

Points saillants

- Après une piètre performance en 2016, les économies avancées rebondissent bien. Le regain de l'OCDE auquel s'ajoute la poursuite de la vigueur des économies émergentes place le PIB mondial sur la voie d'une accélération de la croissance à environ 3.5% cette année. Nous nous attendons à une performance similaire en 2018, sous réserve toutefois que les gouvernements des quatre coins du monde soient en mesure d'éviter les écueils que représentent la montée du protectionnisme commercial, les niveaux élevés des dettes et l'incertitude géopolitique.
- L'économie américaine a continué de croître au troisième trimestre. Les données de juillet sur la création d'emplois et le commerce de détail étaient vigoureuses, confirmant que le principal moteur de la croissance, c.-à-d. la consommation, reste en grande forme. La production industrielle augmente aussi, car les entreprises reconstituent leurs stocks et investissent plus. Alors que l'ouragan Harvey pourrait soustraire quelques dixièmes de la croissance du troisième trimestre, il faut s'attendre à un rebond ultérieur mené par les efforts de reconstruction. Nous gardons confiance dans notre projection d'une accélération de la croissance du PIB américain à plus de 2% cette année et l'an prochain. Celle-ci devrait encourager la Fed à réduire un peu plus sa détente monétaire, malgré l'absence de tensions inflationnistes.
- La croissance plus vigoureuse que prévu du premier semestre de l'année nous incite à rehausser notre prévision d'augmentation du PIB canadien pour 2017 à 3.0%. Cette vigueur de la croissance est complétée par un marché du travail sain, qui a créé plus d'emplois que jamais en 7 ans. Combinée à l'effet de richesse immobilière – la croissance du crédit à la consommation bondit grâce en partie aux marges de crédit adossées à l'avoir propre immobilier –, elle stimule la consommation. Nous avons aussi revu à la hausse notre prévision de croissance du PIB pour 2018 afin de refléter les mesures de stimulation budgétaires en Ontario, au Québec et en Colombie-Britannique. L'amélioration des perspectives et la montée des risques pour la stabilité financière associés aux dettes immobilières et à l'endettement des ménages l'emportent évidemment sur le problème de la faiblesse de l'inflation, et justifient donc une politique monétaire plus resserrée de la Banque du Canada.
- Nos prévisions plus optimistes pour le Canada nous incitent à nous attendre à un taux de financement à un jour de la Banque du Canada de 1.25% à la fin de 2017 et de 2.00% d'ici la fin de 2018, dans les deux cas plus haut que ce que nous avons prévu précédemment. Par conséquent, nous sommes un peu plus optimistes pour le dollar canadien et prévoyons maintenant que le taux USDCAD se situera entre 1.20 et 1.30 au cours des 12 prochains mois.

Krishen Rangasamy
514-879-3140

	Changements par rapport aux prévisions précédentes				
	2016	2017	2018	2017	2018
États-Unis					
PIB réel	1.5%	2.2%	2.4%	inch	inch
Inflation (IPC)	1.3%	1.9%	1.9%	-0.4 pp	-0.3 pp
Taux cible fonds fédéraux*	0.75%	1.50%	2.00%	unch	-25 pb
Taux sur obligation 10 ans*	2.45%	2.68%	2.99%	-3 pb	-21 pb
Canada					
PIB réel	1.5%	3.0%	2.5%	+0.6 pp	+0.5 pp
Inflation (IPC)	1.4%	1.6%	1.8%	-0.1 pp	inch
Taux à un jour*	0.50%	1.25%	2.00%	+25 pb	+50 pb
Taux sur obligation 10 ans*	1.72%	2.10%	2.72%	-16 pb	+3 pb

* fin de période

Monde : Rebond de l'OCDE

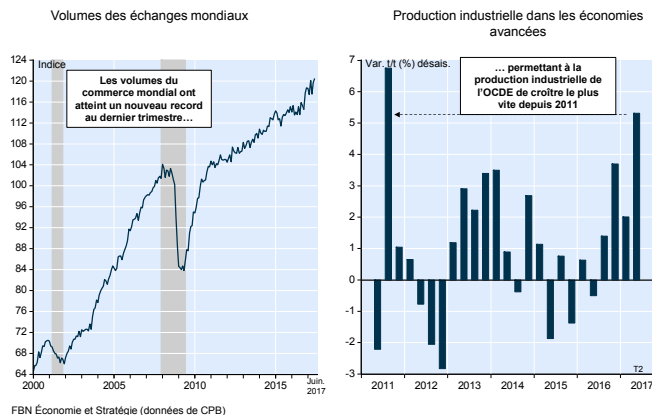
Après une piètre performance en 2016, les économies avancées rebondissent bien. Le regain de l'OCDE auquel s'ajoute la poursuite de la vigueur des économies émergentes place le PIB mondial sur la voie d'une accélération de la croissance à environ 3.5% cette année. Nous nous attendons à une performance similaire en 2018 sous réserve toutefois que les gouvernements des quatre coins du monde soient en mesure d'éviter les écueils que représentent la montée du protectionnisme commercial, les niveaux élevés des dettes et l'incertitude géopolitique.

Les économies avancées rebondissent après une année 2016 médiocre. Les dernières données du CPB indiquent que la production industrielle de l'OCDE a grimpé de 5.3% en chiffres annualisés au T2, soit la plus forte augmentation trimestrielle depuis 2011. Cela a été possible grâce à une nouvelle augmentation des volumes du commerce international qui ont atteint un niveau record le trimestre dernier. Une meilleure performance industrielle s'est traduite par une croissance plus forte du PIB dans les grandes économies avancées. Aux États-Unis, par exemple, la croissance économique a accéléré au deuxième trimestre où, au tonus des usines, s'est ajoutée la poursuite de la résilience du secteur des services (voir section États-Unis).

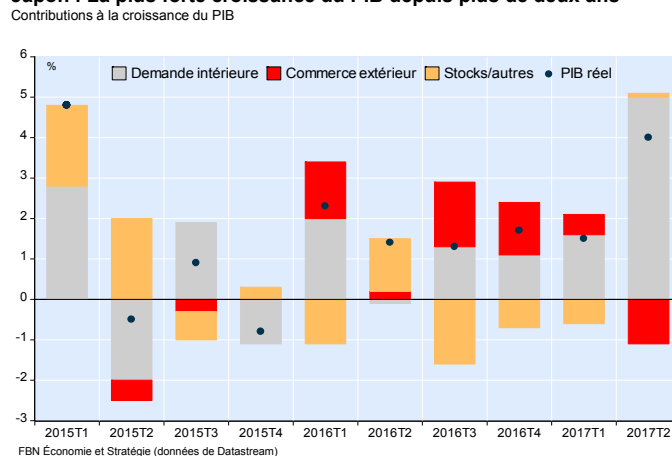
Mais, contre toute attente, le plus performant des pays des économies développées était le Japon avec une augmentation annualisée étonnante de 4% du PIB réel au T2, son meilleur résultat trimestriel depuis le début de 2015. Le Japon a ainsi enregistré son sixième trimestre de croissance positive de suite. C'est la plus longue séquence du genre depuis 2006. La demande intérieure a augmenté au rythme le plus rapide en trois ans au T2, essentiellement grâce à la consommation – probablement alimentée par l'effet de richesse associé à un marché boursier en essor – bien qu'il y ait aussi eu des apports sains des dépenses gouvernementales et de l'investissement. Ces gains ont atténué l'effet ralentisseur du commerce international causé par un bond des importations au cours du trimestre. Et d'après les données les plus récentes, il semble que l'élan se soit maintenu au T3. L'indice Markit des directeurs des achats dans la fabrication pour le Japon a bondi en août à un sommet inégalé depuis 3 mois. Ces données plus fortes que prévu nous incitent à relever notre prévision pour la croissance du PIB du Japon pour 2017 à 1.7%.

Dans la zone euro aussi, la croissance du PIB réel a accéléré au deuxième trimestre, dépassant le consensus de 2.3% annualisé, une fois de plus grâce à l'Allemagne, bien que la France, l'Espagne et même l'Italie aient aussi enregistré des gains honorables. Ainsi, la production globale de la zone euro dépasse maintenant de près de 4% les niveaux de 2008. L'Indicateur de sentiment économique de la Commission européenne atteint aujourd'hui un niveau inégalé depuis une décennie, reflétant le regain de confiance des entreprises et des consommateurs en Europe, alors que l'emploi dans la zone euro est aussi au plus haut. Sur la base des indices éclairés des directeurs des achats pour juillet et août dans les secteurs de la fabrication et des services, il semble que la zone euro ait poursuivi son expansion au T3. Ces résultats solides nous ont conduits à hausser à 1.9% notre prévision de croissance du PIB pour 2017 pour la zone de la monnaie commune.

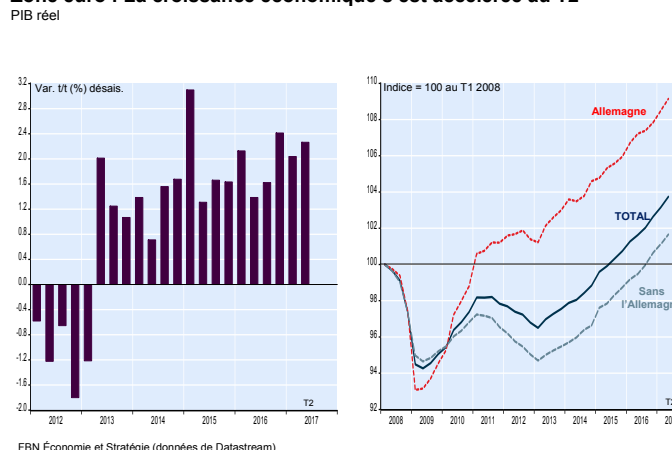
Monde : Plus forte hausse de la production industrielle de l'OCDE en 6 ans



Japon : La plus forte croissance du PIB depuis plus de deux ans



Zone euro : La croissance économique s'est accélérée au T2



Perspectives mondiales

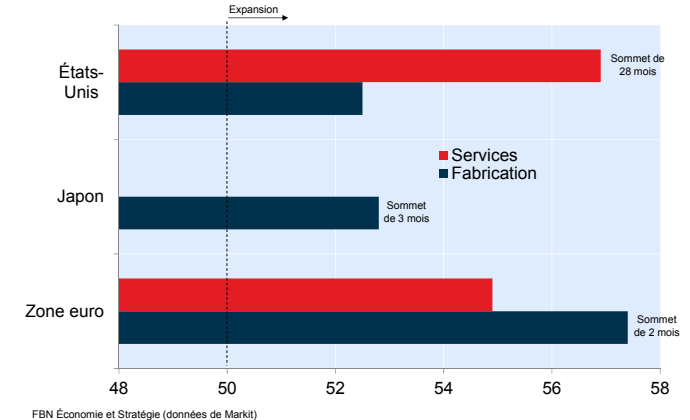
Prévisions

	2016	2017	2018
Pays avancés	1.6	2.1	2.0
États-Unis	1.5	2.2	2.4
Zone euro	1.7	1.9	1.7
Japon	1.0	1.7	1.1
R.-U.	1.8	1.6	1.4
Canada	1.5	3.0	2.5
Australie	2.5	2.1	2.8
Nouvelle-Zélande	4.0	2.6	3.1
Hong Kong	1.9	2.7	2.3
Corée	2.8	2.8	2.6
Taiwan	1.4	2.2	2.0
Singapour	2.0	2.5	2.3
Asie émergente	6.3	6.5	6.2
Chine	6.7	6.6	6.3
Inde	6.8	7.3	7.6
Indonésie	5.0	5.2	5.4
Malaisie	4.2	5.0	4.7
Philippines	6.8	6.4	6.4
Thaïlande	3.2	3.4	3.4
Amérique latine	-1.0	1.3	2.3
Mexique	2.3	2.0	2.2
Brésil	-3.6	0.4	2.1
Argentine	-2.3	2.7	2.7
Venezuela	-18.0	-6.7	-1.7
Colombie	2.0	1.4	2.7
Europe de l'Est et CEI	1.6	2.7	2.7
Russie	-0.2	1.4	1.7
République Tchèque	2.4	2.9	2.6
Pologne	2.8	3.7	3.4
Turquie	2.9	4.1	3.4
M-O et Afrique du N.	3.8	2.3	3.2
Afrique subsaharienne	1.5	2.7	3.5
Pays avancés	1.6	2.1	2.0
Pays émergents	4.1	4.6	4.8
Monde	3.1	3.5	3.6

Source: FBN Économie et Stratégie

Monde : L'expansion des principales économies avancées continue au T3

Indices Markit des directeurs des achats en août 2017

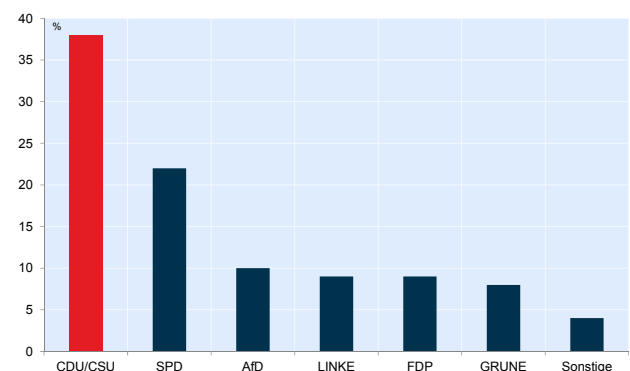


Cela signifie-t-il que la Banque centrale européenne retirera bientôt ses mesures de relance? Le programme d'achat d'actifs de la banque centrale prendra fin et les taux d'intérêt finiront par redevenir positifs. Mais on est loin d'un resserrement important imminent et de la politique monétaire. À défaut d'inflation alors que la croissance du crédit et de l'économie reste inégale dans la zone — la production de six de ses 19 économies est encore inférieure au sommet de 2008 —, la BCE peut se permettre de se montrer patiente.

Des risques importants pourraient aussi précipiter une rechute économique peu souhaitable. Même si les résultats des élections aux Pays-Bas et en France ont été favorables, les partis opposés à l'Union européenne ayant été largement battus, il reste des élections à venir en Allemagne et en Italie, et elles sont cruciales. Selon les sondages les plus récents, la chancelière Angela Merkel remportera un quatrième mandat le 24 septembre, la coalition CDU/CSU obtenant près de 40% des intentions de vote. Mais un résultat élevé de l'Afd — le parti politique d'extrême droite porté par le mécontentement causé par la politique d'accueil des réfugiés — pourrait redonner espoir au mouvement anti-UE et affaiblir la chancelière allemande. Les élections en Italie l'an prochain pourraient aussi affaiblir la zone. Et, bien entendu, il ne faut pas sous-estimer les effets négatifs du Brexit. Donc, la BCE n'est pas au bout de ses peines, loin s'en faut.

Allemagne : Un quatrième mandat pour Angela Merkel le 24 septembre?

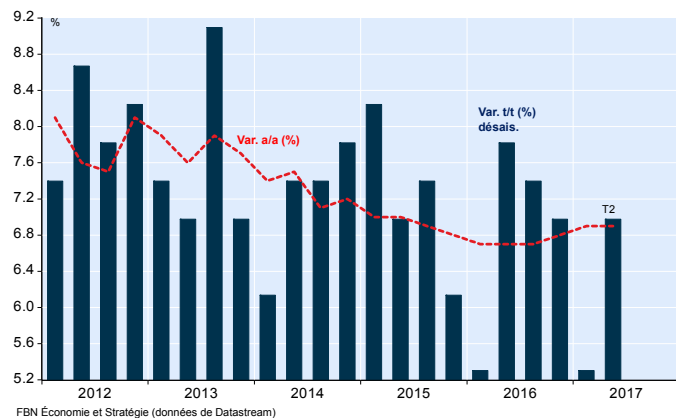
Intention de vote au 24 août, part par parti



FBN Économie et Stratégie (données de wahlrecht.de)

Chine : La croissance s'est accélérée au T2

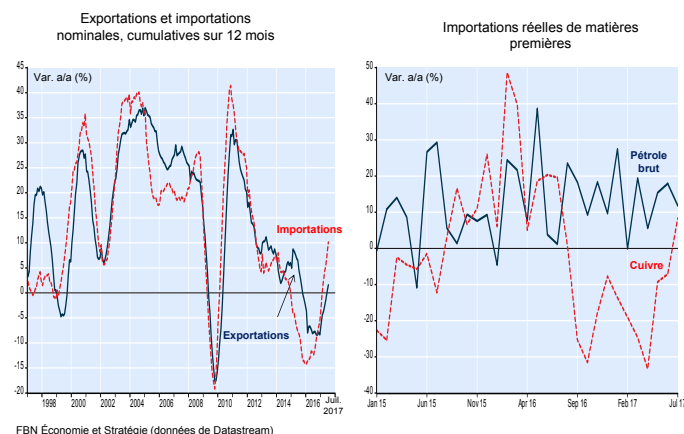
PIB réel



Les économies émergentes ont aussi connu un bon deuxième trimestre, avec une croissance de la production industrielle de plus de 4% en chiffres annualisés, en hausse par rapport au trimestre précédent.

La remontée de l'activité économique sur les marchés émergents peut, en partie, être attribuée à la Chine dont la croissance du PIB aurait accéléré au T2 à 7% en chiffres annualisés (ou de 6.9% d'une année à l'autre). L'économie chinoise est restée dynamique au début du T3 selon les données de juillet. La solidité des ventes au détail laisse d'ailleurs entrevoir une poursuite de la vigueur des dépenses de consommation alors que l'investissement immobilier fait aussi preuve de résilience. Devant une demande intérieure forte, les importations augmentent maintenant au rythme le plus rapide depuis 2012. Le bond des importations s'explique en partie par la demande de matières premières – les importations réelles de cuivre croissent à nouveau d'une année à l'autre pour la première fois depuis l'été 2016.

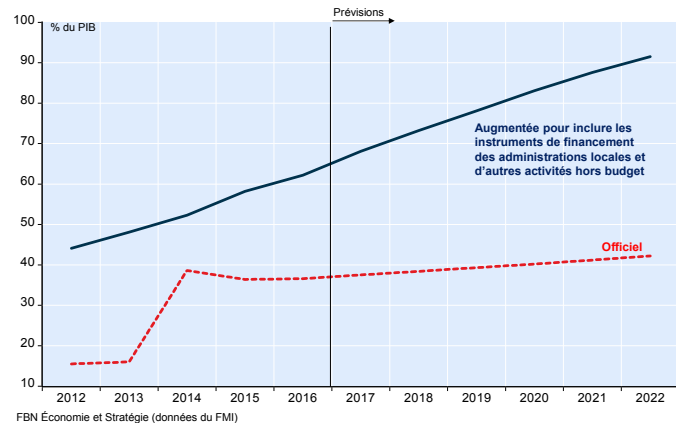
Chine : Les importations ont bondi



Le secteur des exportations se rétablit aussi; les ventes sont maintenant en hausse d'une année à l'autre pour la première fois depuis des mois. Le taux de change effectif réel, qui a atteint un point culminant au début de l'an dernier, a fortement chuté et est maintenant le plus concurrentiel depuis trois ans, d'où le regain des exportations. Cela, ajouté à un ralentissement de l'exode de capitaux, explique la stabilisation déclarée à près de US\$3,000 milliards, des réserves de change de la Banque populaire de Chine.

Chine : La dette publique augmente

Dette publique



Mais il reste d'importants risques pour la deuxième économie du monde. La dette massive ne s'allégera pas vu la grande intensité du crédit – il faut maintenant deux fois plus de crédit qu'avant 2009 pour générer une unité additionnelle de PIB en Chine. La dette du secteur privé non financier a atteint l'an dernier 235% du PIB. L'administration publique participe aussi à cette vague d'endettement. Les chiffres officiels indiquent que la dette publique est inférieure à 40% du PIB, mais la réalité est moins rose. Si on ajoute les instruments de financement des administrations locales et d'autres activités hors budget, cette « dette augmentée » est en fait plus proche de 70% du PIB. Selon le FMI, si les autorités maintiennent les niveaux actuels d'investissement public, la dette augmentée continuera de croître et atteindra 92% du PIB d'ici 2022.

La Chine doit aussi faire face à des obstacles extérieurs, comme une politique commerciale américaine potentiellement moins favorable. Les États-Unis font publiquement pression par le commerce international pour amener l'Empire du Milieu à pousser la Corée du Nord à abandonner ses ambitions nucléaires. Les droits américains imposés récemment sur les importations de papier d'aluminium en provenance de la Chine étaient symboliques puisque ces importations sont relativement limitées. Mais les États-Unis ont fait savoir qu'ils étaient prêts à relever les barrières commerciales pour leur principal partenaire dans le but d'obtenir des progrès sur le front géopolitique.

Notre prévision de croissance de 6.6% pour la Chine cette année et de 6.3% en 2018 suppose que Pékin sera en mesure de gérer ces risques.

États-Unis : L'élan persiste au T3

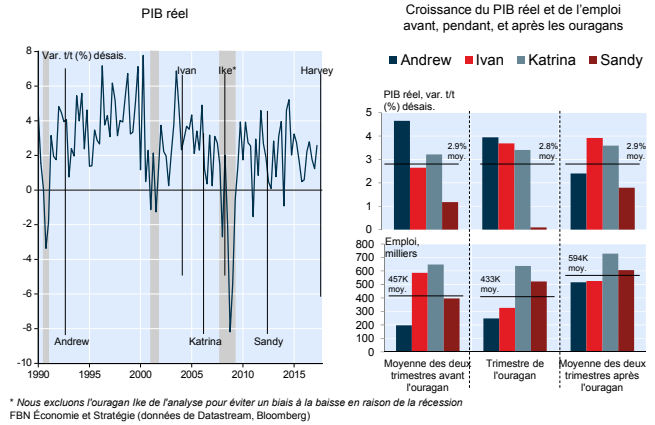
L'économie américaine a continué de croître au troisième trimestre. Les données de juillet sur la création d'emplois et le commerce de détail étaient vigoureuses, confirmant que le principal moteur de la croissance, c.-à-d. la consommation, reste en grande forme. La production industrielle augmente aussi, car les entreprises reconstituent leurs stocks et investissent plus. Alors que l'ouragan Harvey pourrait soustraire quelques dixièmes de la croissance du troisième trimestre, il faut s'attendre à un rebond ultérieur mené par les efforts de reconstruction. Nous gardons confiance dans notre projection d'une accélération de la croissance du PIB américain à plus de 2% cette année et l'an prochain. Celle-ci devrait encourager la Fed à réduire un peu plus sa détente monétaire, malgré l'absence de tensions inflationnistes.

Les chiffres révisés de la Bureau of Economic Analysis montrent que la croissance annualisée du PIB des États-Unis au T2 était de 3.0%, soit plus du double du trimestre précédent. L'accélération s'explique par la croissance de la consommation, elle-même soutenue par une amélioration des revenus disponibles et une légère baisse du taux d'épargne. Les investissements des entreprises et le commerce international ont aussi contribué à la croissance, compensant l'effet inhibiteur de l'administration publique et l'investissement résidentiel, ce dernier freiné par une offre insuffisante. De plus, les stocks n'ont pas affecté les résultats du T2, si bien que la croissance pourrait encore reprendre davantage à mesure que les stocks seront reconstitués au deuxième semestre de 2017.

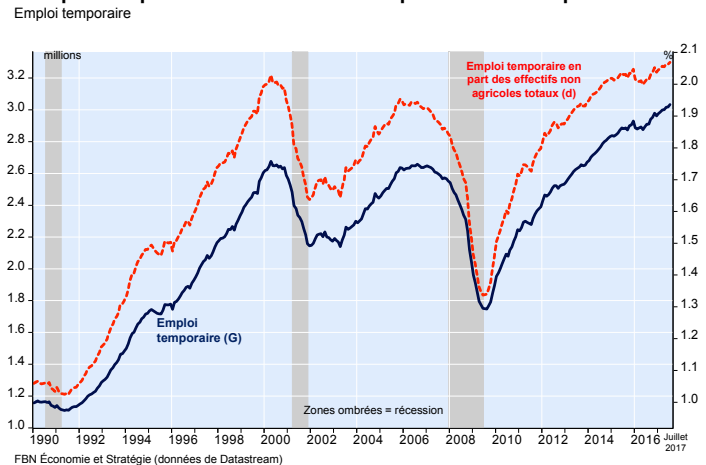
L'ouragan Harvey pourrait soustraire quelques dixièmes de la croissance du troisième trimestre. Mais si l'histoire est un guide, cela ne déraillera pas la croissance du PIB en 2017 en raison d'un rebond ultérieur mené par les efforts de reconstruction. Plus important encore, l'économie sous-jacente reste forte, comme en témoignent les gains pour la production industrielle et les dépenses de détail en juillet. La forte demande de biens d'équipement laisse penser que les dépenses d'investissement des entreprises ont continué de s'amplifier au T3. L'augmentation de l'emploi en juillet dans le secteur des biens (en particulier dans la fabrication et la construction), la poursuite de la vigueur du secteur des services et l'emploi temporaire record — atteignant un point culminant en chiffres absolus et en proportion des effectifs non agricoles totaux — concordent avec une poursuite de l'expansion.

L'utilisation du levier financier pourrait aussi avoir soutenu les dépenses de consommation si l'on se fie au dernier trimestre. Les données les plus récentes de la Fed de New York révèlent en effet que la dette des ménages américains a bondi à un record de \$12,800 milliards à la fin du T2, exactement quatre années après son creux cyclique. Cette dette a augmenté de 4.5% d'une année à l'autre au T2, le rythme de croissance le plus rapide depuis 2008, dû non seulement aux secteurs habituels (prêts d'études et autos) mais aussi par la dette liée aux emprunts hypothécaires (3.9% a/a, le rythme le plus rapide depuis neuf ans) et les cartes de crédit (7.5% a/a, le plus rapide depuis le T1 2008). Et la bonne nouvelle, c'est que les crédits en souffrance, les saisies et les faillites restent relativement faibles à ce stade-ci.

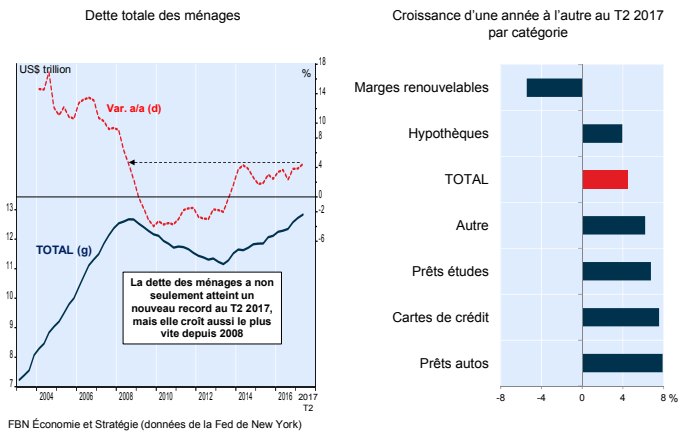
La saison des ouragans entrainera-t-elle une dégradation de la croissance?



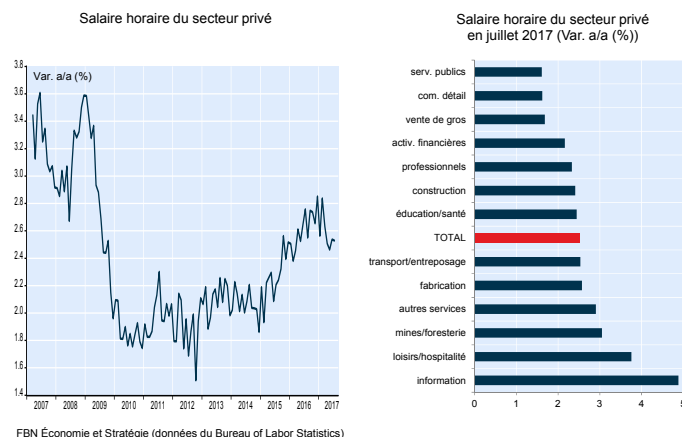
L'emploi temporaire record dénote une poursuite de l'expansion



Croissance de la dette des ménages la plus rapide depuis 2008



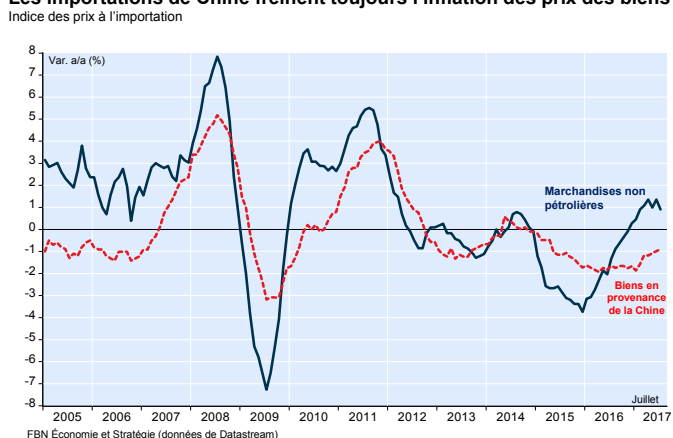
Quels secteurs freinent l'inflation des salaires?



Alors pourquoi la Fed hésite-t-elle à hausser les taux d'intérêt davantage? L'inflation reste basse et plusieurs participants du FOMC estiment, selon le récent compte-rendu, que les risques concernant les perspectives d'inflation pencheraient plutôt vers la baisse. Certains de ces participants ont même douté des modèles actuels (selon lesquels l'inflation remonterait à la cible de 2% à moyen terme) parce qu'ils n'étaient pas « particulièrement utiles pour prédire l'inflation ». Cela faisait écho à un des arguments développés dans notre récente étude spéciale, intitulée « *Est-il temps de retirer les mesures de stimulation?* »

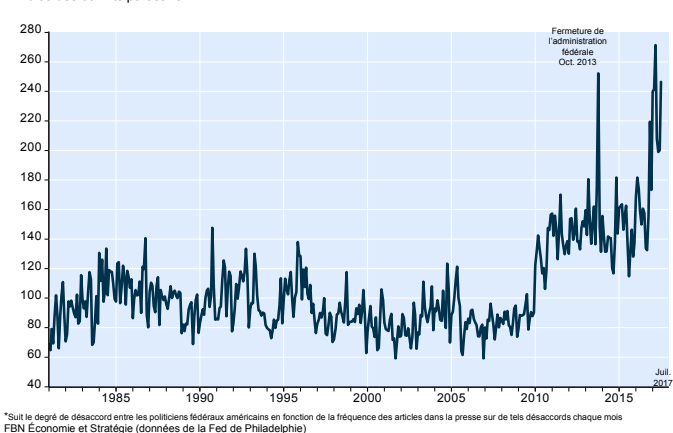
Le problème tient en partie à ce que l'inflation des salaires persiste à rester basse (2.5% d'une année à l'autre en juillet), freinée par les emplois dans le commerce de détail, la vente en gros et les services publics. Même les secteurs où les salaires augmentaient habituellement plus vite avant la récession, comme la construction et les services financiers, connaissent actuellement une croissance timide des rémunérations. Comme l'a récemment avancé la Fed de San Francisco, l'absence de croissance des salaires pourrait être attribuable à un changement de composition du marché du travail, les *baby-boomers* à salaire élevé qui prennent leur retraite étant remplacés par de nouveaux arrivants aux rémunérations plus basses. Quoi qu'il en soit, l'inflation globale des salaires reste faible, ce qui maintient les coûts de production, et par conséquent l'inflation en général, bas. La faiblesse des prix à l'importation contribue aussi à un contexte de faible inflation. Rappelez-vous que les prix des marchandises importées de Chine aux États-Unis continuent de baisser sur une base annuelle.

Les importations de Chine freinent toujours l'inflation des prix des biens



Au-delà des déceptions sur le front de l'inflation, la Réserve fédérale a aussi dû composer avec une situation politique apparemment en détérioration qui menace l'économie. L'indice des conflits partisans de la Fed de Philadelphie, qui suit le degré de désaccord politique entre les politiciens fédéraux, a bondi cette année, coïncidant avec l'arrivée de l'administration Trump et est maintenant proche de niveaux qu'on n'avait pas atteints depuis avant le blocage de l'appareil d'État (le *shutdown*) de 2013. Les négociations continues visant le relèvement du plafond de la dette auraient pourtant dû être faciles puisque les républicains contrôlent maintenant la présidence et les deux chambres du Congrès. Mais vu la toxicité du climat politique actuel, une nouvelle fermeture de l'administration publique ne peut pas être exclue.

Faut-il s'attendre à une nouvelle fermeture de l'administration fédérale?



Par conséquent, la Fed avancera plus prudemment qu'elle ne l'aurait aimé. À la lumière de ses communications récentes, le FOMC annoncera probablement le début de la normalisation de son bilan à sa réunion de septembre, avant une nouvelle hausse des taux d'intérêt en décembre, où l'incertitude entourant le plafond de la dette devrait être dissipée. Pour 2018, nous continuons de prévoir que la Fed procédera à deux hausses des taux de 25 points de base chacun. Comme nous l'avons vu plus tôt cette année, la Fed peut resserrer sa politique monétaire même en l'absence de tensions inflationnistes.

Canada : La croissance bonifiée

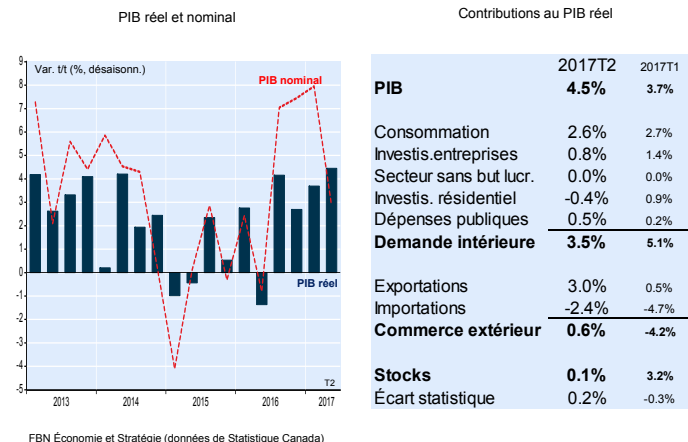
La croissance plus vigoureuse que prévu du premier semestre de l'année nous incite à rehausser notre prévision d'augmentation du PIB canadien pour 2017 à 3.0%. Cette vigueur de la croissance est complétée par un marché du travail sain, qui a créé plus d'emplois que jamais en 7 ans. Combinée à l'effet de richesse immobilière – la croissance du crédit à la consommation bondit grâce en partie aux marges de crédit adossées à l'avoir propre immobilier –, elle stimule la consommation. Nous avons aussi revu à la hausse notre prévision de croissance du PIB pour 2018 afin de refléter les mesures de stimulation budgétaires en Ontario, au Québec et en Colombie-Britannique. L'amélioration des perspectives et la montée des risques pour la stabilité financière associés aux dettes immobilières et à l'endettement des ménages l'emportent évidemment sur le problème de la faiblesse de l'inflation, et justifient donc une politique monétaire plus resserrée de la Banque du Canada.

L'effervescence du premier semestre nous a fait relever de six dixièmes notre prévision de croissance du PIB canadien pour 2017 à 3.0%. Si nous voyons juste, ce sera la plus forte croissance annuelle depuis six ans. Le dynamisme du T1 a été suivi d'une autre performance solide au deuxième trimestre qui a fait monter la croissance du PIB réel annualisé à 4.5%. Le commerce extérieur a contribué à la croissance au T2, les exportations ayant augmenté plus vite que les importations. La demande intérieure a aussi eu une influence, les dépenses de consommation, les dépenses des administrations publiques et les investissements des entreprises ayant nettement contrebalancé la faiblesse des investissements résidentiels.

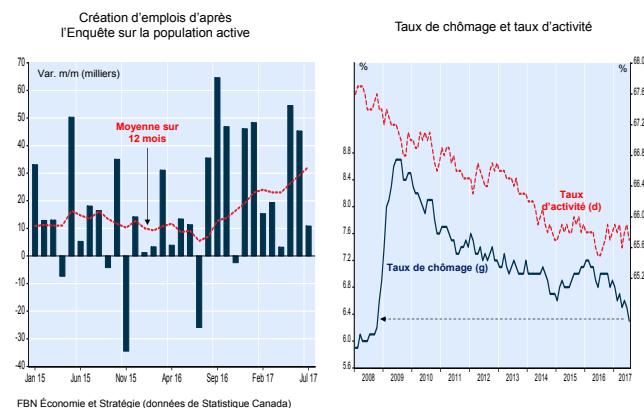
L'excellent point de départ – le PIB de juin a progressé de 0.3% non-annualisé – laisse penser qu'on aura une bonne croissance au T3 aussi. Cependant, nous nous attendons à un ralentissement de la croissance du PIB au T3 car nous doutons que la croissance de la consommation puisse soutenir un tel rythme. On se rappellera qu'au premier semestre le nombre massif de 186,000 emplois ont été créés selon l'Enquête sur la population active (EPA), ce qui représente le meilleur semestre depuis 2010. Un tel rythme de création d'emplois et les hausses de revenu des ménages qui s'y rapportent ne se répéteront pas si, comme nous le prévoyons, la croissance fléchit au deuxième semestre – comme nous l'avons déjà fait remarquer, la croissance du PIB et celle de l'emploi sont corrélées de manière contemporaine. Cette notion a aussi été renforcée par le faible rapport de l'EPA pour juillet qui affichait non seulement des baisses du secteur privé et de la construction (un secteur cyclique), mais une inflexion de la création de l'emploi vers la catégorie du travail autonome.

L'immobilier est un autre facteur qui pèsera probablement sur la consommation au T3. On se rappellera qu'au premier semestre un important effet de richesse immobilière grâce au bond des prix à la revente s'est soldé par une augmentation des emprunts des propriétaires et donc de plus fortes dépenses de consommation. Les marges de crédit adossées à des biens immobiliers ont crû si vite que la croissance du crédit à la consommation a accéléré au rythme le plus soutenu depuis 7 ans au T2. Mais le marché immobilier marque maintenant une pause grâce au resserrement de la réglementation des achats, cet effet de richesse devrait donc se dissiper.

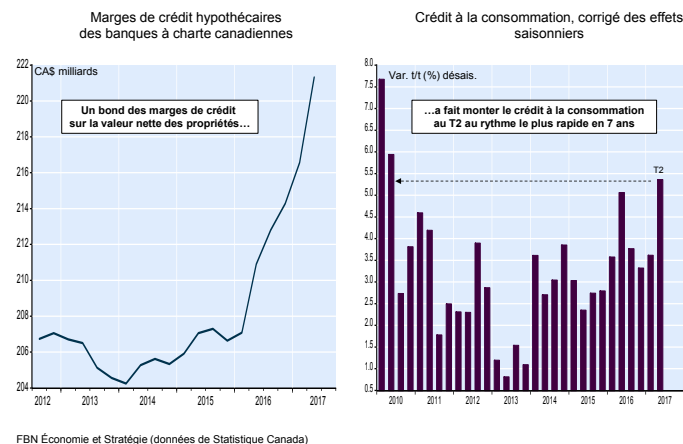
Canada : L'économie en plein essor au premier semestre de 2017



Le taux de chômage au plus bas depuis 2008

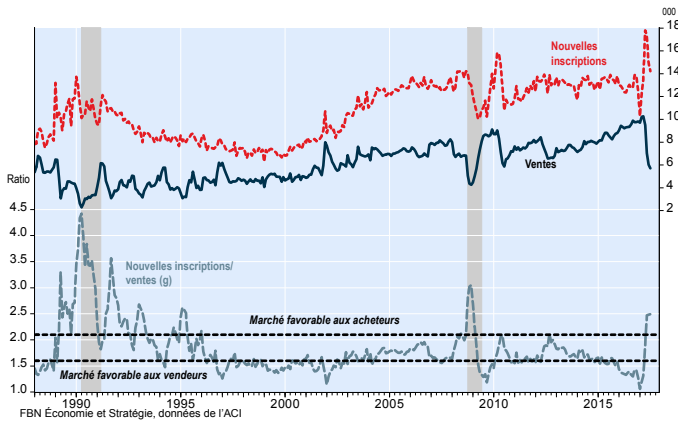


Le crédit à la consommation croît le plus vite depuis 7 ans



Toronto : Ratio nouvelles inscriptions/ventes

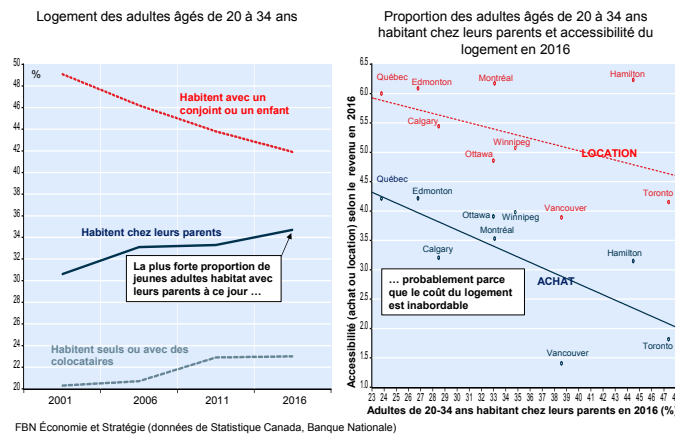
Données corrigées des effets saisonniers



FBN Économie et Stratégie, données de l'ACI

Effectivement, le marché immobilier résidentiel large semble marquer le pas. Depuis leur sommet de mars, les ventes ont baissé quatre mois de suite, descendant même sous les 40,000 unités, le plus bas niveau depuis février 2015. Les modifications de la politique d'accès à la propriété en Ontario à la fin d'avril combinées à des taux hypothécaires plus élevés semblent aussi freiner les ventes dans cette province — la baisse des ventes résidentielles à Toronto a été si forte que le marché de la ville est maintenant propice aux achats selon le critère des nouvelles inscriptions/ventes, et les prix à la revente chutent également en Colombie-Britannique, notamment à Vancouver.

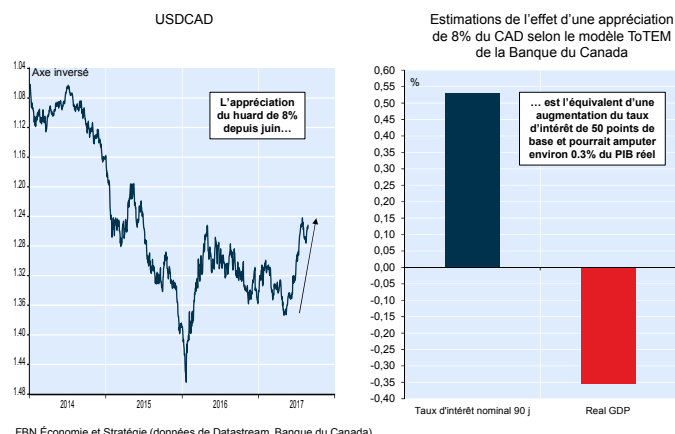
Canada : La cherté de l'immobilier limite la formation de ménages



FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada, Banque Nationale)

Le ralentissement du marché immobilier résidentiel qui n'est pas favorable aux dépenses de consommation devrait néanmoins avoir des conséquences positives. D'une part, la correction continue des marchés en surchauffe pourrait atténuer en partie l'exubérance irrationnelle en rappelant aux acheteurs légitimes et aux spéculateurs les risques d'une baisse. En outre, un ralentissement du marché immobilier rendra les propriétés plus abordables pour les jeunes quittant le foyer familial pour former leur propre ménage. À noter que la proportion de Canadiens adultes âgés de 20 à 34 ans habitant chez leurs parents a grimpé au niveau record de 34.7% selon les données du recensement de 2016. Cette proportion est encore plus élevée en Ontario, où Toronto (47.4%) est en tête de la liste des 35 régions métropolitaines de recensement. Il existe une corrélation négative claire entre les villes canadiennes concernant l'accessibilité du logement (pour les achats ou les locations) et la proportion des jeunes adultes domiciliés chez leurs parents.

L'appréciation du huard est l'équivalent d'une hausse des taux d'intérêt



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream, Banque du Canada)

Malgré le ralentissement attendu au deuxième semestre, les dépenses de consommation et immobilières demeureront cette année les principaux moteurs de la croissance du PIB, qui est également stimulée par les exportations et la reconstitution des stocks après le déstockage de l'an dernier. En plus de la révision à la hausse de la prévision de croissance du PIB pour cette année, nous avons aussi augmenté notre prévision de croissance pour 2018 à 2.5% afin de refléter les mesures de stimulation budgétaires provinciales en Colombie-Britannique, mais aussi en Ontario et au Québec avant les élections qui doivent se tenir dans ces deux provinces. Il reste en effet de la marge budgétaire pour augmenter les dépenses après le bond du PIB nominal de cette année qui a gonflé les recettes des gouvernements dans les trois provinces. La décision de l'Ontario d'augmenter le salaire minimum au début de l'an prochain donnera aussi un coup de pouce aux dépenses de consommation de la province.

Devant des prévisions plus haussières pour le Canada, nous nous attendons maintenant à ce que le taux de financement à un jour termine 2018 à 2.00%, 50 points de base de plus que dans notre prévision antérieure. Mais ces perspectives dépendent en fait de ce que fera la Fed aux États-Unis — nous continuons de prévoir que les taux fédéraux se situeront à 2.00% à la fin de l'an prochain. La BdC pourrait ne pas vouloir voir diminuer l'écart de taux d'intérêt entre les deux pays de crainte d'une reprise du dollar canadien qui freinerait la croissance. Ceux qui sous-estiment l'effet de l'appréciation de la monnaie feraient bien d'examiner ToTEM de la BdC qui indique qu'une hausse de 8% par rapport à l'USD depuis juin était l'équivalent d'environ cinquante points de base d'augmentation des taux d'intérêt.

États-Unis Scénario économique

<i>(Variation annuelle en %)*</i>						<i>T4/T4</i>		
	2014	2015	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Produit intérieur brut (\$2009 constants)	2.6	2.9	1.5	2.2	2.4	1.8	2.5	2.1
Dépenses personnelles	2.9	3.6	2.7	2.7	2.5	2.8	2.7	2.3
Construction résidentielle	3.5	10.2	5.5	2.3	1.9	2.5	2.7	1.7
Investissements des entreprises	6.9	2.3	(0.6)	4.2	2.1	0.7	4.9	1.5
Dépenses publiques	(0.6)	1.4	0.8	0.1	1.6	0.4	0.5	1.7
Exportations	4.3	0.4	(0.3)	3.1	1.3	0.6	4.0	0.5
Importations	4.5	5.0	1.3	3.7	1.6	2.7	2.7	1.2
Variation des stocks (milliards \$)	67.8	100.6	33.4	13.1	23.3	63.1	24.5	22.5
Demande intérieure	2.7	3.3	2.1	2.4	2.2	2.1	2.6	2.1
Revenu réel disponible	3.6	4.2	1.4	1.4	1.8	0.2	2.3	1.7
Emploi	1.6	1.7	1.7	1.2	1.3	1.6	1.3	1.3
Taux de chômage	6.2	5.3	4.9	4.5	4.3	4.7	4.4	4.3
Taux d'inflation	1.6	0.1	1.3	1.9	1.9	1.8	1.4	2.2
Bénéfices avant impôts	5.3	(1.1)	(2.1)	4.0	5.3	8.7	2.5	4.5
Solde budgétaire (compt. nat. milliards \$)	(483.3)	(439.0)	(588.0)	(594.0)	(620.0)
Compte courant (milliards \$)	(373.8)	(434.6)	(451.7)	(482.1)	(522.1)

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	<i>actuel</i>					2016	2017	2018
	30-08-17	T3 2017	T4 2017	T1 2018	T2 2018			
Taux cible fonds fédéraux	1.25	1.25	1.50	1.75	1.75	0.75	1.50	2.00
Bons du Trésor 3 mois	1.01	1.13	1.36	1.58	1.74	0.50	1.36	1.83
Obligations fédérales								
2 ans	1.33	1.38	1.82	1.95	2.01	1.20	1.82	2.21
5 ans	1.72	1.84	2.27	2.36	2.41	1.93	2.27	2.55
10 ans	2.15	2.28	2.68	2.81	2.85	2.45	2.68	2.99
30 ans	2.75	2.83	3.20	3.31	3.31	3.06	3.20	3.39
Taux de change								
US\$/Euro	1.19	1.18	1.21	1.19	1.17	1.05	1.21	1.12
YEN/\$US	110	110	115	114	112	117	115	108

** fin de période

Dynamique trimestrielle

	T1 2017	T2 2017	T3 2017	T4 2017	T1 2018	T2 2018	T3 2018	T4 2018
	publié	publié	prévision	prévision	prévision	prévision	prévision	prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	1.2	3.0	2.6	3.3	1.5	2.6	2.3	2.2
IPC (var. a/a %)	2.6	1.9	1.7	1.4	1.2	1.8	2.2	2.2
IPC de base (var. a/a %)	2.2	1.8	1.6	1.6	1.6	2.0	2.3	2.4
Taux de chômage (%)	4.7	4.4	4.4	4.4	4.4	4.3	4.3	4.3

Canada Scénario économique

(Variation annuelle en %)*						T4/T4		
	2014	2015	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Produit intérieur brut (\$constants, 2007)	2.6	0.9	1.5	3.0	2.5	2.0	3.0	2.5
Dépenses personnelles	2.8	1.9	2.4	3.5	2.3	2.7	3.3	2.2
Construction résidentielle	2.7	3.8	3.0	2.4	(1.5)	2.9	1.3	(2.3)
Investissements des entreprises	3.2	(11.5)	(8.6)	1.0	3.1	(7.5)	6.1	3.1
Dépenses publiques	0.0	1.9	1.8	1.3	2.9	2.2	1.4	3.2
Exportations	5.8	3.4	1.0	3.3	3.2	0.8	4.7	2.7
Importations	2.2	0.3	(0.9)	3.9	2.3	(0.8)	6.9	1.7
Variation des stocks (millions \$)	9,392	3,861	-415	9,893	2,323	-2,522	8,168	-115
Demande intérieure	1.9	0.3	1.0	2.6	2.2	1.3	3.0	2.2
Revenu réel disponible	1.3	3.3	2.7	3.4	2.0	2.6	3.1	1.7
Emploi	0.6	0.9	0.7	1.6	1.1	1.1	1.4	1.2
Taux de chômage	6.9	6.9	7.0	6.5	6.0	6.9	6.4	5.8
Taux d'inflation	1.9	1.1	1.4	1.6	1.8	1.4	1.8	1.8
Bénéfices avant impôts	8.2	(19.5)	(4.5)	22.6	5.2	14.6	10.8	6.0
Compte courant (milliards, \$)	(48.2)	(67.6)	(67.0)	(59.8)	(52.7)

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	actuel					2016	2017	2018
	30-08-17	T3 2017	T4 2017	T1 2018	T2 2018			
Taux à un jour	0.75	0.75	1.25	1.25	1.50	0.50	1.25	2.00
Bons du Trésor 3M	0.73	0.97	1.21	1.42	1.68	0.46	1.21	1.96
Obligations fédérales								
2 ans	1.23	1.29	1.54	1.71	1.97	0.75	1.54	2.14
5 ans	1.51	1.62	1.81	1.90	2.09	1.12	1.81	2.40
10 ans	1.84	1.99	2.10	2.22	2.39	1.72	2.10	2.72
30 ans	2.27	2.35	2.48	2.58	2.74	2.31	2.48	3.02
Taux de change								
CAD par USD	1.26	1.25	1.22	1.24	1.27	1.34	1.22	1.31
Prix du pétrole (WTI), \$U.S.	46	48	50	50	50	54	50	50

** fin de période

Dynamique trimestrielle

	T1 2017	T2 2017	T3 2017	T4 2017	T1 2018	T2 2018	T3 2018	T4 2018
	publié	publié	prévision	prévision	prévision	prévision	prévision	prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	3.7	4.5	1.8	2.0	2.3	2.5	2.7	1.9
IPC (var. a/a %)	1.9	1.3	1.5	1.8	1.5	1.9	2.0	1.8
IPC ex. aliments et énergie (var. a/a %)	2.0	1.4	1.6	2.0	1.6	1.9	1.8	1.8
Taux de chômage (%)	6.7	6.5	6.4	6.4	6.2	6.1	5.9	5.8

Financière Banque Nationale

Prévisions économiques provinciales

	2014	2015	2016e	2017p	2018p	2014	2015	2016e	2017p	2018p
	PIB réel (croissance en %)					PIB nominal (croissance en %)				
Terre-Neuve-et-Labrador	-1.0	-2.0	2.0	-1.0	4.0	-1.3	-11.5	3.3	5.4	4.1
Île-du-Prince-Édouard	1.5	1.3	2.4	2.0	1.5	3.5	3.9	4.5	4.1	4.0
Nouvelle-Écosse	0.8	1.0	1.1	1.2	1.1	1.7	2.4	2.2	3.0	2.8
Nouveau-Brunswick	-0.1	2.3	1.4	1.2	1.0	1.0	2.9	3.6	4.7	3.3
Québec	1.3	1.2	1.7	2.7	2.0	1.9	2.6	2.9	4.3	3.8
Ontario	2.7	2.5	2.7	2.8	2.7	4.7	4.9	4.6	4.9	4.5
Manitoba	1.5	2.2	2.4	2.6	2.1	2.5	3.1	2.5	4.9	4.2
Saskatchewan	2.4	-1.3	-1.0	2.4	2.0	1.3	-5.7	-5.8	7.7	3.9
Alberta	5.0	-3.6	-3.8	4.2	2.2	8.9	-12.5	-5.8	8.0	3.4
Colombie-Britannique	3.3	3.3	3.7	3.1	3.0	5.2	3.8	5.4	6.0	5.1
Canada	2.6	0.9	1.5	3.0	2.5	4.5	0.2	2.1	5.5	3.9
	Emploi (croissance en %)					Taux de chômage (%)				
Terre-Neuve-et-Labrador	-1.9	-1.0	-1.4	-3.1	-1.9	12.0	12.8	13.5	14.8	13.7
Île-du-Prince-Édouard	-0.4	-1.0	-2.3	2.9	0.7	10.5	10.4	10.8	10.4	9.2
Nouvelle-Écosse	-1.1	0.1	-0.4	0.9	0.2	8.9	8.6	8.3	8.3	7.7
Nouveau-Brunswick	-0.2	-0.4	-0.1	0.3	0.4	9.9	9.8	9.6	8.6	8.3
Québec	-0.1	1.0	0.9	2.1	1.0	7.8	7.6	7.0	6.0	5.7
Ontario	0.8	0.7	1.1	1.2	1.4	7.3	6.7	6.6	6.3	6.0
Manitoba	0.1	1.5	-0.5	1.8	0.8	5.4	5.6	6.1	5.3	4.8
Saskatchewan	1.0	0.6	-0.9	0.3	0.8	3.8	5.0	6.4	6.3	6.1
Alberta	2.2	1.2	-1.6	0.9	1.0	4.7	6.0	8.1	8.1	6.7
Colombie-Britannique	0.6	1.3	3.1	3.7	1.4	6.1	6.2	6.0	5.3	5.0
Canada	0.6	0.9	0.7	1.6	1.1	6.9	6.9	7.0	6.5	6.0
	Mises en chantier de logements (000)					IPC (Croissance en %)				
Terre-Neuve-et-Labrador	2.1	1.7	1.4	1.3	1.1	1.9	0.4	2.7	2.4	1.6
Île-du-Prince-Édouard	0.5	0.6	0.6	0.9	0.6	1.6	-0.6	1.2	1.6	1.9
Nouvelle-Écosse	3.1	3.8	3.8	4.2	3.5	1.7	0.4	1.2	1.2	1.8
Nouveau-Brunswick	2.3	2.0	1.8	1.8	1.7	1.5	0.5	2.2	2.4	1.9
Québec	38.8	37.9	38.9	41.9	37.5	1.4	1.1	0.7	1.2	1.8
Ontario	59.1	70.2	75.0	78.3	69.0	2.2	1.1	1.8	1.8	1.6
Manitoba	6.2	5.5	5.3	7.3	6.3	1.8	1.2	1.3	1.5	2.1
Saskatchewan	8.3	5.1	4.8	4.9	4.6	2.4	1.6	1.1	1.6	2.1
Alberta	40.6	37.3	24.5	29.9	27.0	2.6	1.2	1.1	1.7	2.1
Colombie-Britannique	28.4	31.4	41.8	40.7	36.0	1.0	1.1	1.9	1.7	1.9
Canada	189.3	195.5	197.9	211.0	187.3	1.9	1.1	1.4	1.6	1.8

e: estimé

p: prévision

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

Économie et Stratégie

Bureau Montréal
514 879-2529

Stéfane Marion

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

Paul-André Pinsonnault

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

Krishen Rangasamy

Économiste principal
krishen.rangasamy@bnc.ca

Marc Pinsonneault

Économiste principal
marc.pinsonneault@bnc.ca

Matthieu Arseneau

Économiste principal
matthieu.arseneau@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Kyle Dahms

Économiste
kyle.dahms@bnc.ca

Jocelyn Paquet

Économiste
jocelyn.paquet@bnc.ca

Bureau Toronto
416 869-8598

Warren Lovely

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

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

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

Analyses de recherche : Les analyses 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.

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 une activité réglementée de type 1 (négociation de valeurs mobilières), 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 FBN, n'est titulaire d'un permis de la SCF 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 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.