du *Monetary Policy Report*, présenté trimestriellement)

	Averages		Projections			
	1998–2007	2010–19	2020	2021	2022	2023
World GDP (UK-weighted) ^(c)	3	2¼	-4¾ (-5¼)	4¾ (5½)	5 (3¾)	2¼ (2½)
World GDP (PPP-weighted) ^(d)	4	3½	-4 (-4½)	6 (7)	5¼ (4¾)	3½ (3¾)
Euro-area GDP ^(e)	2¼	1½	-7 (-6¾)	3½ (6)	6½ (3¼)	1¾ (2)
US GDP ^(f)	3	2¼	-3½ (-3¾)	6½ (4)	3¼ (3¾)	1¾ (2¼)
Emerging market GDP (PPP-weighted) ^(g)	5½	5	-3 (-4)	6¾ (8¼)	5¾ (5½)	4½ (4¾)
of which, China GDP ^(h)	10	7¾	2¼ (1½)	8½ (8½)	5½ (5½)	5¼ (5¼)
UK GDP⁽ⁱ⁾	3	1¾	-10 (-11)	5 (7¼)	7¼ (6¼)	1¼ (1¾)
Household consumption ^(j)	3¼	1¾	-12¼ (-11¼)	4¼ (8¼)	11¾ (4¼)	1 (2)
Business investment ^(k)	2¾	3¾	-15 (-18¾)	4 (5¾)	12 (13¼)	4½ (4¾)
Housing investment ^(l)	3¼	3¾	-10½ (-19¼)	10¾ (13¼)	3½ (12½)	6¼ (5¾)
Exports ^(m)	4¼	3¼	-13½ (-11¾)	-3 (-1¼)	5½ (3¼)	4¼ (3)
Imports ⁽ⁿ⁾	5¾	3½	-19 (-18¼)	5¼ (7¾)	12¾ (6)	3½ (3)
Contribution of net trade to GDP ^(o)	-¼	-¼	2 (2¼)	-2½ (-2¾)	-2¼ (-1)	0 (0)
Real post-tax labour income ^(p)	3¼	1¼	1½ (0)	-1 (¼)	1 (2¼)	1¾ (2)
Household saving ratio ^(q)	8	8½	17¾ (15¼)	15¼ (10¾)	6½ (8½)	6½ (8)
Credit spreads ^(r)	¾	2½	2 (2¼)	2¼ (2¼)	2¼ (2¼)	2 (2)
Excess supply/Excess demand^(s)	0	-1¾	-1¼ (-2)	-1¼ (-1¼)	+¼ (+¼)	0 (+¼)
Hourly labour productivity ^(t)	2¼	½	2¾ (1¾)	-3¼ (-2¼)	2 (1¾)	½ (½)
Employment ^(u)	1	1¼	-1¼ (-3)	-¾ (¾)	2¼ (2¾)	1¼ (1¼)
Average weekly hours worked ^(v)	32¼	32	29¾ (29½)	32¼ (32)	32 (32)	32 (32)
Unemployment rate ^(w)	5¼	6	5¼ (6¼)	6½ (6¾)	5 (5)	4½ (4¼)
Participation rate ^(x)	63	63½	63¾ (63½)	63¾ (64)	64 (64)	64 (64)
CPI inflation^(y)	1½	2¼	½ (½)	2 (2)	2¼ (2)	2 (2)
UK import prices ^(z)	0	1½	1¾ (1¼)	-½ (-¼)	0 (¼)	0 (¼)
Energy prices – direct contribution to CPI inflation ^(aa)	¼	¼	-½ (-½)	½ (¼)	0 (0)	0 (0)
Average weekly earnings ^(ab)	4¼	2¼	4¼ (1)	¾ (2¼)	2½ (2½)	2¼ (3¼)
Unit labour costs ^(ac)	3	1½	13½ (11)	-8¼ (-7)	2½ (2¼)	2¼ (2¾)
Private sector regular pay based unit wage costs ^(ad)	1¾	1¾	14 (10¾)	-5¾ (-5¼)	2 (3¼)	3 (3¼)

Banque de réserve d'Australi (exemple du *Statement on Monetary Policy*, présenté trimestriellement)

Table 5.1: Output Growth and Inflation Forecasts ^{(a)(b)}

Per cent

	Year-ended					
	Dec 2020	June 2021	Dec 2021	June 2022	Dec 2022	June 2023
GDP growth	-2	8	3½	3½	3½	3
(previous)	(-4½)	(6)	(4½)	(3½)	(3½)	(n/a)
Unemployment rate ^(c)	6.8	6½	6	5½	5½	5¼
(previous)	(7¾)	(7¼)	(6¾)	(6½)	(6¼)	(n/a)
CPI inflation	0.9	3	1½	1½	1½	1¾
(previous)	(½)	(2¼)	1	(1¼)	(1½)	(n/a)
Trimmed mean inflation	1.2	1¼	1¼	1½	1½	1¾
(previous)	(1)	(1¼)	(1)	(1¼)	(1½)	(n/a)
	Year-average					
	2020	2020/21	2021	2021/22	2022	2022/23
GDP growth	-2½	0	4	4	3½	3
(previous)	(-3½)	(-2)	(3)	(4½)	(3½)	(n/a)

Banque de réserve de Nouvelle-Zélande (exemple du *Monetary Policy Statement*, présenté trimestriellement)

TABLE 6.5

Summary of baseline scenario

(annual percent change for March years unless specified otherwise)

March year	Actuals									Baseline scenario		
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
Price measures												
CPI	0.9	1.5	0.3	0.4	2.2	1.1	1.5	2.5	0.6	0.9	1.5	
Labour costs	1.8	1.7	1.8	1.8	1.5	1.9	2.0	2.4	1.2	1.2	2.1	
Export prices (in New Zealand dollars)	-4.8	11.5	-9.2	-0.3	3.9	3.2	1.3	7.4	-6.0	2.0	2.0	
Import prices (in New Zealand dollars)	-3.9	-3.0	-3.4	1.2	0.7	1.9	4.3	2.6	-3.6	0.1	0.2	
Monetary conditions												
OCR (year average)	2.5	2.5	3.4	2.9	2.0	1.8	1.8	1.2	0.3			
TWI (year average)	74.0	77.6	79.3	72.6	76.5	75.6	73.4	71.7	71.2	71.5	71.5	
Output												
GDP (production, annual average % change)	2.2	2.6	3.6	3.6	3.7	3.1	3.1	1.5	-4.2	4.3	3.7	
Potential output (annual average % change)	2.1	2.6	3.0	3.1	3.1	3.0	2.6	2.0	-1.7	4.2	1.4	
Output gap (% of potential GDP, year average)	-1.5	-1.4	-0.8	-0.4	0.2	0.3	0.8	0.3	-2.2	-2.1	0.1	
Labour market												
Total employment (seasonally adjusted)	0.1	4.0	3.6	2.3	5.9	3.0	1.5	2.4	-1.8	0.4	2.0	
Unemployment rate (March qtr, seasonally adjusted)	5.8	5.6	5.5	5.3	4.9	4.4	4.2	4.2	6.2	6.1	5.4	
Trend labour productivity	0.9	0.7	0.5	0.4	0.2	0.1	0.2	0.3	0.6	0.9	0.9	

Riksbank de Suède (exemple du *Monetary Policy Report*, présenté cinq fois par an)

Table 6. Production and employment

Annual percentage change unless otherwise specified

	2019	2020	2021	2022	2023
Population, 15–74 years	0.7 (0.7)	0.4 (0.4)	0.3 (0.4)	0.4 (0.4)	0.4 (0.4)
Potential hours worked	0.8 (0.8)	0.7 (0.7)	0.6 (0.6)	0.6 (0.5)	0.5 (0.5)
Potential GDP	1.7 (1.7)	1.6 (1.6)	1.6 (1.6)	1.6 (1.6)	1.7 (1.7)
GDP, calendar-adjusted	1.4 (1.3)	-3.1 (-4.2)	2.9 (2.5)	3.9 (5.0)	2.6 (2.4)
Hours worked, calendar-adjusted	-0.3 (-0.3)	-3.8 (-4.3)	1.4 (0.6)	2.8 (3.6)	1.6 (1.6)
Employed, 15–74 years	0.7 (0.7)	-1.3 (-1.5)	0.4 (-0.3)	1.2 (1.5)	1.1 (1.4)
Labour force, 15–74 years	1.1 (1.2)	0.3 (0.3)	0.6 (0.7)	0.6 (0.6)	0.5 (0.5)
Unemployment, 15–74*	6.8 (6.8)	8.3 (8.4)	8.5 (9.4)	7.9 (8.5)	7.4 (7.7)
GDP gap**	0.9 (0.9)	-3.7 (-4.8)	-2.5 (-4.1)	-0.3 (-0.8)	0.6 (-0.1)
Hours gap**	0.8 (0.8)	-3.8 (-4.2)	-3.0 (-4.2)	-0.7 (-1.2)	0.2 (-0.2)

Norges Bank de Norvège (exemple du *Monetary Policy Report*, présenté trimestriellement)

Table 3 Projections for main economic aggregates

Change from projections in <i>Monetary Policy Report 3/20</i> in brackets	In billions of NOK 2019	Percentage change from previous year (unless otherwise stated)				
		2019	2020	2021	2022	2023
Prices and wages						
CPI	2.2	1.3 (-0.3)	2.2 (-0.9)	2.0 (0.1)	1.7 (0.1)	
CPI-ATE	2.2	3.0 (-0.1)	2.1 (-0.2)	1.4 (-0.3)	1.5 (0.0)	
Annual wages	3.5	2.2 (0.3)	2.0 (-0.1)	2.3 (0.0)	2.8 (0.0)	
Real economy¹						
Gross domestic product (GDP)	3568	0.9	-1.3 (0.5)	4.0 (0.2)	3.1 (0.2)	1.6 (-0.3)
GDP, mainland Norway	3068	2.4	-3.5 (0.1)	3.7 (0.0)	3.1 (0.4)	1.5 (-0.3)
Output gap, mainland Norway (level)	0.2	-3.3 (0.1)	-1.6 (0.2)	0.0 (0.6)	0.2 (0.4)	
Employment, persons, QNA	1.6	-1.6 (0.4)	0.3 (-0.2)	1.8 (0.1)	0.9 (-0.1)	
Registered unemployment rate (level)	2.3	5.0 (0.0)	3.2 (0.0)	2.5 (-0.2)	2.4 (-0.1)	
Demand¹						
Mainland demand	3191	2.2	-4.8 (0.1)	3.7 (-1.3)	4.5 (0.7)	2.2 (-0.4)
- Household consumption	1590	1.5	-8.3 (-0.8)	5.9 (-1.8)	7.5 (2.1)	3.1 (-0.1)
- Business investment	325	5.6	-7.3 (5.3)	-6.3 (1.3)	5.4 (-0.4)	4.3 (-1.1)
- Housing investment	195	-1.7	-7.5 (-1.8)	4.7 (-0.6)	3.8 (-0.3)	2.3 (-1.0)
- Public demand	1081	2.9	1.6 (-0.1)	3.4 (-1.1)	0.2 (-0.6)	0.2 (-0.7)
Petroleum investment	178	12.6	-6.0 (-3.0)	-6.0 (6.0)	-4.0 (-2.0)	10.0 (2.0)
Mainland exports	701	4.7	-8.6 (0.1)	3.8 (1.2)	5.6 (0.1)	3.6 (-0.6)
Imports	1242	4.7	-12.5 (0.0)	5.1 (0.4)	7.9 (1.2)	4.8 (0.0)
House prices and debt						
House prices	2.6	4.4 (0.7)	6.7 (1.5)	2.4 (-1.3)	1.8 (-0.8)	
Credit to households (C2)	5.0	4.9 (0.1)	4.8 (0.5)	4.4 (0.2)	4.4 (0.2)	
Interest rate, exchange rate and oil price						
Policy rate (level)	1.1	0.4 (0.0)	0.0 (0.0)	0.3 (0.2)	0.8 (0.3)	

Banque d'Israël (exemple du *Monetary Policy Report*, présenté au moins deux fois par an)

Table 4
Research Department Forecast
(Rate of change in percent, unless otherwise noted)

Forecast for year:	2020						2021						2022			
Date of forecast	07/20	08/20		10/20		01/21	07/20	08/20		10/20		01/21		01/21		
Scenario	Control		Severe				Control		Severe		Rapid vaccination	Slow vaccination	Rapid vaccination	Slow vaccination		
GDP	-6.0	-4.5	-7.0	-5.0	-6.5	-3.7	7.5	6	3	6.5	1	6.3	3.5	5.8	6.0	
Private consumption	-6.5	-7.5	-10.5	-8.9	-10.5	-11.0	8.5	9	6.5	9.9	4.9	12.5	7.5	8.0	10.5	
Fixed capital formation (excluding ships and aircraft)	-13.5	-7.5	-8.5	-7.7	-8.2	-7.5	5.5	4.5	1.0	3.9	0.3	3.5	-1.5	8.5	7.5	
Public consumption (excluding defense imports)	4.5	7.0	7.0	-7.1	7.1	3.0	2.5	1.0	1.5	0.9	1.2	6.5	6.5	-1.0	-1.0	
Exports (excluding diamonds and startups)	-13.0	-4.0	-6.5	-3.6	-4.4	1.5	7.5	4.0	2.0	3.9	1.3	3.0	2.0	4.5	4.5	
Civilian imports (excluding diamonds, ships and aircraft)	-14.0	-7.5	-10.0	-8.0	-8.7	-12.0	6.5	7.0	4.5	6.5	4.9	11.0	6.5	1.5	10.5	
Unemployment rate (ages 25-64, yearly average)	6.2	4.9	5.9	4.2	4.5		7.4	6.9	9.2	6.9	9.4					
Employment rate (ages 25-64, yearly average)	74.9	74.2	75.5	75.2			72.6	70.8	72.6	70.6						
Broad unemployment rate (ages 15+, yearly average)	13.9	15.0	15.7	16.6	15.8		9.5	12.6	10	16.7	9.6	12.5	6.2	8.5		
Broad unemployment rate - end of year (ages 15+, yearly average)	11.6	13.6	16.7	20.2	16.3		7.7	12.1	7.8	13.9	7.7	11.0	5.4	7.0		
Government deficit (percent of GDP)			13.0	13.0	12.0				8.0	11.0	8.0	11.0	3.6-4	6.0		
Inflation rate ^a	-1.1	-1.0	-1.5				0.7	0.4	0.9	0.6	0.1					
Date of forecast	07/20	08/20		10/20		01/21										
Scenario	Control		Severe		Rapid vaccination		Slow vaccination									
Inflation in the coming year ^b	-0.1	0	-0.6	0.3	-0.2	0.6	0.1									
Inflation in 1 year from now ^c	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1									

Économie et Stratégie

Bureau Montréal 514 879-2529

Stéfane Marion

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

Paul-André Pinonnault

Économiste principal
paulandre.pinonnault@bnc.ca

Daren King

Économiste
daren.king@bnc.ca

Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint
matthieu.arseneau@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Jocelyn Paquet

Économiste
jocelyn.paquet@bnc.ca

Kyle Dahms

Économiste
kyle.dahms@bnc.ca

Camille Baillargeon

Économiste stagiaire
camille.baillargeon@bnc.ca

Bureau Toronto 416 869-8598

Warren Lovely

Stratège principal, Taux d'intérêt et secteur public
warren.lovely@bnc.ca

Taylor Schleich

Stratège, Taux d'intérêt
taylor.schleich@bnc.ca

Général

Le présent rapport a été élaboré par Financière Banque Nationale inc. (FBN), (courtier en valeurs mobilières canadien, membre de l'OCRCVM), filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la Bourse de Toronto.

Les renseignements contenus aux présentes ont été obtenus de sources que nous croyons fiables, mais ils ne sont pas garantis, peuvent être incomplets et modifiés sans préavis. Les renseignements sont à jour à la date indiquée dans le présent document. Ni le ou les auteurs ni FBN n'assument quelque obligation que ce soit de mettre ces renseignements à jour ou de communiquer tout fait nouveau concernant les sujets ou les titres évoqués. Les opinions exprimées sont fondées sur l'analyse et l'interprétation du ou des auteurs de ces renseignements, 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, et rien dans le présent rapport ne constitue une déclaration selon laquelle toute stratégie ou recommandation de placement contenue aux présentes convient à la situation individuelle d'un destinataire. Dans tous les cas, les investisseurs doivent mener leurs propres vérifications et analyses de ces renseignements avant de prendre ou d'omettre de prendre toute mesure que ce soit en lien avec les titres ou les marchés qui sont analysés dans le présent rapport. Il importe de ne pas fonder de décisions de placement sur ce seul rapport, qui ne remplace pas un contrôle préalable ou les travaux d'analyse exigés de votre part pour motiver une décision de placement.

Le présent rapport ne peut être distribué que dans les cas permis par la loi applicable. Le présent rapport ne s'adresse pas à vous si FBN ou toute société affiliée distribuant le présent rapport fait l'objet d'interdiction ou de restriction de le mettre à votre disposition par quelque loi ou règlement que ce soit dans quelque territoire que ce soit. Avant de lire le présent rapport, vous devriez vous assurer que FBN a l'autorisation de vous le fournir en vertu des lois et règlements en vigueur.

Marchés financiers Banque Nationale du Canada est une marque de commerce utilisée par Financière Banque Nationale et National Bank of Canada Financial Inc.

Résidents du Canada

FBN ou ses sociétés affiliées peuvent appliquer toute stratégie de négociation décrite dans les présentes pour leur propre compte ou sur une base discrétionnaire pour le compte de certains clients; elles peuvent, à mesure que les conditions du marché changent, modifier leur stratégie de placement, notamment en procédant à un désinvestissement intégral. Les positions de négociation de FBN et de ses sociétés affiliées peuvent également être contraires aux opinions exprimées dans le présent rapport.

FBN ou ses sociétés affiliées peuvent intervenir comme conseillers financiers, placeurs pour compte ou preneurs fermes pour certains émetteurs mentionnés dans les présentes et recevoir une rémunération pour ces services. De plus, FBN et ses sociétés affiliées, leurs dirigeants, administrateurs, représentants ou adjoints peuvent détenir une position sur les titres mentionnés dans les présentes et effectuer des achats ou des ventes de ces titres à l'occasion, sur les marchés publics ou autrement. FBN, ses sociétés affiliées peuvent agir à titre de teneurs de marché relativement aux titres mentionnés dans le présent rapport. Le présent rapport ne peut pas être considéré comme indépendant des intérêts exclusifs de FBN et de ses sociétés affiliées.

Le présent rapport n'est pas considéré comme un produit de recherche en vertu des lois et règlements canadiens. Par conséquent, ce document n'est pas régi par les règles applicables à la publication et à la distribution de rapports de recherche, notamment les restrictions ou renseignements à fournir pertinents qui doivent être inclus dans les rapports de recherche.

Résidents du Royaume-Uni

Le présent rapport est un document de marketing. Il n'a pas été préparé conformément aux exigences prévues par les lois de l'Union européenne établies pour promouvoir l'indépendance de la recherche en matière de placement, et il ne fait l'objet d'aucune interdiction concernant la négociation préalable à la diffusion de la recherche en matière de placement. FBN a approuvé le contenu du présent rapport, dans le cadre de sa distribution aux résidents du Royaume-Uni (notamment pour l'application, au besoin, du paragraphe 21(1) de la *Financial Services and Markets Act 2000*). Le présent rapport est fourni à titre indicatif seulement et ne constitue en aucun cas une recommandation personnalisée ni des conseils juridiques, fiscaux ou de placement. FBN et sa société mère, ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle, ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des placements ou des placements 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 ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de contrepartistes ou de mandataires. Elles peuvent agir à titre de teneurs de marché pour ces placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre, ou peuvent agir à titre de banque d'investissement ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements et les revenus qui en découlent peuvent autant baisser qu'augmenter, et il se peut que vous ne récupériez pas la somme investie. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Si un placement est libellé en devises, les variations de change peuvent avoir un effet défavorable sur la valeur du placement. Il peut s'avérer difficile de vendre ou de réaliser des placements non liquides, ainsi que d'obtenir de l'information fiable concernant leur valeur ou l'étendue des risques auxquels ils sont exposés. Certaines opérations, notamment celles qui concernent les contrats à terme, les swaps, et autres produits dérivés, soulèvent un risque sérieux et ne conviennent pas à tous les investisseurs. Les placements prévus dans le présent rapport ne sont pas offerts aux clients particuliers, et le présent rapport ne doit pas leur être distribué (au sens des règles de la Financial Conduct Authority). Les clients particuliers ne devraient pas agir en fonction des renseignements contenus dans le présent rapport ou s'y fier. 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.

Les présents renseignements ne doivent être communiqués qu'aux contreparties admissibles et clients professionnels du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. FBN est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni, et à son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD.

FBN n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority ou par la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

Résidents des États-Unis

En ce qui concerne la distribution du présent rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») qui est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC), membre du groupe de FBN, endosse la responsabilité du contenu du présent rapport, sous réserve des modalités susmentionnées. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis doivent communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Ce rapport n'est pas un rapport de recherche et ne s'adresse qu'aux grands investisseurs institutionnels des États-Unis. Ce rapport n'est pas assujéti aux normes d'indépendance et d'informations à fournir aux États-Unis applicables aux rapports de recherche.

Résidents de HK

En ce qui concerne la diffusion de ce document à Hong Kong par NBC Financial Markets Asia Limited (« NBCFMA »), titulaire d'un permis de la Securities and Futures Commission (« SFC ») qui l'autorise à mener des activités réglementées de type 1 (négociation de valeurs mobilières) et de type 3 (négociation avec effet de levier sur le marché de change), le contenu de cette publication est uniquement présenté à titre d'information. Il n'a pas été approuvé, examiné ni vérifié par aucune autorité de réglementation de Hong Kong, ni n'a été déposé auprès d'une telle autorité. Rien dans ce document ne constitue une recommandation, un avis, une offre ou une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'un produit ou d'un service, ni une confirmation officielle d'aucune transaction. Aucun des émetteurs de produits, ni NBCFMA ni aucun membre de son groupe, ni aucune autre personne ou entité désignée dans les présentes n'est obligé de vous aviser de modifications de quelque information que ce soit et aucun des susmentionnés n'assume aucune perte que vous auriez subie en vous en fondant sur ces informations.

Ce document peut contenir des informations au sujet de produits de placement dont l'offre au public de Hong Kong n'est pas autorisée par la SFC et ces informations seront uniquement mises à la disposition de personnes qui sont des investisseurs professionnels [au sens de « Professional Investors », tel que défini par la Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (« SFO »)]. Si vous avez des doutes quant à votre statut, vous devriez consulter un conseiller financier ou communiquer avec nous. Ce document n'est pas un document de marketing et n'est pas destiné à une distribution publique. Veuillez noter que ni ce document ni le produit qui y est mentionné ne sont visés par une autorisation de vente de la SFC. Prière de vous reporter au prospectus du produit pour des renseignements plus détaillés.

Des conflits d'intérêts concernant NBCFMA ou les activités de membres de son groupe sont possibles. Ces activités et intérêts comprennent des intérêts multiples en termes de conseils, transactionnels et financiers, dans les valeurs mobilières et instruments qui peuvent être achetés ou vendus par NBCFMA ou les membres de son groupe, ou dans d'autres instruments de placement qui sont gérés par NBCFMA ou les membres de son groupe qui peuvent acheter ou vendre de telles valeurs mobilières ou de tels instruments. Aucune autre entité au sein du groupe de la Banque Nationale du Canada, y compris la Banque Nationale du Canada et Financière Banque Nationale Inc., n'est titulaire d'un permis de la SFC ni n'est inscrite auprès de la SFC. Par conséquent, ces entités et leurs employés ne sont pas autorisés à ni n'ont l'intention de : (i) se livrer à une activité réglementée à Hong Kong; (ii) se présenter comme s'ils se livraient à une activité réglementée à Hong Kong; (iii) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

Droits d'auteur

Le présent rapport ne peut être reproduit en totalité ou en partie, ni distribué, publié ou mentionné de quelque manière que ce soit, ni ne peuvent les renseignements, les opinions ou les conclusions qu'il contient sans, dans chaque cas, obtenir le consentement préalable et écrit de la FBN.