

## Faits saillants

- Nous avons augmenté d'un dixième notre prévision de croissance du PIB mondial à 3.6%, en raison des révisions à la hausse de la Chine et de l'Europe. L'augmentation des volumes du commerce international a été une aubaine pour les économies avancées et émergentes cette année. Si les forces protectionnistes sont tenues en échec, nous nous attendons à une nouvelle accélération de la croissance du PIB en 2018. Alors que certaines banques centrales augmenteront leurs taux d'intérêt l'an prochain, le ton général de la politique monétaire restera probablement accommodant vu la faiblesse de l'inflation qui persiste.
- L'économie américaine reste en passe de croître d'environ 2.2% en 2017 grâce en partie aux bonnes performances des deuxième et troisième trimestres. Les efforts de reconstruction après le ravage des ouragans aideront la croissance au T4. Et si le plafond de la dette est relevé en décembre et que des mesures d'incitation budgétaires sont déployées avant les élections de mi-mandat au Congrès, on peut s'attendre à une nouvelle année de croissance supérieure au potentiel en 2018. Par conséquent, nous pensons que la Réserve fédérale américaine resserrera la politique monétaire plus que ce qu'anticipent les marchés actuellement.
- Malgré un ralentissement au troisième trimestre, l'économie canadienne devrait croître de près de 3.0% en 2017. Les dépenses de consommation qui ont marqué une pause au T3 ont été le principal moteur de la croissance cette année, grâce à la conjonction d'événements favorables comme la meilleure tenue du marché du travail depuis des années, l'Allocation canadienne pour enfants, les faibles taux d'intérêt et les effets de richesse associés à la hausse des prix immobiliers résidentiels. Si nous évaluons bien les prochaines incitations budgétaires, la croissance de 2018 sera également forte. Bien que la Banque du Canada ait fait savoir qu'elle n'est pas prête à rehausser le taux d'intérêt, des données solides pourraient finir par forcer sa main au T1 de l'an prochain.

Krishen Rangasamy  
514-879-3140

	Changements par rapport aux prévisions précédentes				
	2016	2017	2018	2017	2018
<b>États-Unis</b>					
PIB réel	1.5%	2.2%	2.4%	inch	inch
Inflation (IPC)	1.3%	2.0%	1.9%	inch	inch
Taux cible fonds fédéraux*	0.75%	1.50%	2.00%	inch	inch
Taux sur obligation 10 ans*	2.45%	2.51%	3.00%	+1 pb	-1 pb
<b>Canada</b>					
PIB réel	1.5%	3.0%	2.5%	inch	inch
Inflation (IPC)	1.4%	1.6%	1.8%	inch	inch
Taux à un jour*	0.50%	1.00%	2.00%	-25 pb	inch
Taux sur obligation 10 ans*	1.72%	2.16%	2.86%	-23 pb	inch

\* fin de période

## Monde : Croissance sans inflation

Nous avons augmenté d'un dixième notre prévision de croissance du PIB mondial à 3.6%, en raison des révisions à la hausse de la Chine et de l'Europe. L'augmentation des volumes du commerce international a été une aubaine pour les économies avancées et émergentes cette année. Si les forces protectionnistes sont tenues en échec, nous nous attendons à une nouvelle accélération de la croissance du PIB en 2018. Alors que certaines banques centrales augmenteront leurs taux d'intérêt l'an prochain, le ton général de la politique monétaire restera probablement accommodant vu la faiblesse de l'inflation qui persiste.

Le premier semestre solide et la poursuite de l'élan au T3 nous incitent à hausser d'un dixième notre prévision de croissance du PIB mondial en 2017 à 3.6%. Si nous voyons juste, ce sera la meilleure performance depuis six ans. La hausse coïncide avec une augmentation des volumes du commerce international de marchandises qui devrait atteindre près de 4% cette année, également le rythme le plus rapide depuis 2011.

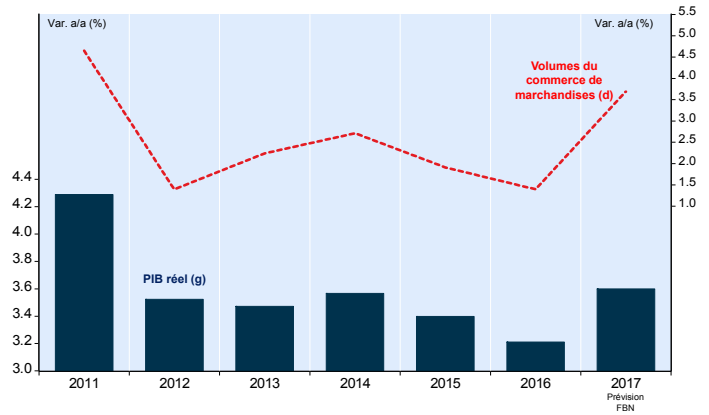
Le renforcement de la croissance au sein de l'OCDE n'a étonnamment pas permis une baisse du taux de chômage aux niveaux d'avant la récession. Cependant, l'inflation n'a pas augmenté comme les banques centrales l'auraient souhaité, en partie faute de croissance des salaires. En septembre, le taux d'inflation annuel de base n'était que de 1.1% dans la zone euro et à peine de 0.2% au Japon. Or, leurs banques centrales ont un objectif d'inflation de 2%. Il ne faut donc pas s'attendre à un retrait important de mesures de stimulation monétaires par la Banque centrale européenne ni par la Banque du Japon prochainement.

Alors que l'expansion de la zone euro a continué au T3, le rythme de croissance a quelque peu diminué en raison des consommateurs. Les volumes du commerce de détail devraient enregistrer une contraction trimestrielle pour la première fois depuis 2015. C'est plus parce que les consommateurs reprennent leur souffle qu'à cause d'une détérioration fondamentale. Le marché du travail continue de créer des emplois et le taux de chômage est au plus bas depuis 8 ans à 9.1%. En Allemagne, il atteint un creux inégalé depuis plusieurs années de 3.6%.

La plus grande économie de la zone euro profite de l'embellie du commerce mondial. Le renforcement des exportations stimule sa base manufacturière. La production industrielle allemande était en hausse de 4.7% d'une année à l'autre en août, plus que la moyenne de la zone (3.8%). Et d'après l'indice PMI de la fabrication Markit (qui a augmenté à un pic de 80 mois) il y a de bonnes chances que cet élan se poursuive au T4, pas seulement en Allemagne, mais dans l'ensemble de la zone euro. Les données de la Commission européenne confirment l'amélioration avec un regain de l'indicateur de confiance industrielle, alors que l'indice de la confiance économique a atteint un sommet cyclique en septembre. Notre prévision de croissance du PIB réel pour 2017 dans la zone euro est maintenant de 2.1%, un dixième de plus qu'auparavant.

### Monde : Plus de commerce international, plus de croissance

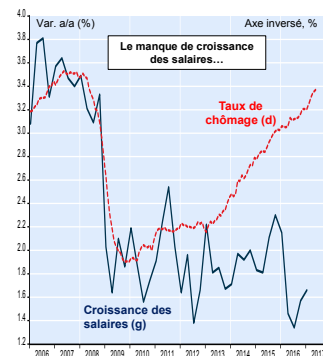
Croissance du PIB réel mondial et croissance du volume du commerce international



FBN Économie et Stratégie (données du FMI, CPB)

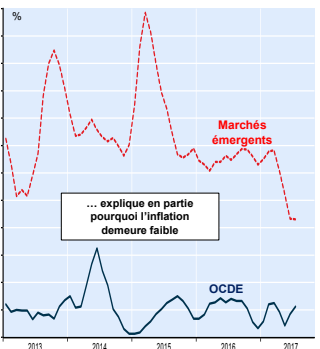
### Mode : L'inflation de base reste timide

Taux de chômage et des salaires (moyenne mobile sur 2 trimestres) dans l'OCDE



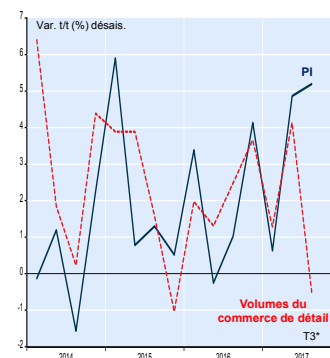
FBN Économie et Stratégie (données de FMI)

Inflation des prix à la consommation de base, moyenne mobile sur 3 mois du pourcentage de variation annualisée

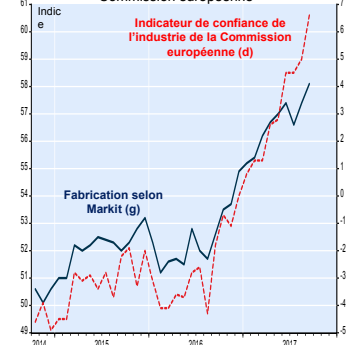


### Zone euro : Le secteur de la fabrication est en grande forme

Production industrielle et volumes du commerce de détail



PMI de la fabrication Markit et indicateur de confiance de l'industrie de la Commission européenne



\* Si rien ne change en septembre et sans révisions des statistiques des mois précédents  
FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

## Perspectives mondiales

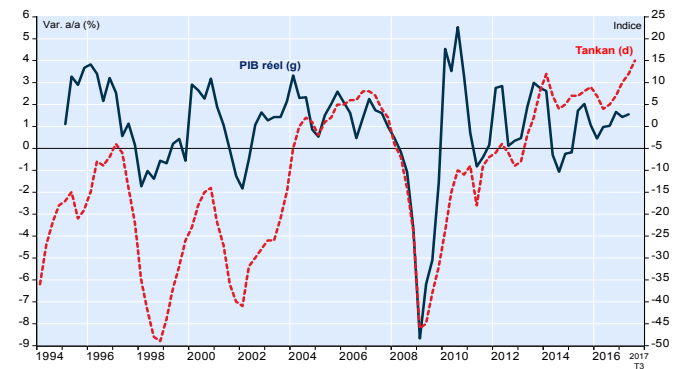
### Prévisions

	2016	2017	2018
<b>Pays avancés</b>	<b>1.7</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>
États-Unis	1.5	2.2	2.4
Zone euro	1.8	2.1	1.8
Japon	1.0	1.6	1.2
R.-U.	1.8	1.6	1.4
Canada	1.5	3.0	2.5
Australie	2.5	2.2	2.8
Nouvelle-Zélande	3.6	2.6	3.1
Hong Kong	2.0	3.3	2.5
Corée	2.8	2.9	2.7
Taiwan	1.5	2.2	2.1
Singapour	2.0	2.6	2.3
<b>Asie émergente</b>	<b>6.4</b>	<b>6.5</b>	<b>6.4</b>
Chine	6.7	6.8	6.5
Inde	7.1	7.0	7.5
Indonésie	5.0	5.1	5.3
Malaisie	4.2	5.4	4.9
Philippines	6.9	6.5	6.4
Thaïlande	3.2	3.6	3.4
<b>Amérique latine</b>	<b>-0.9</b>	<b>1.4</b>	<b>2.4</b>
Mexique	2.3	2.2	2.2
Brésil	-3.6	0.7	2.3
Argentine	-2.2	2.8	3.0
Venezuela	-16.5	-8.2	-2.7
Colombie	2.0	1.4	2.9
<b>Europe de l'Est et CEI</b>	<b>1.6</b>	<b>3.1</b>	<b>2.8</b>
Russie	-0.2	1.7	1.8
République Tchèque	2.6	4.0	3.0
Pologne	2.6	3.9	3.4
Turquie	3.2	4.7	3.6
<b>M-O et Afrique du N.</b>	<b>5.0</b>	<b>2.3</b>	<b>3.2</b>
<b>Afrique subsaharienne</b>	<b>1.5</b>	<b>2.7</b>	<b>3.4</b>
<b>Pays avancés</b>	<b>1.7</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>
<b>Pays émergents</b>	<b>4.3</b>	<b>4.6</b>	<b>4.9</b>
<b>Monde</b>	<b>3.2</b>	<b>3.6</b>	<b>3.7</b>

Source: FBN Économie et Stratégie

## Japon : Meilleurs résultats de l'enquête Tankan à ce jour

PIB réel GDP et indice toutes entreprises de l'enquête Tankan



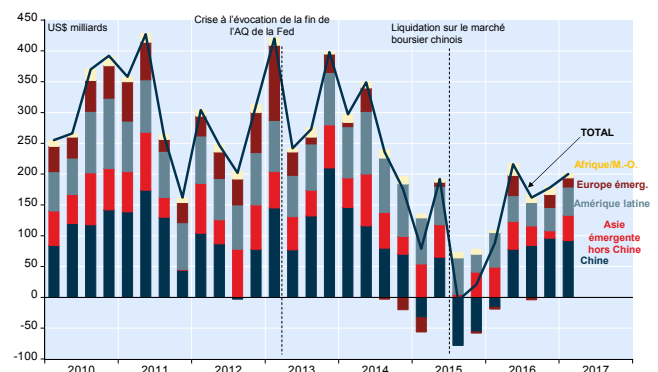
FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

Au Japon, si la croissance du T2 a été révisée à la baisse, l'économie est encore en bonne voie de dépasser en 2017 la croissance du PIB réel l'an dernier de 1%. L'enquête Tankan, dont l'indice de toutes les entreprises affiche un record absolu, laissait entrevoir un nouveau bon trimestre au T3. Le marché du travail est aussi en forme, avec un taux de chômage d'à peine 2.8%, au plus bas depuis 20 ans. Et ce malgré une augmentation du taux d'activité à 60.9%, soit le deuxième chiffre le plus élevé depuis 2008. Cependant, la Banque du Japon insiste sur la nécessité de stimuler l'économie en raison de l'inflation qui reste faible. Comme la politique monétaire demeure accommodante, la zone euro et le Japon pourraient dépasser leur potentiel de croissance à nouveau en 2018. Mais les forces protectionnistes doivent pour cela être tenues en échec afin de permettre à ces deux grands exportateurs de profiter d'une demande mondiale plus forte.

Les économies émergentes ne comptent pas seulement sur la poursuite de la hausse du commerce international, mais aussi sur celle des rentrées de capitaux. On se rappellera que la croissance des marchés émergents était pratiquement en panne en 2015 (le plus mauvais chiffre depuis la récession de 2009), ce qui coïncidait avec une forte chute des rentrées de capitaux étrangers. La bonne nouvelle est que ces rentrées se raffermissent, probablement grâce à l'amélioration des perspectives de croissance des marchés émergents, dont la Chine.

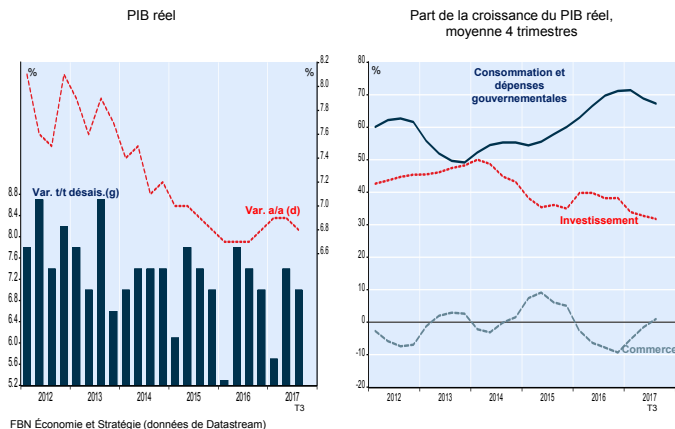
## Marchés émergents : Les rentrées de capitaux étrangers encore positives

Afflux de capitaux de non-résidents vers les marchés émergents



FBN Économie et Stratégie (données du FMI)

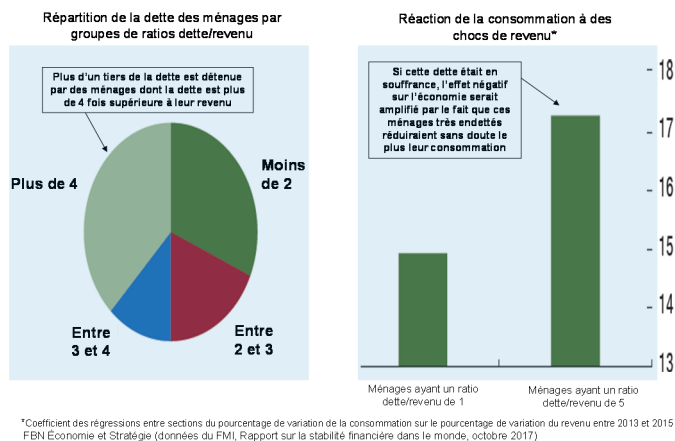
## Chine : Ralentissement de la croissance au T3



En effet, malgré que la croissance du PIB réel a décéléré au troisième trimestre — à 7% en chiffres annualisés (6.8% d'une année à l'autre) — l'économie de la Chine est en passe de croître de 6.8% sur l'ensemble de 2017, c.-à-d. plus que l'objectif de 6.5% de Pékin. Cependant, tout n'est pas rose dans l'Empire du Milieu.

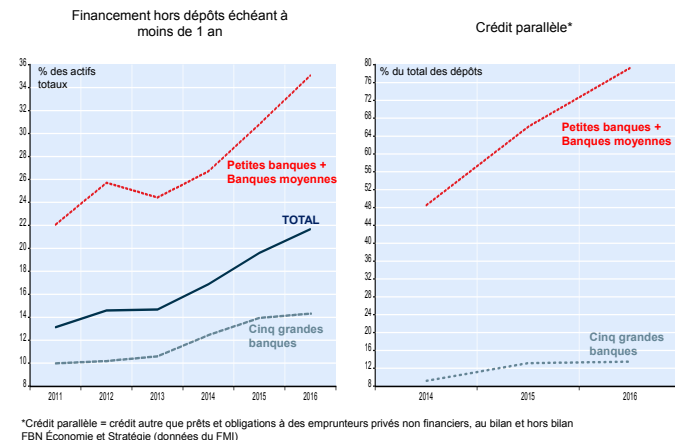
Les perspectives pour 2018 sont embrouillées par les incertitudes entourant l'efficacité de sa politique. Par exemple, les objectifs du gouvernement de rééquilibrer l'économie en faveur de la consommation et au détriment des investissements et des exportations produisent des résultats contrastés. Alors que la contribution proportionnelle des investissements à la croissance diminue effectivement, celle de la consommation et des dépenses publiques semble avoir culminé, malgré les mesures de relance de Pékin. Cela laisse penser que la Chine se heurte peut-être à des difficultés d'application des réformes de son dernier plan quinquennal visant à encourager les consommateurs à épargner moins et dépenser plus. On se rappellera l'engagement à élargir le filet de sécurité sociale en augmentant les couvertures de retraite et d'assurance maladie et en permettant aux travailleurs migrants dans les villes d'avoir accès à des services dans les régions où ils travaillent. Mais d'après les résultats du PIB, les progrès semblent lents sur ce front.

## Chine : La dette des ménages, un risque pour la stabilité financière



Le gouvernement central a aussi du mal à maîtriser les risques croissants pour la stabilité financière. Dans les récentes éditions du *Mensuel économique*, nous avons expliqué longuement le problème de l'endettement élevé des entreprises et du secteur public en Chine. Cette fois-ci, nous soulignons la dette des ménages qui est aussi devenue problématique, ayant doublé en proportion du PIB au cours des 10 dernières années pour atteindre 38%. Plus d'un tiers de la dette des ménages accable des emprunteurs fortement endettés, c.-à-d. au ratio dette/revenu supérieur à 4. Et selon le FMI, les ménages fortement endettés ont la plus grande propension marginale à consommer et sont donc les plus sensibles aux chocs de revenu. En d'autres termes, si les perspectives devaient s'assombrir pour ces ménages (p. ex., par une perte d'emploi ou une réduction des revenus de placement), l'effet négatif des dettes en souffrance sur l'économie pourrait être amplifié par un ralentissement des dépenses de consommation.

## Chine : Dépendance des banques (P et M) du financement à court terme



Et comme nous l'avons vu en 2008-2009, les mauvaises créances peuvent se métastaser en crise financière totale. Alors que les grandes économies prennent des mesures pour mieux résister à un choc futur, p. ex., par des mesures macroprudentielles et une augmentation des fonds propres des banques, il est possible de faire mieux, particulièrement en Chine. Le secteur bancaire de l'Empire du Milieu continue de jouer avec les risques pour gonfler ses profits. Le financement à court terme a augmenté au fil des ans et représente maintenant plus de 20% des actifs totaux. Les prêts aux entreprises et aux autres emprunteurs non financiers sous forme de produits de substitution — qui exigent souvent moins de capital et de provisionnement que les prêts ordinaires — augmentent aussi en proportion du total des dépôts. Pour les banques de petite taille ou de taille moyenne, cette part atteint maintenant le volume effrayant de 80%. Tout bien compté, un risque de désendettement désordonné et donc de crise financière dans la deuxième économie du monde n'est jamais exclu.

## États-Unis : Deuxième trimestre consécutif de croissance de 3%

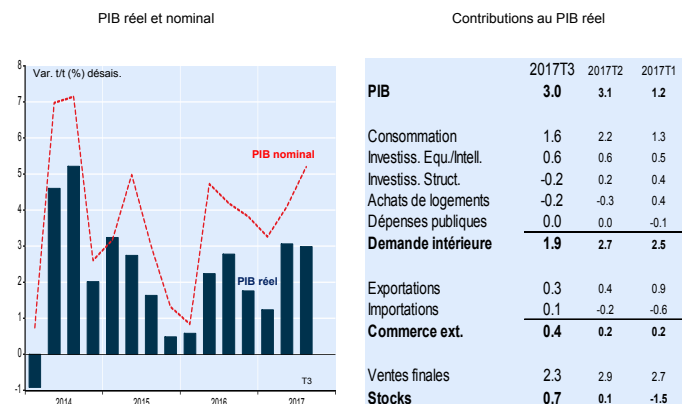
L'économie américaine reste en passe de croître d'environ 2.2% en 2017 grâce en partie aux bonnes performances des deuxième et troisième trimestres. Les efforts de reconstruction après le ravage des ouragans aideront la croissance au T4. Et si le plafond de la dette est relevé en décembre et que des mesures d'incitation budgétaires sont déployées avant les élections de mi-mandat au Congrès, on peut s'attendre à une nouvelle année de croissance supérieure au potentiel en 2018. Par conséquent, nous pensons que la Réserve fédérale américaine resserrera la politique monétaire plus que ce qu'anticipent les marchés actuellement.

D'après l'estimation avancée du Bureau of Economic Analysis des États-Unis, la croissance annualisée du PIB au T3 s'est établie à 3.0%, pas loin de la croissance de 3.1% du précédent trimestre. Mais comme une grande partie en était attribuable à la reconstitution des stocks, les ventes finales (c.-à-d. PIB moins les stocks) n'ont augmenté que de 2.3% en rythme annualisé, soit la plus mauvaise performance cette année. Le commerce a contribué à la croissance grâce aux exportations qui ont progressé plus vite que les importations. La demande intérieure a été bien soutenue par la consommation (en partie grâce au taux d'épargne qui a chuté à seulement 3.4%, le plus bas en dix ans) et par l'investissement des entreprises, qui ont largement compensé les faibles investissements résidentiels et dépenses du gouvernement.

L'accumulation des stocks n'est pas surprenante puisque l'activité économique du troisième trimestre a été perturbée par une saison des ouragans plus brutale que la normale. Selon la Fed, la production industrielle, qui s'est contractée au rythme annualisé de 1.5% au T3, aurait été en expansion pendant le trimestre sans les ouragans. Le retour à l'activité normale et les efforts de reconstruction pour réparer les dégâts causés par les ouragans aideront à stimuler la croissance au T4. Nous gardons confiance dans notre prévision de croissance du PIB américain de 2.2% cette année. Mais surtout, les caractéristiques fondamentales restent bonnes puisque la confiance à la fois des consommateurs et des entreprises est grande et que les ouvertures de crédit continuent librement, grâce à des conditions financières toujours propices.

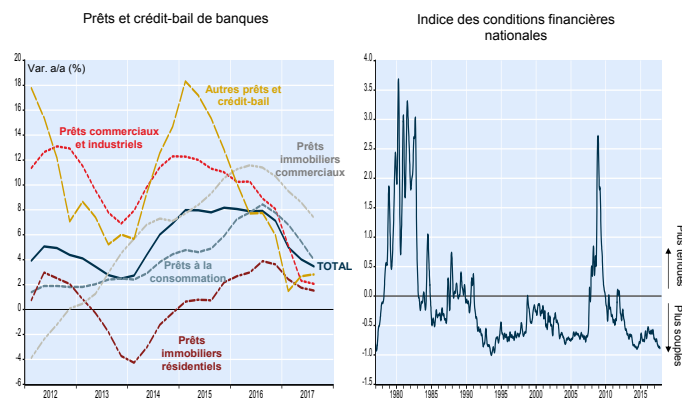
Le marché du travail solide soutient la confiance des consommateurs et donc leurs dépenses. Il y a peu de doutes que l'enquête auprès des établissements, qui a affiché une rare baisse des effectifs salariés non agricoles en septembre, était faussée par les ouragans. L'enquête auprès des ménages, qui ne défalque pas les arrêts de travail temporaires, donne un tableau plus fiable de l'état du marché du travail pendant ce mois et affiche d'importants gains de l'emploi. L'emploi à temps plein a même atteint un record de tous les temps de 126.7 millions, sa part de l'emploi total montant à 82% en septembre. Le taux de chômage a baissé à 4.2% en septembre, soit le plus bas niveau depuis le début de 2001. La baisse du taux de chômage était franche, c.-à-d. pas attribuable à la diminution de la main-d'œuvre, puisque le taux d'activité global a en fait augmenté à 63.1% en septembre, plus que jamais en trois ans.

### États-Unis : Deuxième trimestre consécutif de croissance de 3% pour le PIB réel



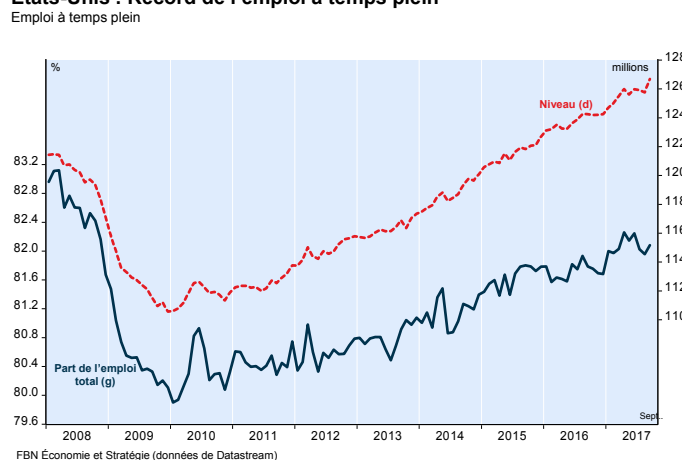
FBN Economie et Stratégie (données de Datastream)

### États-Unis : Le crédit coule encore librement



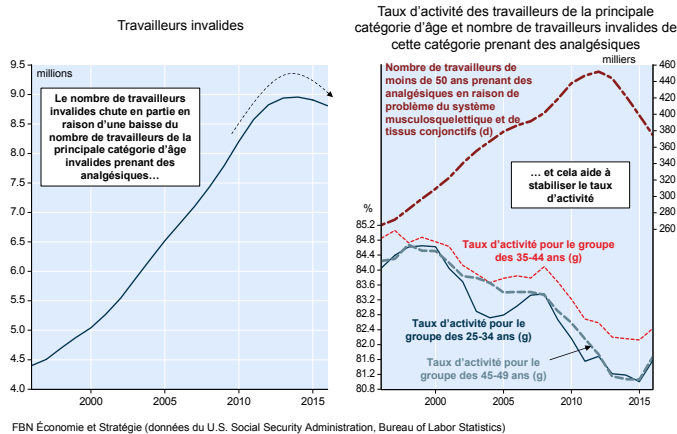
FBN Economie et Stratégie (données de la Réserve fédérale, Fed de Chicago)

### États-Unis : Record de l'emploi à temps plein



FBN Economie et Stratégie (données de Datastream)

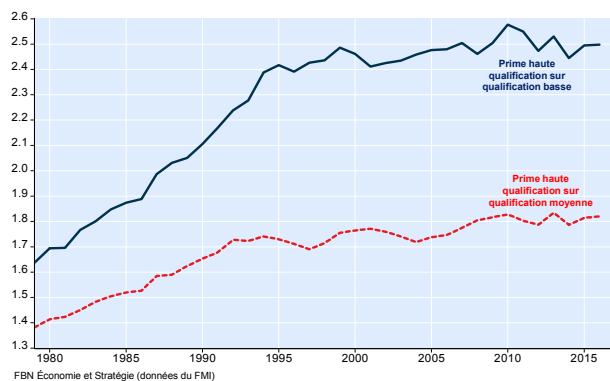
## États-Unis : Pourquoi le taux d'activité se stabilise-t-il ?



L'augmentation du taux d'activité après des années de baisse est en partie attribuable à la formation d'un palier du nombre de personnes qui ne font pas partie de la population active. La vigueur de l'économie offre de nouveaux débouchés comme en attestent les quelque 6 millions de postes actuellement à pourvoir et beaucoup de personnes sont maintenant suffisamment encouragées par les perspectives de retrouver du travail. Et ce n'est pas seulement le cas de personnes qui avaient été découragées auparavant et qui cherchent à nouveau du travail. Selon le plus récent *Annual Statistical Report on the Social Security Disability Insurance Program* même les travailleurs précédemment invalides reprennent du service — le rapport révèle une deuxième baisse annuelle de suite du nombre de travailleurs invalides en 2016. La baisse est en partie due aux travailleurs de moins de 50 ans qui prennent des médicaments analgésiques, dont le nombre a diminué à tout juste 375K, le plus bas niveau depuis 2004.

## La prime à la compétence s'est stabilisée

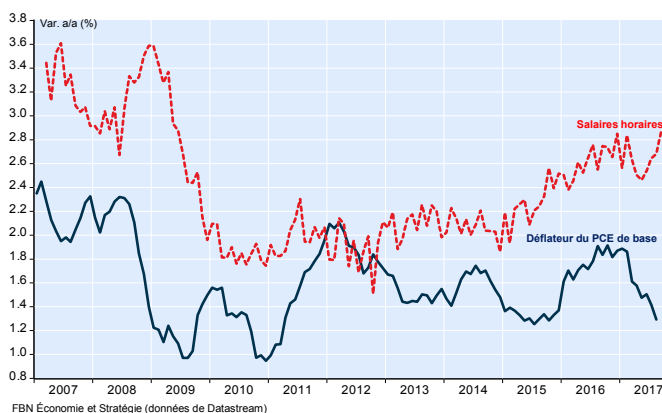
Prime à la compétence = ratio des salaires de travailleurs qualifiés aux salaires de travailleurs sans qualification



Si la Fed se réjouit de ces résultats, elle continue d'être déçue du manque de croissance des salaires et donc de la faiblesse de l'inflation — le déflateur annuel du PCE de base se maintient sous l'objectif de 2% de la Fed depuis plus de cinq ans. La faiblesse des augmentations de salaires s'explique en partie par la stabilisation du taux d'activité qui reflète un retour sur le marché du travail de personnes qui n'y étaient pas auparavant, mais aussi une diminution de la propension des *baby-boomers* à prendre la retraite. L'impact de ces derniers n'est pas à sous-estimer étant donné que le groupe d'âge des 55 ans et plus, qui représente maintenant un record de 23% de la population active totale des États-Unis, tend à voir croître ses salaires moins vite que les autres groupes d'âge. La faible croissance des salaires est aussi à imputer à l'écrasement apparent des primes à la compétence — le ratio des salaires des travailleurs qualifiés par rapport à ceux qui n'ont pas de qualifications. Comme le FMI l'a expliqué dans ses plus récentes *Perspectives économiques mondiales*, cela peut s'expliquer par une diminution de la demande de travailleurs à formation plus poussée alors que le secteur de la technologie parvient à maturité. Mais la rareté des travailleurs hautement formés peut aussi plafonner l'emploi et donc la croissance des salaires de ces travailleurs.

## La croissance des salaires et l'inflation de base restent faibles

Salaires horaires et déflateur du PCE de base



Si la croissance des salaires et par conséquent l'inflation restent faibles au cours des prochains mois, ce qui est probable, cela ne veut pas dire que la Fed demeurera passive, comme le pensent les marchés, qui ne tiennent compte que d'une seule hausse des taux d'intérêt avant la fin de 2018. Si le plafond de la dette est relevé en décembre et si les mesures de stimulation budgétaires sont déployées avant les élections du Congrès du mi-mandat, on peut s'attendre en 2018 à une nouvelle année de croissance du PIB réel supérieur au potentiel — notre estimation de la croissance pour cette année se maintient maintenant à 2.4%. Cela pourrait être un encouragement pour la Fed qui pourrait espérer voir l'inflation atteindre son objectif.

## Canada : L'économie prend une pause

*Malgré un ralentissement au troisième trimestre, l'économie canadienne devrait croître de près de 3.0% en 2017. Les dépenses de consommation qui ont marqué une pause au T3 ont été le principal moteur de la croissance cette année, grâce à la conjonction d'événements favorables comme la meilleure tenue du marché du travail depuis des années, l'Allocation canadienne pour enfants, les faibles taux d'intérêt et les effets de richesse associés à la hausse des prix immobiliers résidentiels. Si nous évaluons bien les prochaines incitations budgétaires, la croissance de 2018 sera également forte. Bien que la Banque du Canada ait fait savoir qu'elle n'est pas prête à rehausser le taux d'intérêt, des données solides pourraient finir par forcer sa main au T1 de l'an prochain.*

L'économie canadienne semble marquer une pause, ce qui n'est pas surprenant après un premier semestre échevelé. L'emploi, qui est en corrélation contemporaine avec la croissance du PIB réel, fléchit en conséquence. Selon l'*Enquête sur la population active*, seulement 43,000 emplois ont été créés au T3, ce qui est le plus faible chiffre trimestriel depuis un an, et ils appartenaient tous à la catégorie du travail autonome. L'emploi salarié du secteur privé a enregistré sa première baisse trimestrielle depuis 2015.

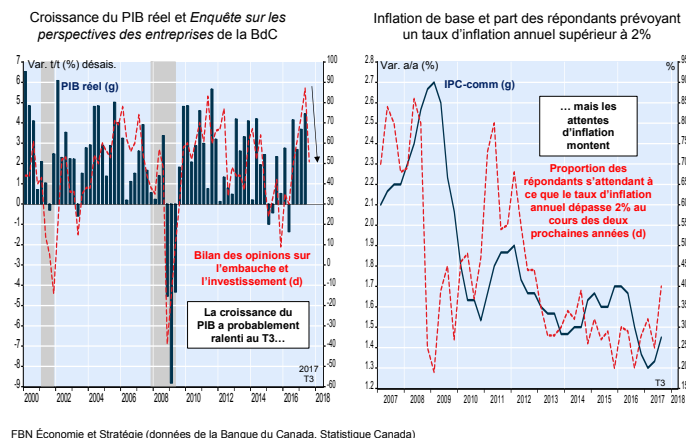
L'*Enquête sur les perspectives des entreprises* de la Banque du Canada apporte une preuve de plus du ralentissement de l'économie au T3. Les répondants à l'enquête étaient moins optimistes qu'au cours de l'été au sujet de ventes futures. En conséquence, les intentions d'investissement en machines et en matériel et d'embauche ont chuté par rapport à l'été dernier. Mais l'enquête souligne aussi la diminution des marges économiques inutilisées, puisque 47% des entreprises disent avoir du mal à répondre à une augmentation imprévue de la demande. Les anticipations d'inflation ont aussi progressé, 40% des répondants (la proportion la plus forte en cinq ans) s'attendant maintenant à ce que le taux d'inflation annuel au cours des deux prochaines années soit supérieur à 2%.

Il est intéressant de noter que les répondants de l'*Enquête sur les perspectives des entreprises* pensaient que le dollar canadien se situait à un niveau encore propice aux exportations — à noter que le taux USDCAD s'établissait en moyenne à 1.25 quand l'enquête a été effectuée. Mais les chiffres montrent que les exportations continuent de peiner. Après avoir atteint un record absolu en mai, les volumes d'exportations ont baissé pendant les trois mois suivants. Les exportations réelles sont maintenant sur la voie d'une baisse annualisée d'environ 14% au troisième trimestre, ce qui explique en partie la décélération de la croissance du PIB au T3. Une partie de cet accès de faiblesse peut être attribuée à la diminution des importations américaines temporairement affectées par la saison des ouragans. Mais le fait que les volumes d'exportations du Canada autres que d'énergie restent à 10% environ en dessous des niveaux atteints il y a 10 ans, souligne des problèmes plus profonds. Face à la concurrence de la Chine et du Mexique, la part des marchandises du Canada importées aux États-Unis a baissé à moins de 13%, comparativement à 20% il y a deux décennies.

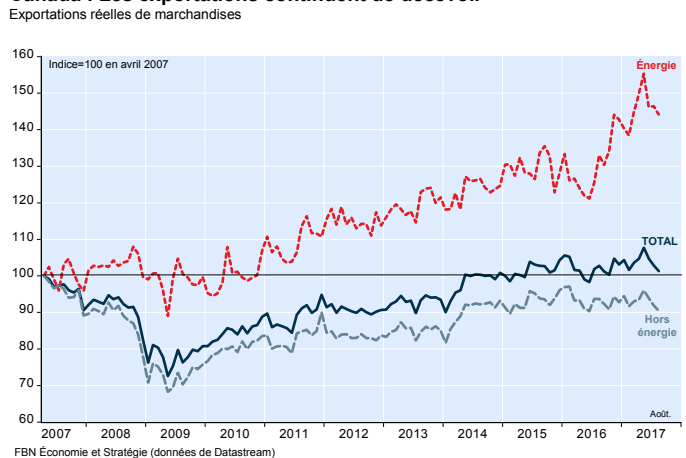
### Canada : Ralentissement de l'emploi en accord avec celui du PIB



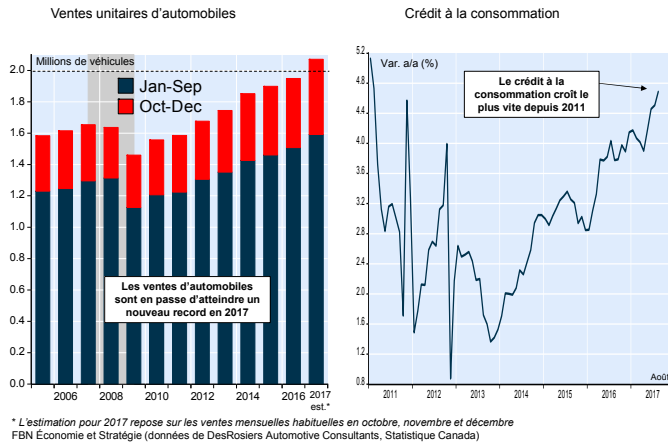
### L'enquête auprès des entreprises concorde avec la décélération du T3



### Canada : Les exportations continuent de décevoir

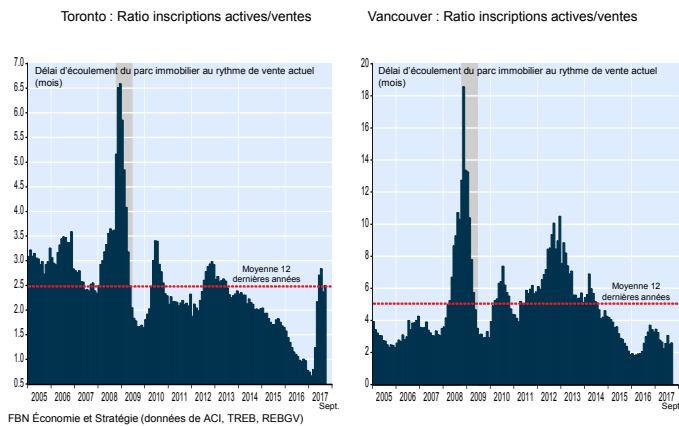


## Ventes d'automobiles : En route vers deux millions de véhicules en 2017



La croissance de la consommation s'est également atténuée au troisième trimestre d'après les données des ventes au détail. Mais 2017 devrait quand même être une très bonne année pour les dépenses de consommation après la frénésie de dépenses dans la première moitié – les ventes d'automobiles annuelles sont en voie de dépasser les 2 millions d'unités pour la toute première fois. Les fondamentaux restent bons pour la consommation. Le programme d'Allocation canadienne pour enfants (qui a été amélioré davantage dans la dernière mise à jour financière fédérale) stimule les revenus des ménages, alors que le crédit à la consommation augmente le plus rapidement depuis six ans et demi.

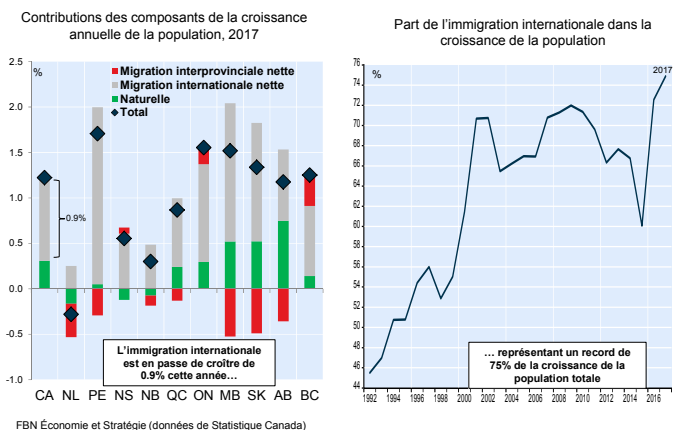
## Le marché résidentiel reste en surchauffe, particulièrement à Vancouver



Les effets de richesse associés à l'augmentation des prix immobiliers résidentiels alimente aussi les emprunts sur marge hypothécaire et donc les dépenses. L'Indice composé de prix de maison Teranet-Banque Nationale était en hausse de plus de 11% d'une année à l'autre en septembre. Malgré un bond des mises en vente et un ralentissement des prix après le resserrement de la réglementation en Ontario, l'indice des prix immobiliers résidentiels à Toronto était encore à 18% au-dessus du niveau d'il y a un an. Et le marché immobilier résidentiel dans la plus grande ville de la Colombie-Britannique, Vancouver, reste aussi chauffé à blanc avec une offre limitée, ce que reflète un faible ratio inscriptions/ventes, qui continue à faire monter les prix.

Mais l'offre limitée n'explique qu'en partie la flambée des prix immobiliers. La demande reste forte en raison de la vigueur du marché du travail – plus de 60% de toutes les augmentations d'emplois cette année ont été enregistrées à Toronto et Vancouver – et de l'immigration. De juillet l'an dernier à juin 2017, la population du Canada a augmenté de 1.2%. Mais l'Ontario (+1.6%) et la Colombie-Britannique (+1.3%) ont dépassé la moyenne nationale grâce notamment à l'immigration internationale. Cette dernière était en hausse de 0.9% à l'échelle du pays, représentant 75% du taux de croissance de la population. Plus de la moitié de la croissance de l'immigration internationale nette concernait des personnes âgées de 20 à 44 ans, ce qui est positif pour le potentiel de l'économie et l'assiette fiscale.

## Part record de l'immigration dans la croissance de la population



La Banque du Canada a indiqué dans sa déclaration d'octobre qu'elle serait encore plus prudente avant d'augmenter les taux d'intérêt parce que «les dépenses des ménages seront probablement plus sensibles aux taux d'intérêt que par le passé.» Les programmes à venir des gouvernements provinciaux avant les élections au Québec et en Ontario (dont l'augmentation du salaire minimum au début de 2018 en Ontario) ne sont pas pleinement prises en compte dans l'estimation de la BdC de 2.1% pour la croissance du PIB du Canada en 2018. Donc, cette estimation pourrait être révisé à la hausse, plus proche de notre propre estimation de 2.5% et donc produire une autre volte-face sur la politique monétaire en début de 2018.

Le nombre de hausses de taux d'intérêt que devra administrer la banque centrale dépendra bien sûr du cycle de hausses de la Réserve fédérale elle-même et de la réaction de l'économie aux événements sur la scène internationale (p. ex., négociations de l'ALÉNA) et intérieure, notamment l'annonce récente par le Bureau du surintendant des institutions financières d'une nouvelle réglementation sur l'immobilier résidentiel.



## 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	2.4	2.8	2.6	2.3
Construction résidentielle	3.5	10.2	5.5	1.1	0.8	2.5	0.4	1.7
Investissements des entreprises	6.9	2.3	(0.6)	4.4	2.2	0.7	5.2	1.5
Dépenses publiques	(0.6)	1.4	0.8	(0.2)	1.1	0.4	(0.2)	1.7
Exportations	4.3	0.4	(0.3)	3.2	1.3	0.6	4.2	0.5
Importations	4.5	5.0	1.3	3.2	1.0	2.7	1.6	1.2
Variation des stocks (milliards \$)	67.8	100.6	33.4	19.5	34.1	63.1	35.3	33.3
Demande intérieure	2.7	3.3	2.1	2.3	2.1	2.1	2.3	2.1
Revenu réel disponible	3.6	4.2	1.4	1.4	1.7	0.2	2.1	1.7
Emploi	1.6	1.7	1.7	1.3	1.2	1.6	1.3	1.2
Taux de chômage	6.2	5.3	4.9	4.4	4.4	4.7	4.4	4.3
Taux d'inflation	1.6	0.1	1.3	2.0	1.9	1.8	1.7	2.1
Bénéfices avant impôts	5.3	(1.1)	(2.1)	3.6	5.2	8.7	1.9	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)	(490.4)	(537.5)	...	...	...

\* Sauf indication contraire.

## Scénario financier\*\*

	<i>actuel</i>					2016	2017	2018
	26-10-17	T4 2017	T1 2018	T2 2018	T3 2018			
Taux cible fonds fédéraux	1.25	1.50	1.75	1.75	2.00	0.75	1.50	2.00
Bons du Trésor 3 mois	1.09	1.36	1.58	1.74	1.83	0.50	1.36	1.95
Obligations fédérales								
2 ans	1.63	1.68	1.95	2.03	2.19	1.20	1.68	2.32
5 ans	2.07	2.13	2.27	2.45	2.59	1.93	2.13	2.64
10 ans	2.46	2.51	2.70	2.80	2.95	2.45	2.51	3.00
30 ans	2.96	3.01	3.18	3.26	3.38	3.06	3.01	3.44
Taux de change								
US\$/Euro	1.17	1.15	1.18	1.17	1.14	1.05	1.15	1.12
YEN/\$US	114	115	114	112	110	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	publié	prévision	prévision	prévision	prévision	prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	1.2	3.1	3.0	2.8	1.5	2.6	2.3	2.2
IPC (var. a/a %)	2.6	1.9	2.0	1.7	1.4	2.0	2.1	2.1
IPC de base (var. a/a %)	2.2	1.8	1.7	1.7	1.6	2.1	2.3	2.4
Taux de chômage (%)	4.7	4.4	4.3	4.4	4.4	4.4	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	3.4	2.2
Construction résidentielle	2.7	3.8	3.0	4.4	0.4	2.9	5.3	(2.3)
Investissements des entreprises	3.2	(11.5)	(8.6)	2.6	4.7	(7.5)	9.5	3.1
Dépenses publiques	0.0	1.9	1.8	1.4	3.0	2.2	1.6	3.2
Exportations	5.8	3.4	1.0	2.0	2.2	0.8	2.4	2.7
Importations	2.2	0.3	(0.9)	3.4	2.1	(0.8)	6.1	1.7
Variation des stocks (millions \$)	9,392	3,861	-415	7,747	-218	-2,522	4,781	-2,188
Demande intérieure	1.9	0.3	1.0	2.9	2.6	1.3	3.7	2.2
Revenu réel disponible	1.3	3.3	2.7	3.1	1.8	2.6	2.5	1.7
Emploi	0.6	0.9	0.7	1.7	1.2	1.1	1.5	1.2
Taux de chômage	6.9	6.9	7.0	6.4	6.0	6.9	6.3	5.8
Taux d'inflation	1.9	1.1	1.4	1.6	1.8	1.4	1.6	2.0
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
	26-10-17	T4 2017	T1 2018	T2 2018	T3 2018			
Taux à un jour	1.00	1.00	1.25	1.50	1.75	0.50	1.00	2.00
Bons du Trésor 3M	1.00	0.96	1.42	1.68	1.90	0.46	0.96	1.96
Obligations fédérales								
2 ans	1.46	1.54	1.81	1.96	2.14	0.75	1.54	2.26
5 ans	1.70	1.78	2.13	2.39	2.44	1.12	1.78	2.48
10 ans	2.03	2.16	2.52	2.70	2.81	1.72	2.16	2.86
30 ans	2.38	2.53	2.87	3.03	3.12	2.31	2.53	3.14
Taux de change								
CAD par USD	1.28	1.30	1.27	1.25	1.28	1.34	1.30	1.32
Prix du pétrole (WTI), \$U.S.	52	50	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	1.4	1.6	1.4	1.9	2.1	2.0
IPC ex. aliments et énergie (var. a/a %)	2.0	1.4	1.4	1.6	1.3	1.7	1.9	2.1
Taux de chômage (%)	6.7	6.5	6.2	6.3	6.2	6.0	5.9	5.8

## Prévisions économiques provinciales

	2014	2015	2016e	2017p	2018p	2014	2015	2016e	2017p	2018p
	<b>PIB réel (croissance en %)</b>					<b>PIB nominal (croissance en %)</b>				
Terre-Neuve-et-Labrador	-1.0	-2.0	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	4.2	3.5
Nouvelle-Écosse	0.8	1.0	1.1	1.2	1.1	1.7	2.4	2.2	3.1	2.7
Nouveau-Brunswick	-0.1	2.3	1.4	1.2	1.0	1.0	2.9	3.6	4.7	3.2
Québec	1.3	1.2	1.7	2.5	2.3	1.9	2.6	2.9	3.8	4.0
Ontario	2.7	2.5	2.7	2.8	2.6	4.7	4.9	4.6	4.7	4.3
Manitoba	1.5	2.2	2.4	2.6	2.1	2.5	3.1	2.5	4.9	4.0
Saskatchewan	2.4	-1.3	-1.0	2.4	2.0	1.3	-5.7	-5.8	7.7	3.7
Alberta	5.0	-3.6	-3.8	4.5	2.2	8.9	-12.5	-5.8	8.7	3.3
Colombie-Britannique	3.3	3.3	3.7	3.1	3.0	5.2	3.8	5.4	6.3	4.9
Canada	2.6	0.9	1.5	3.0	2.5	4.5	0.2	2.1	5.5	3.9
	<b>Emploi (croissance en %)</b>					<b>Taux de chômage (%)</b>				
Terre-Neuve-et-Labrador	-1.9	-1.0	-1.4	-3.8	-1.1	12.0	12.8	13.5	14.6	14.4
Île-du-Prince-Édouard	-0.4	-1.0	-2.3	2.9	0.8	10.5	10.4	10.8	9.8	9.6
Nouvelle-Écosse	-1.1	0.1	-0.4	0.6	0.3	8.9	8.6	8.3	8.2	8.3
Nouveau-Brunswick	-0.2	-0.4	-0.1	0.2	0.5	9.9	9.8	9.6	8.0	8.2
Québec	-0.1	1.0	0.9	2.0	1.0	7.8	7.6	7.0	6.1	5.7
Ontario	0.8	0.7	1.1	1.7	1.3	7.3	6.7	6.6	6.0	5.8
Manitoba	0.1	1.5	-0.5	1.5	1.2	5.4	5.6	6.1	5.4	5.1
Saskatchewan	1.0	0.6	-0.9	0.1	1.0	3.8	5.0	6.4	6.4	6.3
Alberta	2.2	1.2	-1.6	0.8	1.2	4.7	6.0	8.1	8.0	7.0
Colombie-Britannique	0.6	1.3	3.1	3.6	1.7	6.1	6.2	6.0	5.5	5.0
Canada	0.6	0.9	0.7	1.7	1.2	6.9	6.9	7.0	6.4	6.0
	<b>Mises en chantier de logements (000)</b>					<b>IPC (Croissance en %)</b>				
Terre-Neuve-et-Labrador	2.1	1.7	1.4	1.2	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	1.7	1.9
Nouvelle-Écosse	3.1	3.8	3.8	4.2	3.5	1.7	0.4	1.2	1.3	1.8
Nouveau-Brunswick	2.3	2.0	1.8	1.9	1.7	1.5	0.5	2.2	2.4	1.9
Québec	38.8	37.9	38.9	42.9	37.5	1.4	1.1	0.7	1.1	1.8
Ontario	59.1	70.2	75.0	80.5	69.0	2.2	1.1	1.8	1.7	1.6
Manitoba	6.2	5.5	5.3	7.4	6.3	1.8	1.2	1.3	1.5	2.1
Saskatchewan	8.3	5.1	4.8	5.0	4.6	2.4	1.6	1.1	1.6	2.1
Alberta	40.6	37.3	24.5	29.6	27.0	2.6	1.2	1.1	1.5	2.1
Colombie-Britannique	28.4	31.4	41.8	40.6	36.0	1.0	1.1	1.9	2.1	1.9
Canada	189.3	195.5	197.9	214.2	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.

**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.

**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.