

## Faits saillants

- *Les incertitudes entourant les perspectives de la croissance mondiale ont considérablement augmenté depuis les élections américaines. L'accession de Donald Trump à la présidence intensifiera les forces protectionnistes, ce qui est évidemment négatif pour la croissance, en particulier dans les économies exportatrices comme celles des marchés émergents. La flambée du dollar US et la montée des rendements obligataires qui multiplient les probabilités de défaillances sur des dettes records en USD à l'extérieur des États-Unis sont un autre motif d'inquiétude. Les incertitudes liées au Brexit compliqueront une situation déjà difficile. Bref, notre prévision d'une expansion mondiale de 3.3% l'an prochain et de 3.4% en 2018 est assujettie à d'importants risques de baisse.*
- *La victoire surprise du Parti républicain qui a tout raflé aux élections de novembre semble mettre fin à six années d'obstruction systématique du Congrès Américain. Le président élu Donald Trump est en bonne posture pour réaliser son programme, en partie articulé autour de mesures de relance budgétaires. La combinaison de réductions d'impôts et d'augmentations des dépenses pourrait hisser la croissance du PIB américain au-dessus de 2%, en 2017 et en 2018, mais alourdira aussi le déficit budgétaire. Cela ne veut pas dire qu'une inflation rampante est imminente. À notre avis, les forces qui ont inhibé l'inflation ces dernières années – démographie défavorable et vigueur de l'USD – continueront de l'emporter, du moins à court et à moyen termes.*
- *Après avoir été matraqué par la faiblesse des prix du pétrole, le secteur de l'énergie du Canada a obtenu un peu d'oxygène du nouveau président élu des États-Unis qui a clairement indiqué qu'il donnera l'autorisation pour la construction du pipeline Keystone XL. Mais ses propos hostiles à l'Accord de libre-échange nord-américain font craindre pour les exportateurs en dehors du secteur des ressources naturelles. Vu le degré d'intégration atteint par les deux économies et donc la perte sèche dû aux entraves au commerce international, nous présumons que le bon sens l'emportera chez les décideurs des deux côtés de la frontière de sorte à ne pas nuire de manière importante aux entreprises canadiennes et américaines – nous prévoyons une croissance de 1.9% du PIB du Canada en 2017 et de 1.7% l'année suivante. Mais nous reconnaissons les risques pour ces prévisions si les relations commerciales bilatérales entre le Canada et les États-Unis ou l'économie mondiale devaient se détériorer.*

**Krishen Rangasamy**  
krishen.rangasamy@bnc.ca

	Changements par rapport aux prévisions précédentes				
	2016	2017	2018	2017	2018
<b>États-Unis</b>					
PIB réel	1.6%	2.2%	2.4%	+0.2	-
Inflation (IPC)	1.2%	2.1%	2.2%	+0.1	-
Taux cible fonds fédéraux*	0.75%	1.25%	2.00%	inch	-
Taux sur obligation 10 ans*	2.30%	2.70%	2.96%	+63 pb	-
<b>Canada</b>					
PIB réel	1.2%	1.9%	1.7%	+0.1	-
Inflation (IPC)	1.4%	1.8%	2.0%	inch	-
Taux à un jour*	0.50%	0.50%	1.00%	inch	-
Taux sur obligation 10 ans*	1.59%	2.01%	2.18%	+33 pb	-

\* fin de période

## Monde : Protectionnisme en hausse

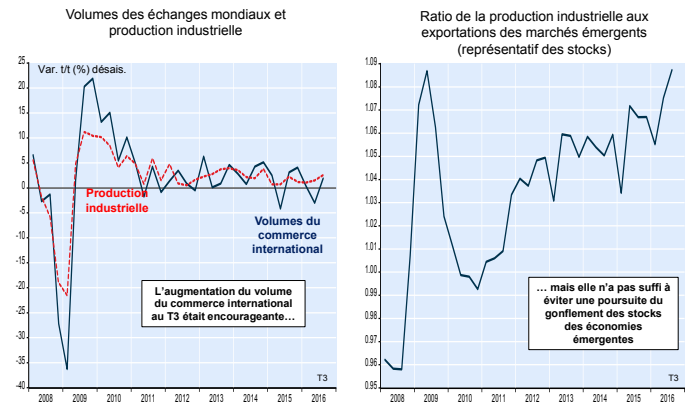
**Les incertitudes entourant les perspectives de la croissance mondiale ont considérablement augmenté depuis les élections américaines. L'accession de Donald Trump à la présidence intensifiera les forces protectionnistes, ce qui est évidemment négatif pour la croissance, en particulier dans les économies exportatrices comme celles des marchés émergents. La flambée du dollar US et la montée des rendements obligataires qui multiplient les probabilités de défaillances sur des dettes records en USD à l'extérieur des États-Unis sont un autre motif d'inquiétude. Les incertitudes liées au Brexit compliqueront une situation déjà difficile. Bref, notre prévision d'une expansion mondiale de 3.3% l'an prochain et de 3.4% en 2018 est assujettie à d'importants risques de baisse.**

L'économie mondiale s'est quelque peu stabilisée au troisième trimestre selon les statistiques les plus récentes du CPB qui ont révélé un rebond partiel des volumes de commerce international après leur glissement au T2. La production industrielle a augmenté, maintenant que les économies avancées ont renoué avec la croissance, complétant la poursuite de l'expansion sur les marchés émergents. Les économies avancées ont été dopées par une résurgence de l'activité économique aux États-Unis, mais aussi au Japon dont la production annualisée a augmenté de 2.2% au T3, le rythme le plus rapide depuis un an et demi. Malgré une demande restée molle dans l'empire du Soleil levant, le commerce extérieur a repris de manière inattendue. La zone euro a aussi poursuivi son expansion malgré un ralentissement en Allemagne. Le PIB réel annualisé a augmenté de 1.4% au T3 – de 1.7% si on exclut l'Allemagne. Mais sans l'Allemagne, la production de la région est encore inférieure aux niveaux d'avant la récession.

Le regain des économies avancées est encourageant, mais nous demeurons prudents pour l'avenir. Un trimestre ne suffit pas pour définir une tendance. Le monde avancé – en particulier le Japon et la zone euro – reste affligé par des problèmes tels qu'une démographie défavorable et la myopie budgétaire. Selon le FMI, les économies avancées connaîtront une réduction des déficits structurels des budgets en 2017, c.-à-d. un retour accéléré à l'austérité après l'expansion budgétaire de cette année. L'efficacité de la relance par la politique monétaire s'estompe aussi après des années de mesures non conventionnelles des grandes banques centrales.

La situation est également préoccupante dans le monde émergent. Si la production industrielle a continué de monter au T3, les exportations sont restées faibles. À moins que toute cette production supplémentaire ait été absorbée par la demande intérieure (ce qui est fort peu probable), la stagnation des exportations signifie que les stocks déjà élevés ont encore augmenté. Le ratio de la production industrielle aux exportations a augmenté au T3 pour atteindre un niveau semblable à celui de la grande récession de 2009. Ce n'est pas de bon augure pour la production et par conséquent pour la croissance économique sur les marchés émergents. Bref, le rééquilibrage de la Chine et, partant, le ralentissement qui en résulte ont des répercussions importantes sur l'ensemble des chaînes d'approvisionnement. Les importations et exportations de la Chine reculent depuis environ un an et l'excédent commercial du pays semble avoir culminé.

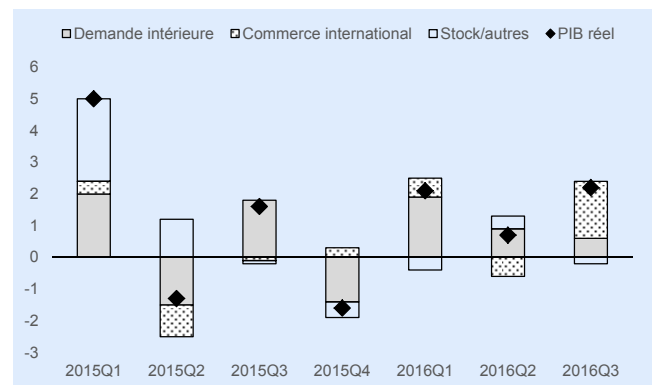
### Monde : Les stocks sont hauts dans les marchés émergents



FBN Économie et Stratégie (données du CPB)

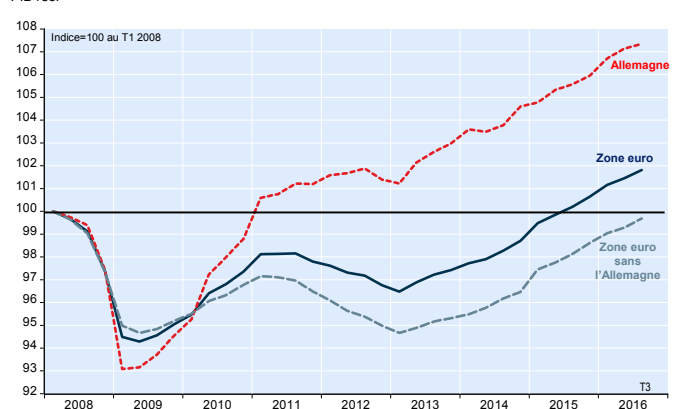
### Japon : Le commerce extérieur a ranimé l'économie au T3

Contribution à la croissance du PIB réel



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

### Zone euro : Sauf en Allemagne, une production inférieure à celle de 2008



FBN Économie et Stratégie (données de Eurostat, Datastream)

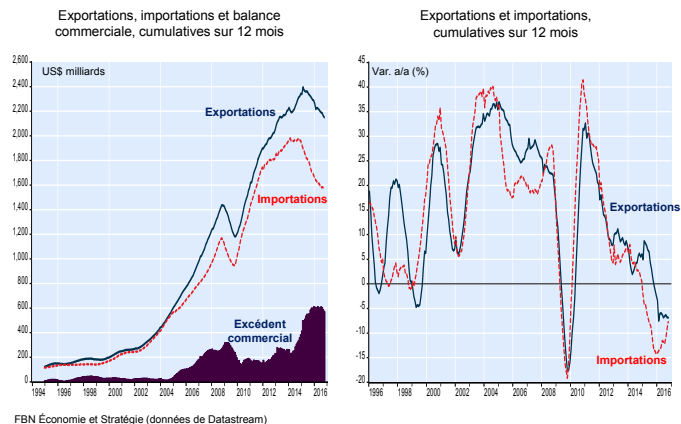
## Perspectives mondiales

### 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	1.5	1.6
Japon	0.5	0.6	0.5
R.-U.	1.8	1.1	1.7
Canada	1.2	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>6.4</b>	<b>6.1</b>	<b>5.9</b>
Chine	6.6	6.2	6.0
Inde	7.6	7.6	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>-0.5</b>	<b>1.6</b>	<b>2.1</b>
Mexique	2.1	2.3	2.0
Brésil	-3.3	0.5	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>1.0</b>	<b>1.7</b>	<b>1.8</b>
Russie	-0.8	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>3.2</b>	<b>3.2</b>	<b>3.3</b>
<b>Afrique subsaharienne</b>	<b>1.5</b>	<b>2.9</b>	<b>3.6</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>4.4</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 : L'excédent du commerce international a culminé



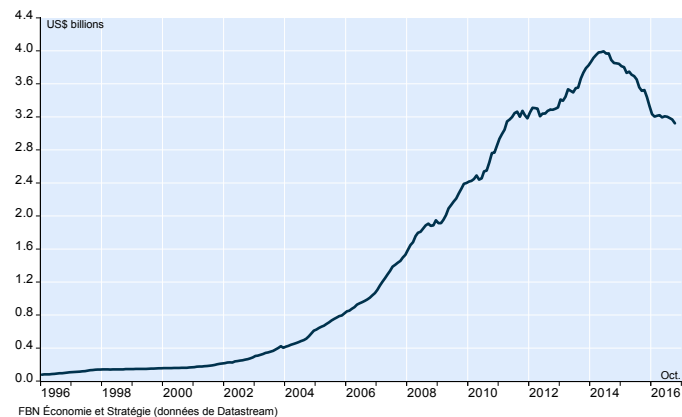
FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

Malgré les défis persistants dus à son rééquilibrage et à la faiblesse de la demande d'exportations, l'économie chinoise continue de croître grâce aux mesures de relance publiques. Les données corrigées des effets saisonniers indiquent une croissance annualisée de 7.6% sur la période T2-T3, les deux meilleurs trimestres consécutifs en deux ans. Et d'après les indices Markit des directeurs des achats, il semble que l'élan se soit maintenu au début du T4. D'ailleurs, l'indice PMI composé d'octobre laisse penser que l'activité économique a augmenté au rythme le plus rapide depuis mars 2013. Les importations de marchandises se maintiennent, ce qui est un signe positif pour la demande. Le marché immobilier résidentiel semble aussi se rétablir d'après la stabilisation de l'indice du climat immobilier et le nombre relativement restreint de villes où les prix des logements chutent.

Sans être particulièrement haussiers à propos de la croissance du PIB de la Chine, nous nous attendons à un chiffre honorable de près de 6% au cours des deux prochaines années. On se souviendra que le plan quinquennal officiel a fixé un objectif de 6.5%. On peut donc s'attendre à ce que la Banque populaire de Chine maintienne la détente monétaire pour appuyer l'effort budgétaire du gouvernement central. La BPdC pourrait encore devoir dévaluer le yuan. L'exode de capitaux rogne les réserves de change, qui ont de nouveau baissé en octobre pour s'établir à US\$3,100 milliards, le plus bas niveau en cinq ans et demi.

## Chine : Les réserves de change au plus bas en 5 ans et demi

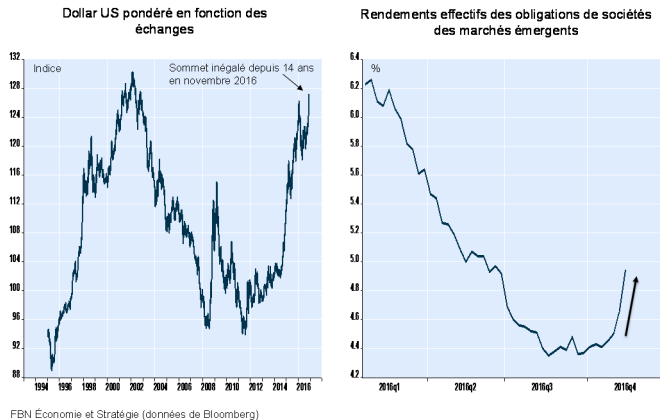
Réserves de change



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

# LE MENSUEL ÉCONOMIQUE

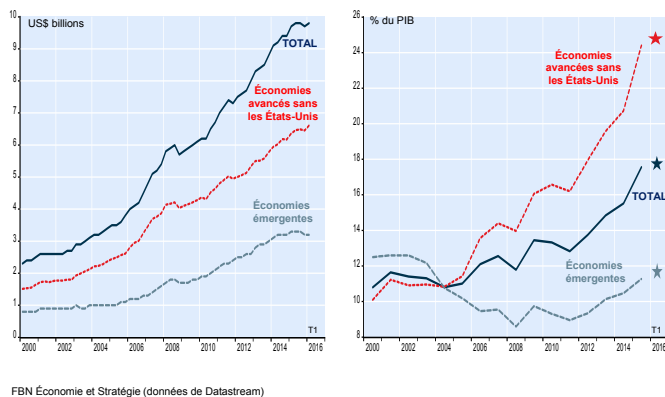
## Monde : La hausse de l'USD et des coûts d'emprunt créent des risques ...



Une nouvelle dépréciation du yuan ferait encore monter le dollar américain qui est déjà au plus haut depuis 14 ans en termes pondérés en fonction des échanges. Après les élections américaines, les paris des marchés ont encore fait monter le billet vert en prévision d'une accélération de la croissance américaine par les mesures de stimulation budgétaires et donc d'un cycle de resserrement de la politique monétaire plus rapide par la Réserve fédérale. Par anticipation d'un déficit et d'une inflation plus élevés, les rendements obligataires ont aussi monté aux États-Unis, ce qui a eu des échos dans l'univers obligataire du monde entier. Le rendement des obligations de sociétés des marchés émergents a bondi de près d'un demi-point de pourcentage depuis le scrutin. L'appréciation de l'USD et la montée des rendements obligataires infligent un double revers aux emprunteurs à l'extérieur des États-Unis.

## ... car la dette en USD hors des États-Unis atteint des records

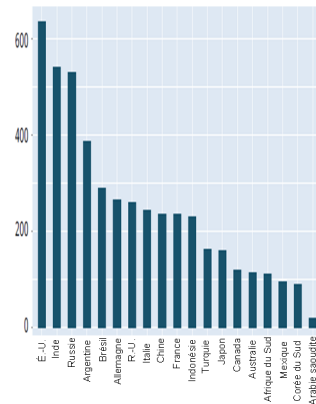
Dette contractée en dollars américains à l'extérieur des États-Unis



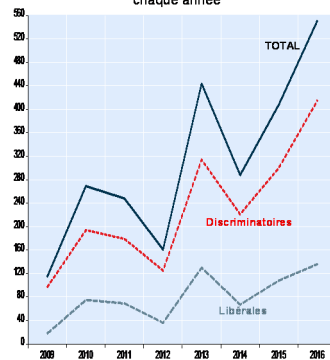
Selon la Banque des règlements internationaux, l'encours des dettes en USD à l'extérieur des États-Unis représente environ US\$10,000 milliards, dont environ \$7,000 milliards dans les économies avancées. Cela équivaut à 25% du PIB de ces économies, sans les États-Unis, et à plus de trois fois plus qu'il y a une vingtaine d'années. La dette en USD est moins élevée dans les marchés émergents, mais cela ne veut pas dire que la situation y soit confortable. Environ un tiers des \$3,000 milliards de dettes en USD des pays émergents sont attribuées à la Chine où les sociétés ont beaucoup emprunté ces dernières années. La combinaison de la hausse du dollar et de la montée des taux obligataires augmente les risques de défaillances. Même la BPdC pourrait ne pas avoir les moyens d'éviter un désendettement désordonné. La possibilité d'une crise financière suivie d'une période de croissance anémique ne peut jamais être exclue sur les marchés émergents.

## Monde : Le protectionnisme commercial a le vent en poupe

Nombre de mesures discriminatoires adoptées au sein du G-20 de novembre 2008 à mai 2016



Nombre de mesures appliquées dans le monde au cours des huit premiers mois de chaque année



FBN Économie et Stratégie (source : Centre for Economic Policy Research)

La montée du protectionnisme commercial est l'autre grand risque pour la croissance mondiale. L'année 2016 sera probablement celle où les mesures discriminatoires dépassent le plus celles de libéralisation du commerce depuis des années. Ce n'est pas par hasard que la croissance du PIB mondial cette année sera la plus faible depuis la récession de 2009. Et la situation pourrait empirer à la suite des élections américaines. Certes, les perspectives de la croissance mondiale dépendront de la mesure dans laquelle le président élu Donald Trump tiendra ses promesses électorales d'instauration de barrières commerciales. Les économies exportatrices comme celles des pays émergents sont le plus vulnérables. S'il est généralement entendu que le protectionnisme bride la croissance, il est difficile d'en juger l'incidence avec la moindre précision puisque les dommages qui en peuvent résulter dépendent des types de mesures adoptées, du pays auquel elles sont imposées, du moment où ces mesures entrent en vigueur (p. ex. pendant une récession ou une expansion), des politiques en place quand les mesures sont appliquées, etc. Les incertitudes liées au Brexit compliqueront une situation déjà difficile. Bref, notre prévision d'une expansion mondiale de 3.3% l'an prochain et de 3.4% en 2018 est assujettie à d'importants risques de baisse.

# LE MENSUEL ÉCONOMIQUE

## États-Unis : Relance budgétaire

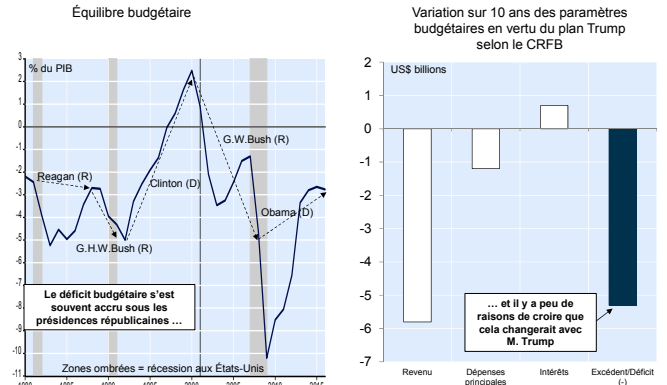
**La victoire surprise du Parti républicain qui a tout raflé aux élections de novembre semble mettre fin à six années d'obstruction systématique du Congrès Américain. Le président élu Donald Trump est en bonne posture pour réaliser son programme, en partie articulé autour de mesures de relance budgétaires. La combinaison de réductions d'impôts et d'augmentations des dépenses pourrait hisser la croissance du PIB américain au-dessus de 2%, en 2017 et en 2018, mais alourdira aussi le déficit budgétaire. Cela ne veut pas dire qu'une inflation rampante est imminente. À notre avis, les forces qui ont inhibé l'inflation ces dernières années – démographie défavorable et vigueur de l'USD – continueront de l'emporter, du moins à court et à moyen termes.**

Les mesures de stimulation budgétaire reviennent en force aux États-Unis. Le contrôle des deux chambres du Congrès par le Parti républicain place le président élu en bonne posture pour faire avancer son programme, notamment les réductions d'impôts des sociétés et des particuliers et l'augmentation des dépenses de l'État. Selon le *Committee for a Responsible Federal Budget*, le plan de Donald Trump augmenterait le déficit budgétaire (et donc la dette) de plus de \$5,000 milliards au cours des dix prochaines années. Cela, plus les prévisions d'augmentation de l'inflation, explique la forte augmentation des rendements des obligations depuis les élections. Alors que l'inflation est restée inférieure à l'objectif de la Réserve fédérale de 2% depuis quatre ans déjà, les marchés semblent craindre que les pressions sur les prix ne s'intensifient avec l'application des mesures de stimulation budgétaires dans une économie déjà proche du plein emploi.

Les mesures de stimulation budgétaires relanceront la croissance américaine, bien que l'ampleur du coup de pouce dépende du type de mesures mises en application. Selon le *Congressional Budget Office*, les multiplicateurs sont le plus élevés pour les dépenses publiques courantes, les transferts et les dépenses d'infrastructures. Les réductions d'impôts, qui plaisent plus aux élus républicains et ont donc le plus de chances d'être mises en œuvre intégralement, produisent moins d'effet selon les multiplicateurs du CBO. Néanmoins, en prévision des mesures de stimulation budgétaires annoncées, nous avons relevé nos projections de croissance du PIB américain en moyenne d'un demi-point de pourcentage pour les deux prochaines années.

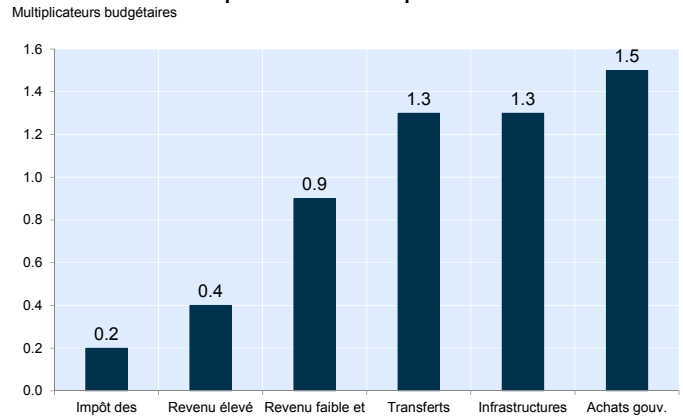
Les propos tenus par M. Trump contre le libre-échange pendant sa campagne électorale font craindre une augmentation des mesures protectionnistes. Le président élu a non seulement exclu la participation des États-Unis au Partenariat Transpacifique, mais a manifesté sa désapprobation de l'Accord de libre-échange nord-américain avec le Canada et le Mexique. Mais les statistiques du commerce international indiquent que ces deux pays ne représentent qu'une petite partie du déficit commercial des États-Unis. Le déficit commercial de l'an dernier avec les partenaires commerciaux avec lesquels les États-Unis sont en déficit s'est chiffré à \$932 milliards – les États-Unis ont aussi un excédent de \$182 milliards avec d'autres pays, si bien que le déficit commercial total était de \$746 milliards en 2015 – dont 40% avec la Chine. L'imposition de tarifs douaniers et d'autres entraves au commerce avec le Canada et le Mexique ne

### Les baisses d'impôts de M. Trump accroîtraient les déficits budgétaires



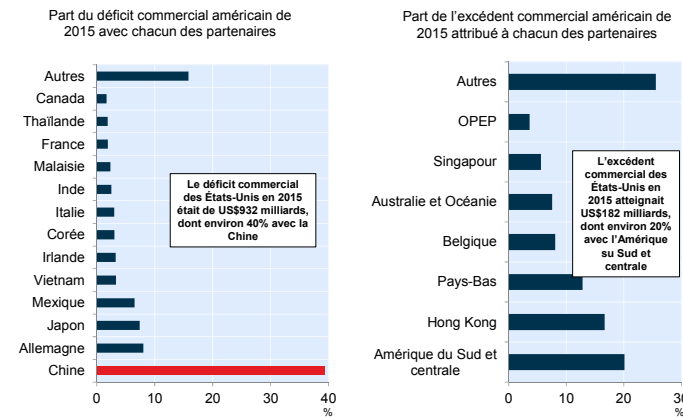
FBN Économie et Stratégie (données de Datastream, Committee for a Responsible Federal Budget)

### L'effet de la relance dépend des mesures prises



FBN Économie et Stratégie (données de Congressional Budget Office)

### Le plus gros du déficit commercial concerne la Chine

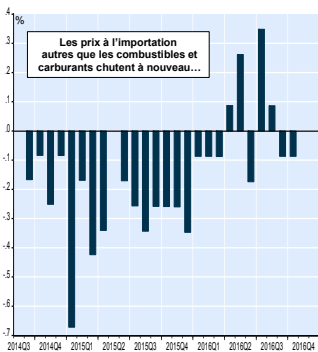


FBN Économie et Stratégie (données du U.S. Census Bureau)

# LE MENSUEL ÉCONOMIQUE

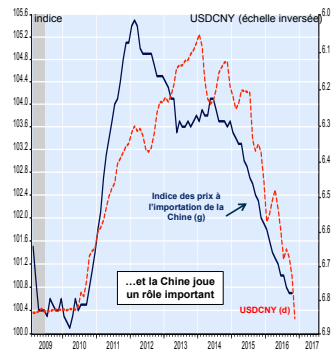
## Les prix à l'importation recommencent à baisser

Prix à l'importation autres que pour les combustibles et carburants (12 prochains mois)



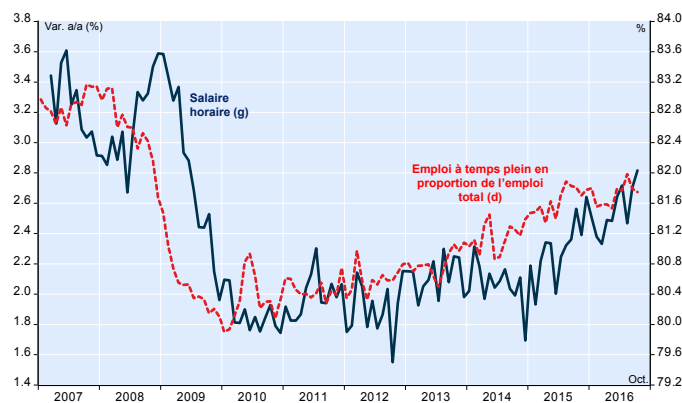
FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

Prix à l'importation de la Chine et taux USDCNY



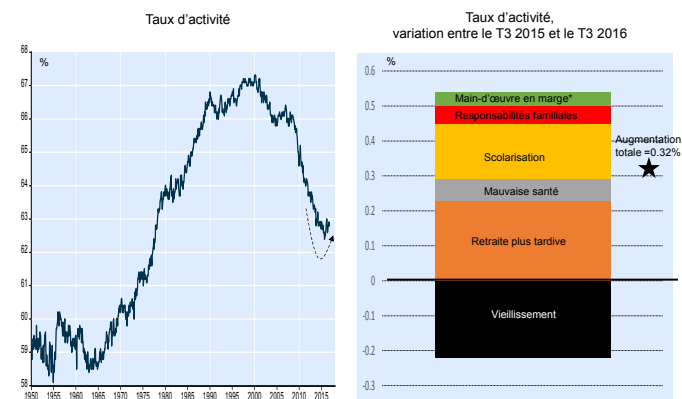
## L'inflation des salaires prend de la vitesse

Salaire horaire et part de l'emploi à temps plein dans l'emploi total



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

## Le taux d'activité semble s'être stabilisé



\* Main-d'œuvre en marge : Personnes qui ne font pas officiellement partie de la main-d'œuvre et qui ne cherchent pas activement un emploi, mais qui disent qu'elles aimeraient travailler

FBN Économie et Stratégie (données de Datastream, Atlanta Fed)

ferait pas grand-chose pour réduire le déficit américain, mais infligerait un mauvais coup à tous les membres de l'ALÉNA, y compris aux États-Unis, où plusieurs industries clés ont des chaînes d'approvisionnement intégrées de part et d'autre des frontières.

Les marchés semblent adhérer à la thèse de la hausse de l'inflation, mais nous restons sceptiques. Nous pensons que les forces qui ont freiné l'inflation ces dernières années, p. ex., une démographie défavorable et l'appréciation du dollar US, continueront de dominer, au moyen à court et à moyen termes. On remarquera qu'avec sa hausse post-électorale, le dollar américain pondéré des échanges est maintenant pratiquement de retour à son sommet cyclique. Le yuan atteint un creux qu'il n'avait pas connu depuis des années par rapport au billet vert, ce qui continuera de déprimer les prix des marchandises provenant du premier partenaire commercial des États-Unis – la Chine représente plus de 20% des importations américaines totales. Nous reconnaissons que le protectionnisme commercial pourrait relancer l'inflation importée. D'ailleurs, l'administration Trump n'a même pas besoin de l'approbation du Congrès pour imposer des droits de douane aux importations de la Chine et d'autres pays. Cependant, les partenaires commerciaux pourraient réagir en adoptant diverses mesures dont une dépréciation de la monnaie pour rester concurrentiels.

Le resserrement du marché du travail soulève aussi des craintes au sujet de l'inflation. Les effectifs salariés non agricoles ont augmenté de plus de 12 millions en cinq ans à peine, et le taux de chômage frise un plancher cyclique. Les postes à temps plein en proportion de l'emploi total se rapprochent des niveaux d'avant la récession et l'inflation des salaires semble maintenant s'accélérer. Les mesures de stimulation budgétaire à venir devraient encore accroître la pression sur les salaires, mais l'effet pourrait être atténué si le taux d'activité continue de se rétablir. Ce taux d'activité a augmenté d'environ un tiers de point de pourcentage du T3 2015 au T3 2016. Selon la Fed d'Atlanta, si le vieillissement de la population continue de freiner le taux d'activité, la propension des *baby-boomers* à retarder leur retraite et le renversement de facteurs de non-participation (tels que la scolarisation et la maladie) qui étaient responsables de la chute antérieure du taux d'activité le compensent maintenant. Le taux d'activité pourrait encore augmenter si une partie importante des 94 millions de personnes qui ne font pas partie de la population active trouvaient des débouchés grâce aux mesures de stimulation budgétaires.

Mais même à supposer que le taux d'activité baisse et permet à l'inflation des salaires de monter, cela ne garantirait pas pour autant un retour d'une inflation des prix à la consommation plus large. Comme nous l'avons expliqué auparavant, la transmission de l'inflation des salaires au déflateur du PCE de base a nettement diminué ces dernières décennies, en partie en raison de l'évolution de la démographie – une population active vieillissante épargne plus des revenus supplémentaires gagnés en prévision de sa retraite.

Si nous avons augmenté notre prévision de croissance du PIB, nous nous attendons aussi à ce que le dollar US reste plus vigoureux pendant plus longtemps que nous l'avons anticipé précédemment, c.-à-d. resserre les conditions financières. Par conséquent, nous n'avons pas augmenté le nombre de hausses des taux d'intérêt que nous attendons de la Fed l'an prochain.

# LE MENSUEL ÉCONOMIQUE

## Canada : L'ALÉNA dans la mire

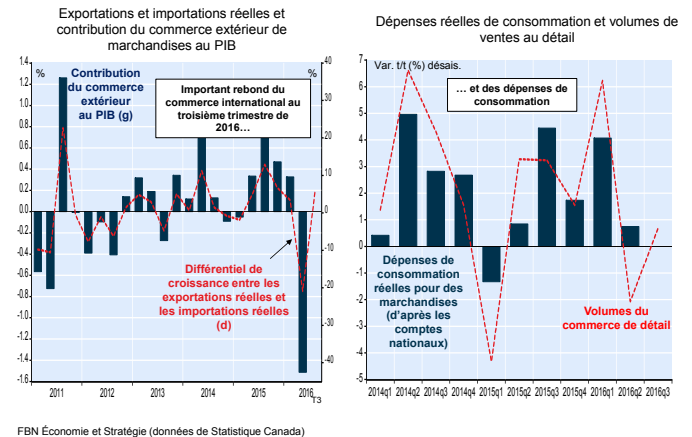
Après avoir été matraqué par la faiblesse des prix du pétrole, le secteur de l'énergie du Canada a obtenu un peu d'oxygène du nouveau président élu des États-Unis qui a clairement indiqué qu'il donnera l'autorisation pour la construction du pipeline Keystone XL. Mais ses propos hostiles à l'Accord de libre-échange nord-américain font craindre pour les exportateurs en dehors du secteur des ressources naturelles. Vu le degré d'intégration atteint par les deux économies et donc la perte sèche dû aux entraves au commerce international, nous présumons que le bon sens l'emportera chez les décideurs des deux côtés de la frontière de sorte à ne pas nuire de manière importante aux entreprises canadiennes et américaines – nous prévoyons une croissance de 1.9% du PIB du Canada en 2017 et de 1.7% l'année suivante. Mais nous reconnaissons les risques pour ces prévisions si les relations commerciales bilatérales entre le Canada et les États-Unis ou l'économie mondiale devaient se détériorer.

Les chiffres du PIB du troisième trimestre n'étaient pas disponibles au moment de rédiger ces notes, mais les relevés mensuels jusque-là laissent penser que l'économie a rebondi après son tassement du T2. Le commerce international a fortement contribué à la croissance du T3, grâce à une poussée des exportations. La demande intérieure semble avoir bénéficié du soutien des dépenses de consommation (d'après les chiffres du commerce de détail) et la construction résidentielle, si l'on se fie aux mises en chantier des maisons individuelles.

Le peu de données disponibles jusque-là pour le trimestre en cours sont contrastées. L'emploi a continué d'augmenter en octobre selon l'EPA, portant le total des 10 premiers mois à environ 150,000 postes, soit le deuxième chiffre le plus élevé depuis 2012. Certes, tous les emplois créés cette année étaient à temps partiel et dans les secteurs des services, c.-à-d. pas nécessairement très bien payés. Mais l'augmentation totale est néanmoins encourageante étant donné que la croissance du PIB cette année devrait s'établir à 1.2% à peine. Alors que le marché du travail a poursuivi son ascension, la construction résidentielle a marqué le pas en octobre selon les statistiques des mises en chantier résidentielles.

Peut-être les constructeurs réagissent-ils au ralentissement attendu de la demande après la décision du gouvernement fédéral de resserrer les règles hypothécaires et l'imposition d'une taxe de 15% par la Colombie-Britannique sur la vente d'habitations à des étrangers. La hausse antérieure des prix du logement a provoqué une détérioration de l'abordabilité à Vancouver à des niveaux qu'on n'avait plus vus depuis 1990. À Toronto, l'abordabilité est la pire depuis 1991 sur la base des paiements hypothécaires en pourcentage du revenu disponible. Les nouvelles mesures finiront par calmer ces marchés chauffés à blanc. Les ventes diminuent déjà à Vancouver et les prix devraient bientôt suivre et revenir plus à la normale – pour rappel l'Indice de prix de maison Teranet-Banque Nationale d'octobre signalait une augmentation d'une année à l'autre de près de 23% dans cette ville. La baisse des prix à Toronto sera probablement moins brutale en raison de la faiblesse de l'offre. Mais même dans ce cas, l'effet de richesse immobilière qui, pendant des années, a soutenu les dépenses de consommation devrait se dissiper.

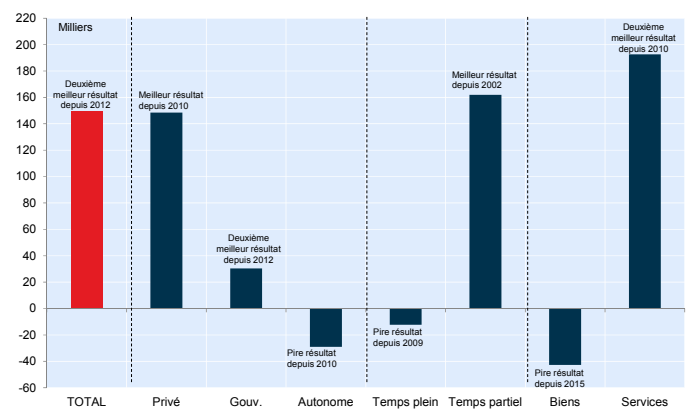
### Canada : Fort rebond au troisième trimestre



FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

### Emplois créés cette année : à temps partiel et dans les services

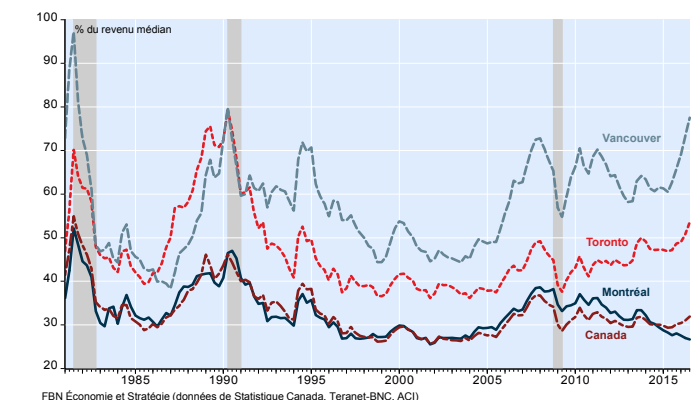
Nouveaux emplois nets créés au cours des 10 premiers mois de 2016



FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

### Abordabilité : La plus basse depuis des décennies à Vancouver et Toronto

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

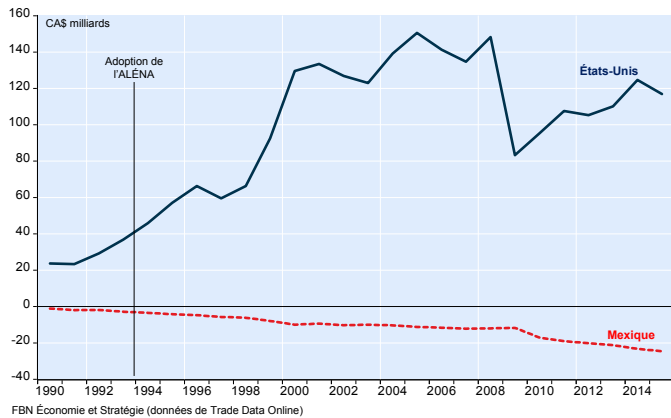


FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada, Teranet-BNC, ACI)

# LE MENSUEL ÉCONOMIQUE

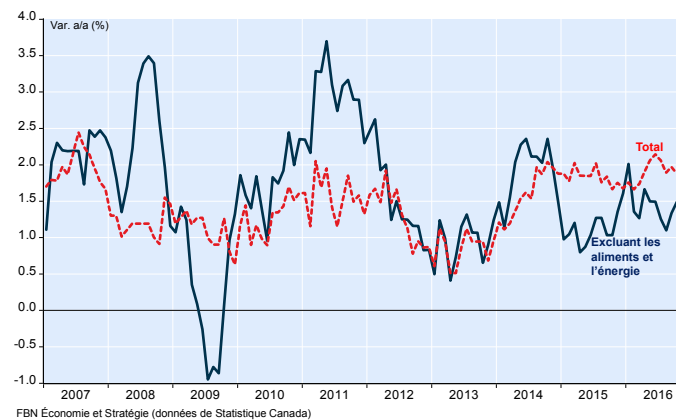
## Hausse de la balance commerciale avec les États-Unis depuis l'ALÉNA

Balance commerciale de marchandises par année

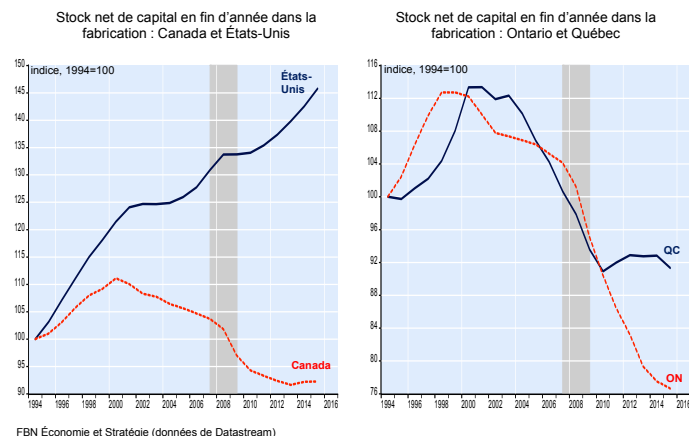


## L'inflation reste faible

Indice des prix à la consommation



## Poursuite de la destruction du stock de capital dans la fabrication



Vu le potentiel limité d'augmentation de sa demande intérieure (après la hausse des emprunts et l'essor de l'immobilier de ces dernières années), la croissance du Canada repose en grande partie sur les exportations. Et les nouvelles ne sont pas particulièrement rassurantes sur ce front étant donné les événements sur la scène politique américaine. S'il a donné un ballon d'oxygène au secteur de l'énergie en s'engageant à autoriser la construction du pipeline Keystone XL, le président élu a aussi dit qu'il voulait renégocier l'Accord de libre-échange nord-américain. Le Canada a profité énormément de l'accès au marché américain; ses exportations aux États-Unis ont doublé et plus depuis 1993. L'excédent du commerce international de marchandises du Canada avec les États-Unis a grimpé d'environ CA\$37 milliards en 1993 à environ CA\$117 milliards l'an dernier. Une renégociation de l'ALÉNA ou, pire, son démantèlement pourraient être dévastateurs pour le Canada. Si les États-Unis érigent des barrières commerciales, il peut être difficile pour le Canada de trouver d'autres débouchés pour ses marchandises. À noter que le Partenariat Transpacifique est maintenant condamné avec le retrait de la participation des États-Unis. Même l'Accord économique et commercial global (CETA) qui a été temporairement approuvé par les Européens pourrait être compromis si une vague de populisme similaire l'emportait dans les prochaines élections européennes.

Vu le degré d'intégration atteint par les deux économies et donc la perte sèche dû aux entraves au commerce international, nous présumons que le bon sens l'emportera chez les décideurs des deux côtés de la frontière de sorte à ne pas nuire de manière importante aux entreprises canadiennes et américaines – nous prévoyons une croissance de 1.9% du PIB du Canada en 2017 et de 1.7% l'année suivante. Mais nous reconnaissons les risques pour ces prévisions si les relations commerciales bilatérales entre le Canada et les États-Unis devaient se détériorer.

Que l'ALÉNA et le CETA survivent ou non, les décideurs canadiens devront réagir vite à l'évolution du paysage politique américain. Ils devront trouver d'urgence des moyens de rendre le Canada plus concurrentiel. La Banque du Canada fera sa part en maintenant le dollar canadien bas par une politique monétaire de grande détente – avec la lenteur de l'économie, l'inflation ne posera pas de problème sur l'horizon de prévision.

Les gouvernements fédéral et provinciaux auront aussi un rôle à jouer non seulement en devant certaines des mesures de stimulation budgétaires qui avaient été prévues pour les années subséquentes, mais aussi en envisageant des réformes et des incitatifs pour augmenter l'investissement privé et la productivité. Le secteur manufacturier par exemple pourrait bien avoir besoin d'aide après avoir vu son stock de capital baisser à des niveaux inégalés depuis plusieurs décennies, ce qui contraste avec l'augmentation rapide des capacités au sud de la frontière. Comme la réglementation environnementale américaine s'assouplira sans doute sous une administration Trump, les décideurs canadiens devront peut-être envisager de suspendre temporairement certaines initiatives vertes et d'autres politiques qui désavantagent les entreprises canadiennes par rapport à leurs homologues américaines.

# 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	2.6	2.5	2.6	2.6	2.5	2.5
Construction résidentielle	3.5	11.7	5.0	4.5	1.8	2.0	4.0	1.5
Investissements des entreprises	6.0	2.1	(0.5)	1.5	1.8	0.1	1.6	2.1
Dépenses publiques	(0.9)	1.8	0.8	1.5	2.7	0.3	2.5	2.2
Exportations	4.3	0.1	0.1	(1.3)	(0.3)	0.6	(1.5)	0.5
Importations	4.4	4.6	0.6	1.8	1.6	0.5	2.5	1.0
Variation des stocks (milliards \$)	57.7	84.0	22.0	42.8	40.8	44.0	42.0	40.0
Demande intérieure	2.6	3.1	2.0	2.3	2.5	1.9	2.5	2.4
Revenu réel disponible	3.5	3.5	2.5	1.9	1.7	2.1	1.8	1.7
Emploi	1.6	1.7	1.8	1.1	1.1	1.7	1.0	1.1
Taux de chômage	6.2	5.3	4.9	5.0	4.7	5.0	5.0	4.5
Taux d'inflation	1.6	0.1	1.2	2.1	2.2	1.7	1.9	2.3
Bénéfices avant impôts	5.9	(3.0)	(2.2)	4.4	4.6	5.1	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)	(488.0)	(500.0)	(540.0)	...	...	...

\* Sauf indication contraire.

## Scénario financier\*\*

	actuel					2016	2017	2018
	24-11-16	T4 2016	T1 2017	T2 2017	T3 2017			
Taux cible fonds fédéraux	0.50	0.75	0.75	1.00	1.00	0.75	1.25	2.00
Bons du Trésor 3 mois	0.50	0.57	0.57	0.82	0.82	0.57	1.07	1.80
Obligations fédérales								
2 ans	1.12	1.07	1.19	1.35	1.51	1.07	1.68	2.28
5 ans	1.83	1.74	1.85	1.99	2.10	1.74	2.31	2.66
10 ans	2.36	2.30	2.37	2.50	2.56	2.30	2.70	2.96
30 ans	3.02	3.01	3.03	3.12	3.15	3.01	3.26	3.39
Taux de change								
US\$/Euro	1.06	1.05	1.03	1.00	1.01	1.05	1.03	1.07
YEN/\$US	113	114	115	118	117	114	115	111

Financière Banque Nationale

\*\* fin de période

# LE MENSUEL ÉCONOMIQUE

## Canada Scénario économique

(Variation annuelle en %)*						T4/T4		
	2014	2015	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Produit intérieur brut (\$constants, 2007)	2.5	1.1	1.2	1.9	1.7	1.4	1.9	1.6
Dépenses personnelles	2.6	1.9	2.2	1.5	1.3	2.2	1.1	1.3
Construction résidentielle	2.5	3.8	3.6	(2.0)	(1.5)	2.2	(2.0)	(1.5)
Investissements des entreprises	0.0	(10.6)	(7.4)	(0.3)	2.3	(3.7)	1.5	2.5
Dépenses publiques	0.6	1.8	1.6	2.8	0.8	2.0	2.7	0.5
Exportations	5.3	3.4	0.9	3.6	4.3	1.0	4.5	3.7
Importations	1.8	0.3	(0.8)	1.9	2.2	1.4	2.5	1.7
Variation des stocks (millions \$)	9,869	3,907	-3,641	-3,424	-1,572	-3,481	-1,765	-795
Demande intérieure	1.6	0.3	1.1	1.4	1.1	1.5	1.3	1.1
Revenu réel disponible	1.1	2.6	2.3	2.0	1.7	2.8	1.9	1.7
Emploi	0.6	0.9	0.6	0.7	0.8	0.5	0.8	0.7
Taux de chômage	6.9	6.9	7.1	7.1	6.9	7.2	7.0	6.8
Taux d'inflation	1.9	1.1	1.4	1.8	2.0	1.5	2.0	1.9
Bénéfices avant impôts	7.0	(15.8)	(10.9)	7.4	7.5	(6.6)	11.5	6.0
Compte courant (milliards, \$)	(44.9)	(62.6)	(68.8)	(56.2)	(45.0)	....	....	....

\* Sauf indication contraire.

## Scénario financier\*\*

	actuel					2016	2017	2018
	24-11-16	T4 2016	T1 2017	T2 2017	T3 2017			
Taux à un jour	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	1.00
Bons du Trésor 3M	0.51	0.47	0.47	0.47	0.47	0.47	0.63	0.96
Obligations fédérales								
2 ans	0.69	0.68	0.64	0.68	0.82	0.68	1.01	1.37
5 ans	1.01	1.02	1.00	1.12	1.31	1.02	1.54	1.85
10 ans	1.59	1.59	1.64	1.73	1.87	1.59	2.01	2.18
30 ans	2.18	2.22	2.17	2.22	2.32	2.22	2.42	2.52
Taux de change								
CAD par USD	1.35	1.36	1.38	1.40	1.39	1.36	1.37	1.33
Prix du pétrole (WTI), \$U.S.	47	45	50	47	52	45	55	60

Financière Banque Nationale

\*\* fin de période

# LE MENSUEL ÉCONOMIQUE

## ÉCONOMIE ET STRATÉGIE

**Bureau Montréal**  
514 879-2529

**Bureau Toronto**  
416 869-8598

**Stéfane Marion**  
*Économiste et stratège en chef*  
stefane.marion@bnc.ca

**Marc Pinsonneault**  
*Économiste principal*  
marc.pinsonneault@bnc.ca

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

**Paul-André Pinsonnault**  
*Économiste principal, Revenu fixe*  
paulandre.pinsonnault@bnc.ca

**Matthieu Arseneau**  
*Économiste principal*  
matthieu.arseneau@bnc.ca

**Krishen Rangasamy**  
*Économiste principal*  
krishen.rangasamy@bnc.ca

**Angelo Katsoras**  
*Analyste géopolitique*  
angelo.katsoras@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.