

Points saillants

Par Krishen Rangasamy

- Alors que la Chine et la zone euro semblent être sur la corde raide, il est difficile d'être optimiste au sujet de la performance économique mondiale cette année. Heureusement, la persistance d'une inflation faible devrait permettre aux grandes banques centrales de maintenir des politiques monétaires accommodantes alors que certains gouvernements, dont celui de la Chine, ont encore de la latitude pour adopter des mesures de stimulation budgétaires si les risques de chute de la croissance se matérialisaient.
- La paralysie de l'administration américaine du mois dernier freinera temporairement la production au T1, mais nous maintenons notre prévision pour la croissance du PIB américain en 2019 inchangée à 2.3% dans l'espoir d'un rebond subséquent. Les craintes d'une guerre commerciale, d'un ralentissement du marché immobilier résidentiel et de la possibilité d'une inversion de la courbe des rendements devraient prolonger la pause de la Réserve fédérale pendant un certain temps.
- L'économie du Canada décélère au diapason d'un marché immobilier résidentiel en perte de vitesse et de la dissipation des effets de richesse, ce qui freine la consommation, elle-même déjà soumise à la pression de la hausse des taux d'intérêt et d'un taux d'épargne des ménages faible. À moins d'un coup de pouce budgétaire du gouvernement fédéral en 2019, la consommation pourrait connaître sa plus mauvaise année de croissance depuis une décennie.

	Changements par rapport aux prévisions précédentes				
	2018	2019	2020	2019	2020
États-Unis					
PIB réel	2.9%	2.3%	1.9%	inch	inch
Inflation (IPC)	2.4%	2.1%	2.1%	inch	inch
Taux cible fonds fédéraux*	2.50%	2.75%	2.75%	inch	inch
Taux sur obligation 10 ans*	2.69%	3.34%	2.71%	inch	inch
Canada					
PIB réel	2.0%	1.8%	1.7%	inch	inch
Inflation (IPC)	2.3%	1.7%	2.1%	inch	inch
Taux à un jour*	1.75%	2.25%	2.00%	inch	inch
Taux sur obligation 10 ans*	1.96%	2.67%	2.65%	inch	inch

* fin de période

Monde : La zone euro se dirige-t-elle vers une récession?

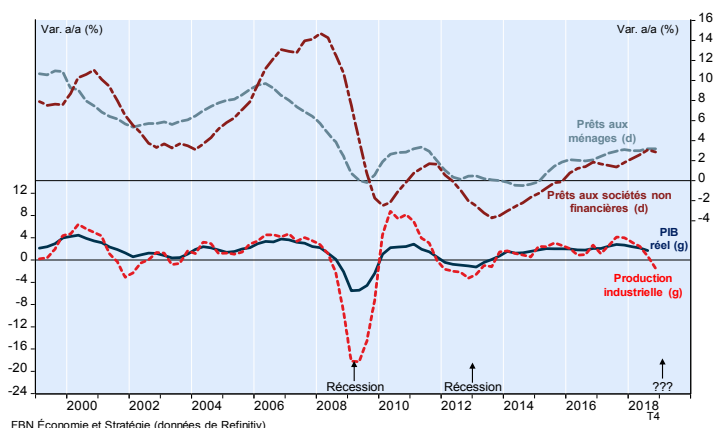
Alors que la Chine et la zone euro semblent être sur la corde raide, il est difficile d'être optimiste au sujet de la performance économique mondiale cette année. Heureusement, la persistance d'une inflation faible devrait permettre aux grandes banques centrales de maintenir des politiques monétaires accommodantes alors que certains gouvernements, dont celui de la Chine, ont encore de la latitude pour adopter des mesures de stimulation budgétaires si les risques de chute de la croissance se matérialisaient.

Si les perspectives de l'économie mondiale vous dépriment, vous n'êtes pas seul. Le FMI vient tout juste de revoir à la baisse ses prévisions pour 2019 de la croissance du PIB mondial qui est maintenant égale à notre propre estimation de 3.5%. Certains risques de baisse semblent se matérialiser (p. ex., le ralentissement de la Chine) alors que d'autres encore en gestation semblent de plus en plus menaçants. Le Brexit par exemple. Le rejet pur et simple par le Parlement britannique en janvier d'un accord péniblement négocié au cours des deux dernières années par la première ministre Theresa May et l'Union européenne a ouvert la porte à un Brexit « dur » le 29 mars qui fera sortir le Royaume-Uni du marché unique et de l'union douanière. Comme nous le faisons remarquer dans la dernière édition du *Mensuel économique*, un tel événement aurait des répercussions négatives bien au-delà des frontières britanniques et européennes. Notre scénario de base est celui d'un Brexit « doux » et donc de perturbations minimales pour les échanges commerciaux, ce qui pourrait encore se produire soit grâce à de nouvelles élections au Royaume-Uni ou un autre référendum. Quelle que soit la tournure que prendront les événements, dans la perspective de Bruxelles, il y a une consolation au fiasco du Brexit : les membres actuels de l'Union européenne réfléchiront maintenant à deux fois avant d'emboîter le pas au Royaume-Uni. Grâce au chaos à Westminster, le soutien à l'Union européenne augmente même dans les pays eurosceptiques.

Un Brexit dur ne serait pas une bonne nouvelle pour une zone euro déjà fragile. Certes, la zone de la monnaie commune a eu une croissance honorable de 1.8% l'an dernier. Mais le deuxième semestre, où la croissance du PIB réel était inférieure à 1% en chiffres annualisés, était le pire depuis cinq ans.

Monde : La zone euro se dirige-t-elle vers une récession?

PIB réel de la zone euro, production industrielle, prêts aux ménages et aux sociétés non financières



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

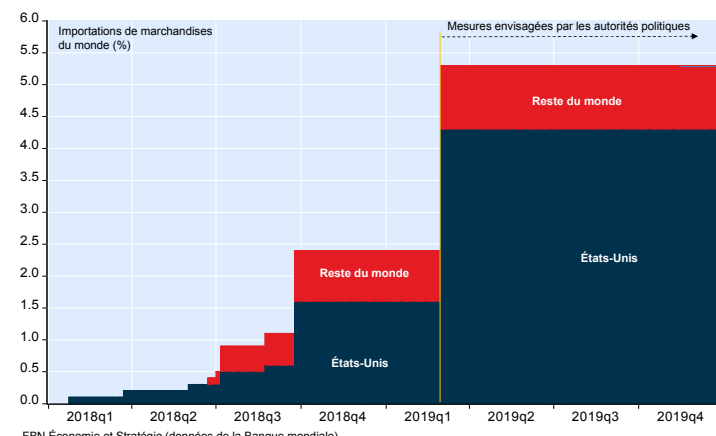
La production industrielle de la zone semblait même s'être contractée d'une année à l'autre au dernier trimestre de 2018. Les deux dernières fois que cela s'est produit (2008 et 2012), la zone euro a fini par subir une récession. La plus récente chute de la production industrielle signifie-t-elle que la zone euro se dirige une nouvelle fois vers une récession? Les indices des directeurs des achats décevants en janvier ne laissent pas entrevoir de rebond rapide au premier trimestre de 2019. En fait, on ne peut pas exclure une récession avec les incertitudes reliées au Brexit et les troubles sociaux qui agitent la France et l'Italie.

Mais si les autorités réussissent à gérer les difficultés actuelles, la zone euro a des chances de rebondir. Le faible deuxième semestre de l'an dernier était en partie dû à des événements extraordinaires qui ont affecté l'activité économique en Allemagne, dont un renforcement des normes antipollution (qui ont freiné les ventes d'automobiles) et une importante sécheresse qui a touché d'importants cours d'eau (et donc le transport de marchandises), dont le Rhin qui est un axe fluvial crucial. Un rebond au T2 de 2019 est donc possible, particulièrement si les marchés financiers continuent de bien fonctionner. Contrairement à 2008 et 2012, les prêts aux ménages et aux sociétés non financières continuent de croître à un rythme sain, ce qui est de bon augure pour les dépenses de consommation et les investissements des entreprises.

Cela dit, même l'abondance de crédit ne suffira pas pour sauver la zone euro, centrée sur les exportations, d'une montée des politiques protectionnistes. Souffrant déjà des tarifs douaniers des États-Unis sur l'acier et l'aluminium, la zone euro aurait du mal si l'administration Trump invoquait l'article 232 de la loi intitulée *U.S. Trade Expansion Act* afin d'imposer des droits de douane sur les importations de voitures pour des motifs de sécurité nationale. Une poursuite de la détérioration des relations commerciales entre les États-Unis et la Chine – à moins d'un accord, les droits de douane entre les États-Unis et la Chine entreront en vigueur le 1^{er} mars – pourrait aussi semer la pagaille. En tout, 5% des échanges commerciaux du monde pourraient être affectés cette année si toutes les mesures envisagées par les autorités dirigeantes du monde étaient appliquées, ce qui ne laisserait pas l'économie de la zone euro et du monde indemne.

Monde : Augmentation du protectionnisme en 2019?

Les importations touchées par les tarifs douaniers

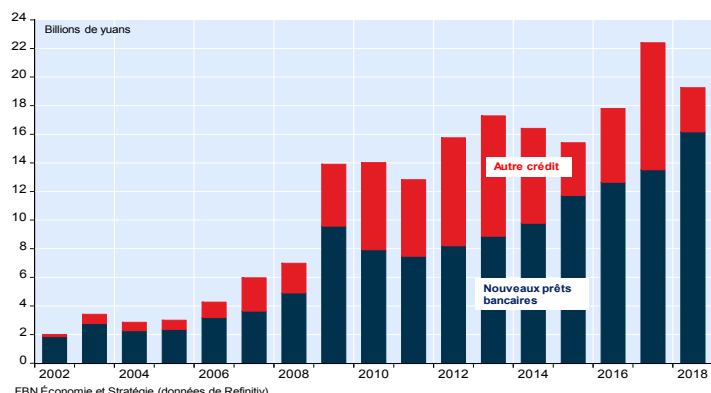


FBN Économie et Stratégie (données de la Banque mondiale)

Le ralentissement de la Chine mine aussi la confiance des investisseurs. Alors que la deuxième économie du monde a crû au rythme honorable de 6,6% l'an dernier, il s'agissait du plus faible taux de croissance depuis 1990. Les interventions de Pékin pour réduire les risques que pose le système bancaire parallèle, alors qu'elles sont nécessaires pour la stabilité à long terme du système financier, ont plafonné l'expansion du crédit. Le financement social a atteint 19,300 milliards de yuans en 2018, soit environ 3,000 milliards de moins que l'année précédente. Les investissements (y compris en immobilier), et donc la croissance du PIB, en ont été freinés. Nous soupçonnons un résultat similaire en 2019.

Monde : Pourquoi l'économie chinoise ralentit-elle?

Financement social

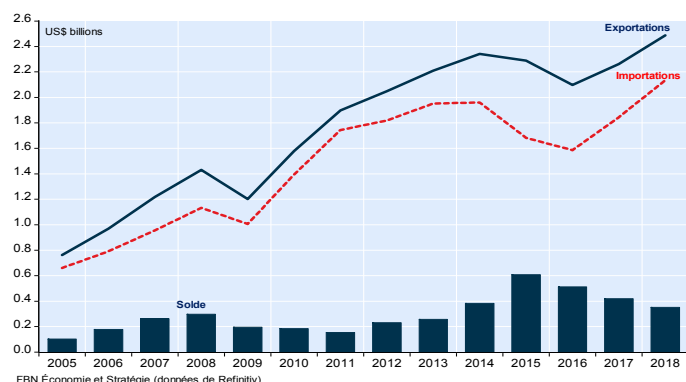


FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Le commerce international a aussi freiné la croissance de la Chine l'an dernier puisque les importations ont augmenté plus vite que les exportations. Le yuan effectif réel étant élevé, nous ne nous attendons pas à ce que la dynamique change en 2019, même si un accord est conclu avec les États-Unis. Mais cela ne veut pas dire que la croissance du PIB de la Chine soit sur le point de s'effondrer. Le gouvernement central a déjà prouvé dans le passé qu'il sait soutenir l'économie par des mesures de stimulation budgétaires et monétaires. Les annonces faites en janvier comprenaient un allègement de la fiscalité pour les petites entreprises et les réductions du ratio de réserves obligatoires seront probablement suivies par des mesures additionnelles si la croissance n'atteint pas les objectifs de Pékin. Nous continuons donc de nous attendre à ce que la Chine affiche un taux de croissance annuel supérieur à 6% cette année et l'an prochain.

Chine : L'excédent commercial de marchandises chute une troisième année

Balance commerciale par année



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Perspectives mondiales

Prévisions

	2018	2019	2020
Pays avancés	2.3	1.9	1.8
États-Unis	2.9	2.3	1.9
Zone euro	1.8	1.6	1.7
Japon	0.9	1.1	0.5
R.-U.	1.4	1.5	1.6
Canada	2.0	1.8	1.7
Australie	3.2	2.7	2.7
Nouvelle-Zélande	3.1	2.7	3.1
Hong Kong	3.8	2.4	3.0
Corée	2.8	2.5	2.8
Taiwan	2.7	2.2	2.3
Singapour	2.9	2.6	2.7
Asie émergente	6.5	6.3	6.3
Chine	6.6	6.3	6.2
Inde	7.3	7.4	7.7
Indonésie	5.1	5.1	5.2
Malaisie	4.7	4.5	4.8
Philippines	6.5	6.3	6.6
Thaïlande	4.6	3.8	3.7
Amérique latine	1.1	1.8	2.0
Mexique	2.1	1.9	2.2
Brésil	1.3	2.4	2.2
Argentine	-2.6	-1.1	2.2
Venezuela	-18.0	-12.8	-2.0
Colombie	2.8	3.4	3.7
Europe de l'Est et CEI	3.0	2.0	2.1
Russie	1.7	1.5	1.7
République Tchèque	3.1	2.9	2.5
Pologne	4.4	3.7	3.0
Turquie	3.5	-0.2	2.6
M-O et Afrique du N.	2.1	2.5	3.0
Afrique subsaharienne	3.1	3.7	3.9
Pays avancés	2.3	1.9	1.8
Pays émergents	4.6	4.6	4.7
Monde	3.7	3.5	3.5

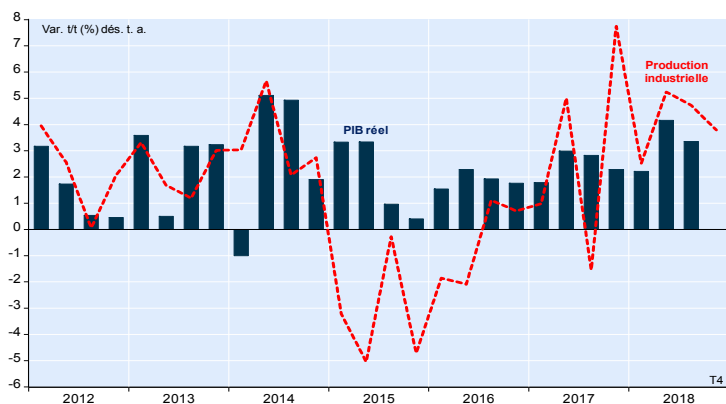
Source: FBN Économie et Stratégie

États-Unis : La paralysie de l'administration peut-elle saper la croissance?

La paralysie de l'administration américaine du mois dernier freinera temporairement la production au T1, mais nous maintenons notre prévision pour la croissance du PIB américain en 2019 inchangée à 2.3% dans l'espoir d'un rebond subséquent. Les craintes d'une guerre commerciale, d'un ralentissement du marché immobilier résidentiel et de la possibilité d'une inversion de la courbe des rendements devraient prolonger la pause de la Réserve fédérale pendant un certain temps.

Avec la pénurie de données américaines, due à la paralysie de l'administration américaine le mois dernier, il est difficile de jauger le point de départ de 2019. La croissance annualisée du PIB est probablement restée supérieure à 2% au dernier trimestre de 2018 sur la base des données de la Réserve fédérale qui révélaient une progression honorable de la production industrielle.

De nouveau une croissance économique forte au quatrième trimestre



FBN Économie et Stratégie (données du Bureau of Economic Analysis, Réserve fédérale)

Mais l'économie semble ralentir ce trimestre, c.-à-d. au T1. Certes, le secteur de la fabrication est encore en grande forme comme en témoigne l'augmentation de janvier de l'indice Philly ainsi que celle des indices des directeurs des achats. Mais le secteur des services, qui représente environ 70% de l'économie américaine, semble rétrograder d'après l'indice des directeurs des achats de Markit qui a sombré à un creux inégalé depuis quatre mois, en janvier.

Le secteur des services s'essouffle

Indice Markit des directeurs des achats dans les services

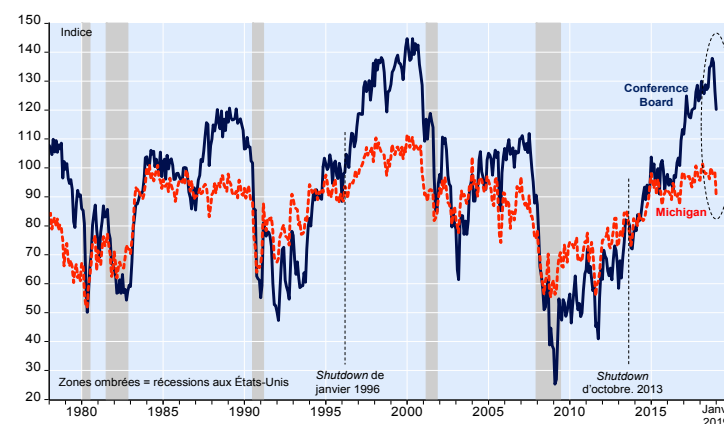


* Estimation du T1 basée sur les données de janvier seulement
FBN Économie et Stratégie (données de Markit)

Comme le dit Markit, la croissance des affaires nouvelles (dans le secteur des services) est restée timide par comparaison aux pics enregistrés au premier semestre de 2018. La plus récente augmentation des nouveaux contrats a été la plus faible au cours de la dernière année et demie. La confiance des consommateurs a aussi été ébranlée en janvier par l'effondrement antérieur du marché boursier, bien que la paralysie du gouvernement n'ait pas aidé non plus. L'indicateur de la confiance de l'Université du Michigan a enregistré le plus important ralentissement en six ans.

La confiance des ménages a plongé avec la paralysie de l'administration

Indice de confiance des consommateurs du Conference Board et de l'Université du Michigan

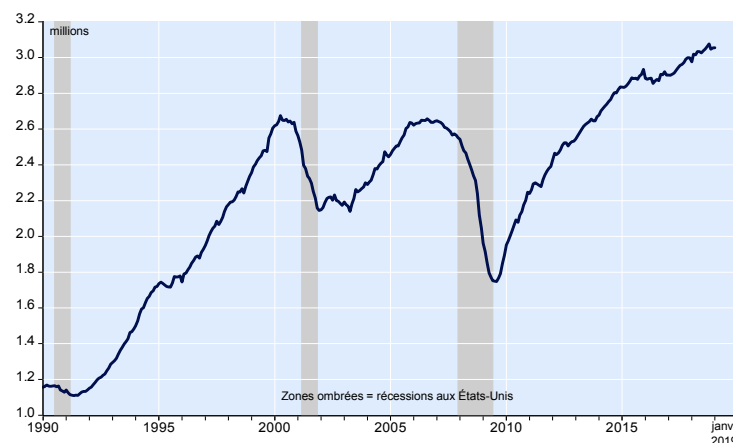


FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

C'est vrai que l'emploi est resté fort en janvier : + 304 000 selon l'enquête auprès des établissements et + 237 000 selon l'enquête auprès des ménages après suppression des «effets sur la population». Mais l'emploi temporaire, un indicateur avancé fiable, a de nouveau stagné tandis que l'inflation salariale est tombée à 3.2%.

L'emploi temporaire a-t-il atteint un sommet?

Emploi temporaire



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

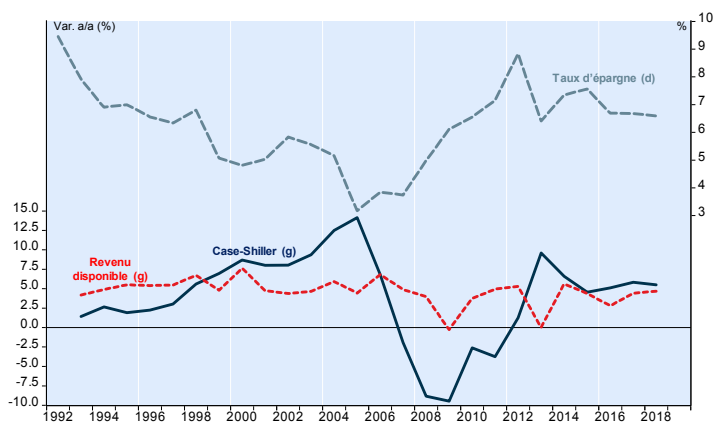
Compte tenu des facteurs temporaires en jeu (à cause de la paralysie de l'administration américaine), nous soupçonnons que la croissance du PIB va rebondir. Le marché immobilier résidentiel en particulier a de la marge pour prendre du mieux après une année

2018 plutôt anémique. On se souvient que la hausse des taux d'intérêt hypothécaires a écrasé les ventes de maisons et d'appartements qui ont enregistré une baisse annuelle l'an dernier pour la première fois depuis 2014.

Mais comme la Réserve fédérale fait clairement savoir qu'elle ralentit le rythme du resserrement de sa politique monétaire, les ventes de logements peuvent reprendre en 2019. Pour avoir une idée de la sensibilité des acheteurs de logements aux taux d'intérêt, il suffit de voir l'augmentation des demandes de crédits hypothécaires qui a coïncidé avec la récente baisse des taux à long terme. Notre opinion positive du marché immobilier résidentiel américain est aussi corroborée par le fait que, au cours de la dernière décennie, l'écart entre l'inflation des prix à la revente et la croissance des revenus n'a pas beaucoup varié, contrairement aux excès observés avant l'effondrement de 2006. Les effets de richesse positifs liés à la propriété immobilière, un taux d'épargne élevé et les bilans des ménages les plus sains en 34 ans (voir le *Mensuel économique* de janvier) sont de bon augure pour les dépenses de consommation cette année.

Le marché immobilier résidentiel en meilleure posture qu'en 2006

Indice de prix de maison Case-Shiller, revenu disponible et taux d'épargne personnel



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

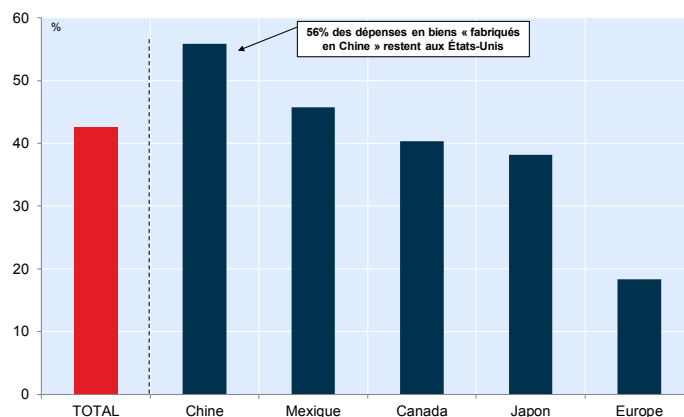
Cela ne veut pas dire que les États-Unis sont tirés d'affaire. Comme nous l'avons fait remarquer auparavant, on ne peut pas exclure une nouvelle crise financière, surtout si l'on considère l'effervescence du marché des obligations de sociétés. L'État américain représente ironiquement lui aussi une menace pour la croissance. Le blocage de l'administration en janvier a déjà démontré que les politiciens sont prêts à sacrifier la prospérité sur l'autel de la popularité. Un nouveau blocage est possible en février (quand la trêve prendra fin) ou plus tard dans l'année, quand le débat sur le plafond de la dette s'animera.

Washington pourrait aussi imposer des politiques commerciales téméraires dans le seul but de glaner des suffrages. Les mesures protectionnistes qui font la joie des anciens États industriels, la « Rust belt » pourraient avoir un contre-coup sur l'économie américaine, et pas seulement du fait des répliques douanières des partenaires commerciaux. Selon la Banque de réserve fédérale de San Francisco, le contenu local des biens importés aux États-Unis est d'environ 43% en moyenne. En d'autres termes, 43% des dépenses américaines consacrées à des marchandises fabriquées

à l'étranger ne quittent pas le sol américain par les paiements soit aux détaillants soit pour la logistique. À 56%, le contenu local des biens « *made in China* » est encore plus important que la moyenne.

Plus de 50% des dépenses en biens fabriqués en Chine restent aux É.-U.

Proportion du contenu local contenu des importations américaines

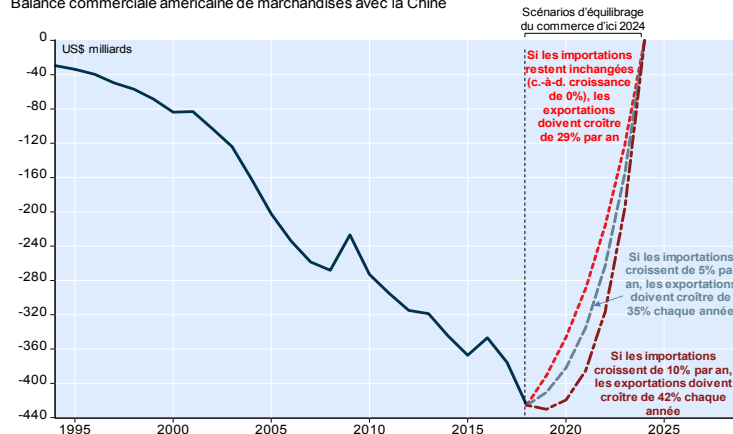


FBN Économie et Stratégie (données de la Réserve fédérale, Banque de San Francisco)

La Chine a essayé de faire baisser les tensions en acceptant, selon certaines informations, d'augmenter ses importations en provenance des États-Unis assez pour éliminer le déficit du commerce bilatéral d'ici la fin de 2024. L'an dernier, le déficit du commerce de marchandises des États-Unis avec la Chine représentait plus de US\$420 milliards. La réduction de ce chiffre massif à zéro en six ans nécessiterait une combinaison sans précédent de forte croissance des exportations américaines vers la Chine et de faible croissance des importations américaines de la Chine. Même si les importations américaines en provenance de Chine restaient inchangées jusqu'en 2024, les exportations devraient augmenter de 29% au moins chaque année pendant six ans pour éliminer le déficit commercial. Un tel rythme de croissance soutenue des exportations des États-Unis vers la Chine ne s'est encore jamais produit, même quand le PIB de l'Empire du Milieu croissait de plus de dix pour cent. En d'autres termes, il est peu probable que Pékin puisse tenir cette promesse, ce qui laisse penser que la guerre commerciale est loin d'être terminée.

Le déficit commercial avec la Chine peut-il être effacé d'ici 2024?

Balance commerciale américaine de marchandises avec la Chine



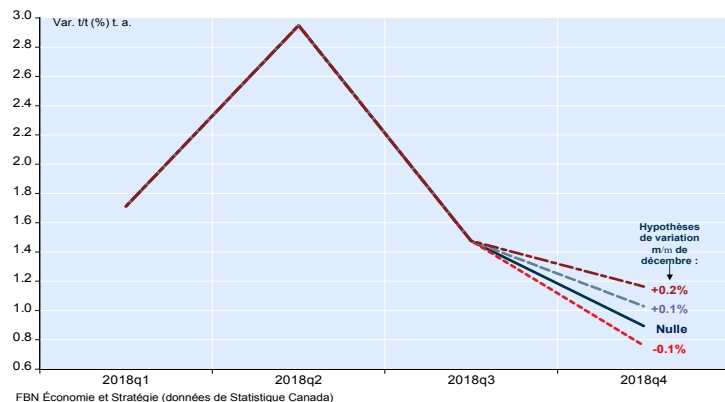
FBN Économie et Stratégie (données du U.S. Census Bureau, calculs de FBN)

Canada : Les effets de richesse se dissipent

L'économie du Canada décélère au diapason d'un marché immobilier résidentiel en perte de vitesse et de la dissipation des effets de richesse, ce qui freine la consommation, elle-même déjà soumise à la pression de la hausse des taux d'intérêt et d'un taux d'épargne des ménages faible. À moins d'un coup de pouce budgétaire du gouvernement fédéral, la consommation pourrait connaître sa plus mauvaise année de croissance en 10 ans.

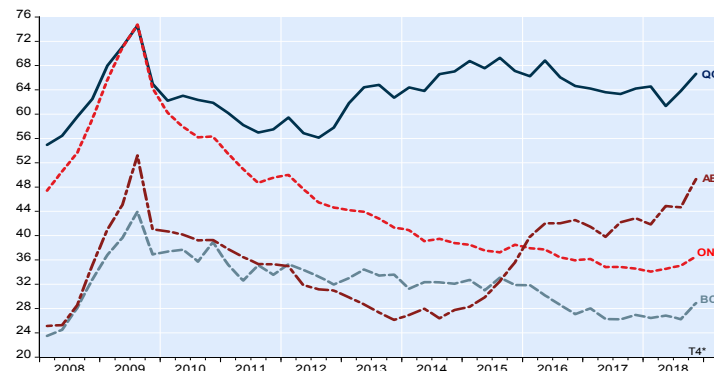
Il faudra attendre quelques semaines de plus pour connaître les résultats du PIB du T4, mais les données publiées jusque-là laissent penser que l'économie du Canada a perdu son élan vers la fin de l'an dernier. La production aurait chuté de 0.1% en novembre, effaçant une partie des gains du mois précédent, si bien que la croissance du T4 se situe à moins de 1.5% en chiffres annualisés.

Canada : La croissance du PIB réel a probablement fléchi au T4
PIB réel par secteurs



La perte d'élan peut, en partie, être attribuée à un tassement du marché de l'immobilier résidentiel qui, non seulement freine les ventes et les prix des logements, mais nuit aussi aux dépenses de consommation par la disparition graduelle des effets de richesse immobilière. Les dépenses réelles dans le commerce de détail au T4 laissent présager la plus mauvaise performance trimestrielle depuis 2009. La capacité de dépense des ménages est aussi freinée par la hausse des taux d'intérêt. On remarquera que les faillites personnelles ont augmenté au dernier trimestre dans toutes les quatre plus grandes provinces du pays.

Les cas d'insolvabilité personnelle augmentent
Nombre d'insolvabilités par 10,000 habitants âgés de 20 ans et plus, corrigé des effets saisonniers



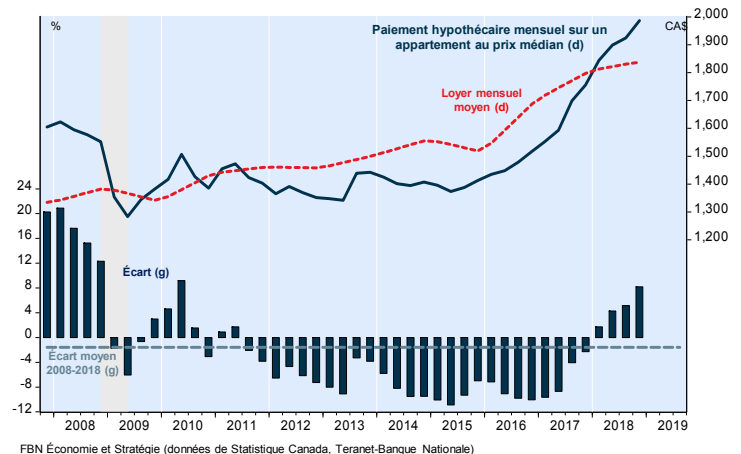
* Basé sur les données d'octobre et de novembre
FBN Économie et Stratégie (données de Bureau du surintendant des faillites Canada et de Statistique Canada)

Ces tendances préoccupantes pour les consommateurs pourraient-elles être enrayerées en 2019? Un coup de pouce budgétaire du gouvernement fédéral, tout à fait envisageable en cette année d'élections, pourrait soulager temporairement les ménages. Mais considérant l'endettement élevé des ménages et le faible taux d'épargne, il est difficile d'imaginer un scénario autre que des contributions de plus en plus petites des dépenses de consommation à la croissance du PIB à l'avenir. La dernière fois que le Canada a subi un choc des prix des matières premières en 2015-2016 (et donc une baisse du revenu disponible réel), la croissance de la consommation a réussi à rester stable parce que les ménages ont puisé dans leur épargne pour maintenir leurs habitudes de dépense. Mais cette fois-ci, le coussin d'épargne est beaucoup plus mince.

L'inflation des prix immobiliers résidentiels, qui a été de moins de 4% l'an dernier selon l'Indice de prix de maison Teranet-Banque Nationale, n'accélérera sans doute pas assez pour ranimer les effets de richesse. Des mesures macroprudentielles strictes adoptées l'an dernier continueront de freiner la croissance du crédit hypothécaire, alors que les problèmes d'abordabilité devraient faire en sorte qu'il reste moins cher de louer que d'acheter un logement dans un certain nombre de villes, dont Vancouver, Toronto et Montréal – pour de plus amples renseignements, lire notre plus récent *Suivi de l'abordabilité du logement* pour le T4 2018.

Il coûte maintenant moins cher de louer que d'acheter

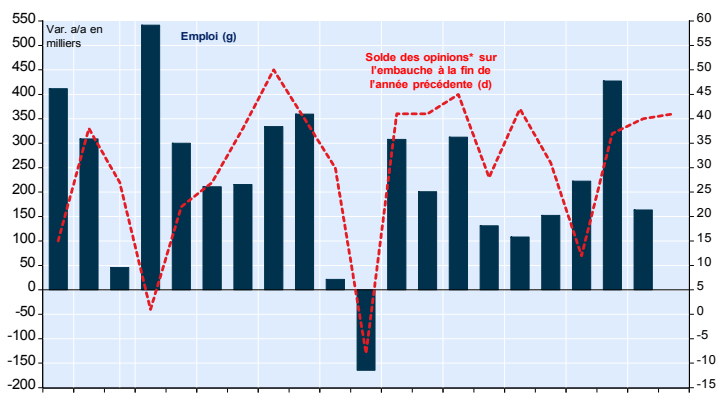
Prime/décote de l'achat comparativement à la location d'un appartement à deux chambres à coucher



Heureusement pour les consommateurs, tout n'est pas noir. Le marché du travail devrait continuer de générer des emplois en 2019, quoiqu'à un rythme moins soutenu que l'an dernier. La plus récente Enquête sur les perspectives des entreprises de la Banque du Canada laisse en effet penser que les entreprises sont encore prêtes à augmenter leurs effectifs pour limiter les pénuries dans certains secteurs. À la fin de 2018, le solde des opinions sur l'embauche (sur les 12 prochains mois) a augmenté à 41. Dans le passé, de tels niveaux d'intention se sont traduits par une croissance honorable de l'emploi. Les dégâts pour les consommateurs seront aussi limités quelque peu par la probabilité d'un ralentissement du rythme du resserrement de la politique monétaire par la Banque du Canada.

Les entreprises sont positives au sujet des projets d'embauche

Emploi selon l'Enquête sur la population active et opinions* sur l'embauche au cours des 12 prochains mois

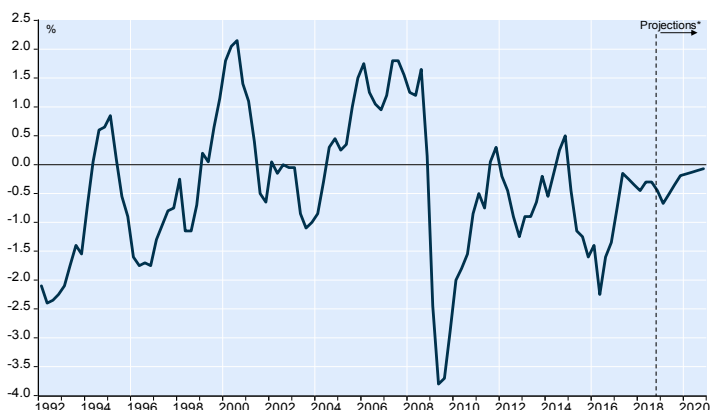


* Sociétés qui s'attendent à une augmentation des effectifs au cours des 12 prochains mois moins celles qui s'attendent à une baisse
FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada, Banque du Canada)

La banque centrale a en effet exprimé des craintes pour les perspectives économiques et a revu à la baisse sa prévision de croissance pour 2019 le mois dernier pour le Canada à 1.7% seulement (ce qui concorde sensiblement à notre propre prévision de 1.8%). Et avec la prévision de la Banque d'une croissance moyenne du PIB en 2019-2020 voisine de l'estimation du potentiel de 1.8%, l'écart de production devrait rester béant encore plusieurs trimestres. Par conséquent, nous nous attendons à ce que le taux de financement à un jour de la Banque du Canada demeure inchangé au moins pendant le premier semestre de cette année.

L'écart de production devrait se maintenir encore plusieurs trimestres

Estimations de la BdC de l'écart de production (moyenne du cadre intégré et du filtre élargi à plusieurs variables)



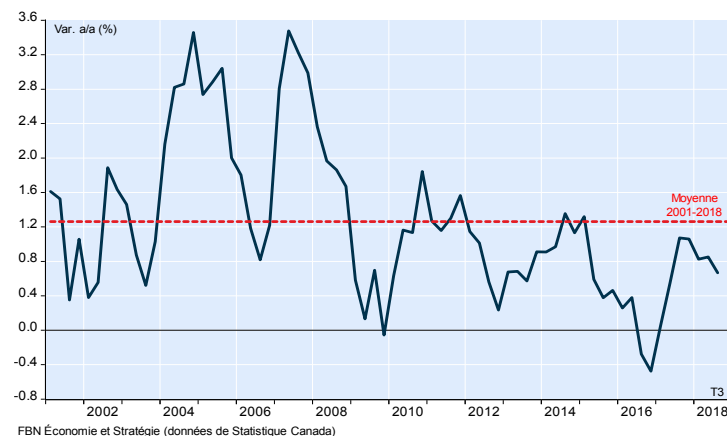
* Projections basées sur les prévisions de croissance du PIB de la BdC et croissance du PIB potentiel de 1.8% sur l'horizon de prévision
FBN Économie et Stratégie (données de la Banque du Canada)

Quelques jours à peine après que la Banque du Canada a publié ses prévisions de croissance révisées à la baisse, Statistique Canada a ajouté une couche de mauvaises nouvelles avec des données mises à jour sur la création d'entreprises, une des « variables favorites » du gouverneur Stephen Poloz. Le nombre d'entreprises du secteur privé au T3 de l'an dernier était en hausse à peine de 0.7% comparativement au même trimestre de l'année précédente. Cela représente environ un demi-point de pourcentage de moins que la moyenne depuis 2001. La faiblesse de la création d'entreprises est en partie due aux diminutions du nombre d'entreprises dans les secteurs durement touchés comme ceux de l'extraction minière et du pétrole et du gaz, mais aussi du

commerce de détail, du commerce de gros et des services publics. Le rythme timide de la création d'entreprises doublé de la dépression des prix des matières premières n'est pas de bon augure pour l'investissement des entreprises à l'avenir.

La formation des entreprises est en panne

Nombre d'entreprises étant des employeurs actifs du secteur privé

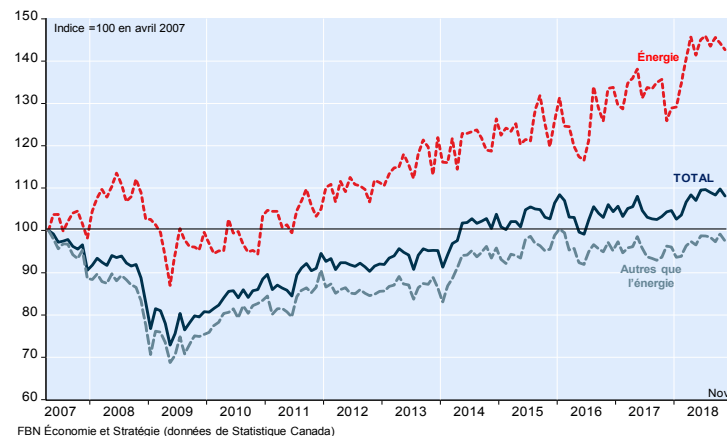


FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Le commerce extérieur pourrait-il compenser ce qui devrait être une année décevante en termes de demande intérieure? C'est possible si, comme nous le prévoyons, le Congrès américain approuve l'AEUMC. L'Accord de partenariat transpacifique global et progressiste, qui est entré en vigueur le mois dernier et a ouvert de nouveaux marchés, est aussi propice aux exportateurs. Les attentes d'une réanimation des exportations autres que l'énergie sont élevées. Ces exportations sont encore inférieures au pic atteint il y a près de 12 ans. Les exportateurs sont aussi avantagés par la dépréciation du huard de l'an dernier qui, combinée à une inflation faible, a permis au dollar canadien de devenir un peu plus concurrentiel en termes effectifs réels. La question est maintenant de savoir si les exportateurs seront en mesure ou non de profiter de ces avantages. Le gouvernement fédéral pourrait, conjointement avec les provinces, apporter une aide à cet égard en accroissant ses initiatives de marketing à l'étranger et en investissant énergiquement au Canada dans les routes, les chemins de fer et les ports pour éliminer des goulots d'étranglement dans le transport.

Les exportations hors énergie toujours sous le sommet de 2007

Exportations réelles



FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

États-Unis Scénario économique

<i>(Variation annuelle en %)*</i>						<i>T4/T4</i>		
	2016	2017	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	1.6	2.2	2.9	2.3	1.9	3.1	1.9	1.8
Dépenses personnelles	2.7	2.5	2.6	2.6	1.9	2.6	2.1	1.8
Construction résidentielle	6.5	3.3	(0.0)	0.4	1.4	(2.1)	1.5	1.5
Investissements des entreprises	0.5	5.3	6.6	2.0	1.4	5.7	1.6	1.7
Dépenses publiques	1.4	(0.1)	1.7	1.4	1.6	2.4	1.2	1.2
Exportations	(0.1)	3.0	4.2	1.8	0.9	3.2	1.2	1.0
Importations	1.9	4.6	4.5	2.2	1.1	3.4	1.2	1.0
Variation des stocks (milliards \$)	23.4	22.5	37.7	39.9	24.9	67.4	32.1	23.7
Demande intérieure	2.3	2.5	2.9	2.2	1.8	2.8	1.8	1.7
Revenu réel disponible	1.7	2.6	2.7	1.8	1.7	2.6	1.7	1.7
Emploi	1.7	1.3	1.6	1.3	1.0	1.8	1.0	0.9
Taux de chômage	4.9	4.4	3.9	3.7	3.5	3.8	3.6	3.5
Taux d'inflation	1.3	2.1	2.4	2.1	2.1	2.2	2.3	2.0
Bénéfices avant impôts	(1.1)	3.2	8.4	6.6	4.1	9.7	4.5	3.7
Solde budgétaire (compt. nat. milliards \$)	(587.0)	(666.0)	(779.0)	(897.0)	(903.0)
Compte courant (milliards \$)	(432.9)	(449.1)	(473.8)	(516.0)	(516.3)

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	<i>actuel</i>							
	01-02-19	T1 2019	T2 2019	T3 2019	T4 2019	2018	2019	2020
Taux cible fonds fédéraux	2.50	2.50	2.50	2.75	2.75	2.50	2.75	2.75
Bons du Trésor 3 mois	2.35	2.43	2.46	2.68	2.71	2.40	2.71	2.52
Obligations fédérales								
2 ans	2.52	2.58	2.64	2.87	2.95	2.48	2.95	2.45
5 ans	2.51	2.54	2.65	3.04	3.11	2.51	3.11	2.49
10 ans	2.70	2.72	2.78	3.19	3.34	2.69	3.34	2.71
30 ans	3.03	3.05	3.12	3.52	3.66	3.02	3.66	2.98
Taux de change								
US\$/Euro	1.15	1.15	1.19	1.22	1.23	1.14	1.23	1.23
YEN/\$US	109	111	114	115	113	110	113	111

** fin de période

Dynamique trimestrielle

	T1 2018	T2 2018	T3 2018	T4 2018	T1 2019	T2 2019	T3 2019	T4 2019
	publié	publié	publié	prévision	prévision	prévision	prévision	prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	2.2	4.2	3.4	2.5	1.2	2.8	1.9	1.6
IPC (var. a/a %)	2.3	2.6	2.6	2.2	1.7	2.1	2.2	2.3
IPC de base (var. a/a %)	1.9	2.2	2.2	2.2	2.1	2.2	2.3	2.3
Taux de chômage (%)	4.1	3.9	3.8	3.8	3.7	3.7	3.7	3.6

Canada Scénario économique

(Variation annuelle en %)*						T4/T4		
	2016	2017	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	1.1	3.0	2.0	1.8	1.7	1.9	1.9	1.5
Dépenses personnelles	2.1	3.6	2.2	1.3	1.2	1.5	1.4	1.0
Construction résidentielle	3.5	2.4	(0.7)	(1.1)	(1.9)	(2.4)	(2.0)	(1.8)
Investissements des entreprises	(9.9)	2.5	5.1	1.6	3.7	2.3	3.3	3.2
Dépenses publiques	1.2	2.7	3.0	2.0	1.7	1.7	2.3	1.2
Exportations	1.3	1.1	3.1	3.6	3.1	3.9	4.0	3.2
Importations	(0.0)	4.2	3.2	1.6	2.1	0.8	3.0	2.0
Variation des stocks (millions \$)	2,291	17,582	10,655	2,469	2,101	5,882	1,537	1,967
Demande intérieure	0.6	3.1	2.5	1.4	1.4	1.4	1.6	1.1
Revenu réel disponible	(0.7)	3.4	2.1	1.7	1.6	0.9	1.7	1.5
Emploi	0.7	1.9	1.3	1.0	0.7	1.1	0.7	0.7
Taux de chômage	7.0	6.3	5.8	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7
Taux d'inflation	1.4	1.6	2.3	1.7	2.1	2.1	2.2	2.0
Bénéfices avant impôts	6.4	20.1	5.1	7.5	4.2	10.0	5.0	3.5
Compte courant (milliards, \$)	(64.9)	(60.1)	(56.9)	(45.0)	(37.0)

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	actuel							
	01-02-19	T1 2019	T2 2019	T3 2019	T4 2019	2018	2019	2020
Taux à un jour	1.75	1.75	1.75	2.00	2.25	1.75	2.25	2.00
Bons du Trésor 3M	1.66	1.71	1.93	2.13	2.21	1.64	2.21	1.79
Obligations fédérales								
2 ans	1.77	1.90	2.03	2.22	2.40	1.86	2.40	2.27
5 ans	1.86	1.91	2.05	2.26	2.52	1.89	2.52	2.48
10 ans	1.96	1.99	2.14	2.34	2.67	1.96	2.67	2.65
30 ans	2.19	2.17	2.32	2.50	2.83	2.19	2.83	2.78
Taux de change								
CAD par USD	1.31	1.30	1.27	1.27	1.28	1.37	1.28	1.32
Prix du pétrole (WTI), \$U.S.	55	58	62	65	63	45	63	58

** fin de période

Dynamique trimestrielle

	T1 2018	T2 2018	T3 2018	T4 2018	T1 2019	T2 2019	T3 2019	T4 2019
	publié	publié	publié	prévision	prévision	prévision	prévision	prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	1.7	2.9	2.0	1.2	0.9	2.9	1.8	2.0
IPC (var. a/a %)	2.1	2.3	2.7	2.1	1.3	1.7	1.7	2.2
IPC ex. aliments et énergie (var. a/a %)	1.8	1.8	2.1	2.0	1.4	1.8	1.7	2.0
Taux de chômage (%)	5.8	5.9	5.9	5.7	5.7	5.7	5.7	5.7

Financière Banque Nationale

Prévisions économiques provinciales

	2016	2017	2018p	2019p	2020p	2016	2017	2018p	2019p	2020p
	PIB réel (croissance en %)					PIB nominal (croissance en %)				
Terre-Neuve-et-Labrador	1.8	0.9	0.0	2.9	1.2	1.8	4.3	5.7	2.9	3.4
Île-du-Prince-Édouard	1.8	3.5	2.5	2.0	1.1	4.5	4.8	4.6	4.5	3.7
Nouvelle-Écosse	1.5	1.5	1.0	0.8	1.4	2.2	2.9	3.3	2.8	3.7
Nouveau-Brunswick	1.4	1.8	1.2	1.2	1.1	3.6	4.3	4.4	2.7	3.0
Québec	1.4	2.8	2.3	1.8	1.3	2.8	5.0	4.0	3.6	3.1
Ontario	2.3	2.8	2.4	1.6	1.6	4.4	4.1	4.3	3.2	3.6
Manitoba	1.6	3.2	1.7	1.7	1.0	2.3	5.4	3.8	3.1	3.0
Saskatchewan	-0.4	2.2	0.9	1.9	1.6	-4.8	4.8	5.3	2.4	3.8
Alberta	-4.2	4.4	2.2	1.8	2.4	-6.8	10.0	4.1	4.1	5.6
Colombie-Britannique	3.2	3.8	2.3	2.4	2.6	6.0	6.9	4.6	4.1	4.6
Canada	1.1	3.0	2.0	1.8	1.7	1.9	5.6	4.0	3.6	3.6
	Emploi (croissance en %)					Taux de chômage (%)				
Terre-Neuve-et-Labrador	-1.4	-3.7	0.4	0.3	-0.9	13.4	14.8	13.9	12.4	12.6
Île-du-Prince-Édouard	-2.2	3.0	3.0	1.4	1.0	10.7	9.8	9.4	9.0	9.0
Nouvelle-Écosse	-0.4	0.7	1.5	0.5	0.3	8.3	8.4	7.6	7.5	7.4
Nouveau-Brunswick	-0.1	0.4	0.3	0.3	0.3	9.5	8.1	8.0	8.1	7.5
Québec	0.9	2.2	0.9	0.7	0.6	7.1	6.1	5.4	5.4	5.2
Ontario	1.1	1.8	1.6	1.2	0.7	6.5	6.0	5.6	5.5	5.7
Manitoba	-0.5	1.6	0.6	0.9	0.7	6.1	5.4	6.0	5.8	5.8
Saskatchewan	-0.9	-0.1	0.4	0.6	0.6	6.3	6.3	6.1	6.0	5.6
Alberta	-1.6	1.0	1.9	1.5	0.8	8.1	7.8	6.6	6.2	5.9
Colombie-Britannique	3.1	3.7	1.1	0.8	1.0	6.0	5.1	4.7	4.5	4.5
Canada	0.7	1.9	1.3	1.0	0.7	7.0	6.3	5.8	5.7	5.7
	Mises en chantier de logements (000)					IPC (Croissance en %)				
Terre-Neuve-et-Labrador	1.4	1.4	1.1	1.3	1.2	2.7	2.3	1.8	1.6	2.1
Île-du-Prince-Édouard	0.6	0.9	1.1	0.8	0.7	1.2	1.8	2.4	1.8	2.1
Nouvelle-Écosse	3.8	4.0	4.8	3.9	3.6	1.2	1.1	2.3	1.9	2.2
Nouveau-Brunswick	1.8	2.3	2.3	1.6	1.5	2.2	2.3	2.3	1.5	2.0
Québec	38.9	46.5	46.9	41.5	37.4	0.7	1.1	1.8	1.4	2.1
Ontario	75.0	79.0	78.7	68.6	65.0	1.8	1.7	2.5	1.8	2.1
Manitoba	5.3	7.5	7.4	6.0	5.5	1.3	1.6	2.6	1.5	2.0
Saskatchewan	4.8	4.9	3.6	3.5	3.5	1.1	1.7	2.4	1.4	1.9
Alberta	24.5	29.5	26.1	26.0	25.0	1.1	1.5	2.5	1.7	2.0
Colombie-Britannique	41.8	43.7	40.9	37.0	36.0	1.8	2.1	2.6	2.0	2.1
Canada	197.9	219.7	212.8	190.2	179.4	1.4	1.6	2.3	1.7	2.1

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

Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint
matthieu.arseneau@bnc.ca

Krishen Rangasamy

Économiste principal
krishen.rangasamy@bnc.ca

Paul-André Pinsonnault

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

Marc Pinsonneault

Économiste principal
marc.pinsonneault@bnc.ca

Kyle Dahms

Économiste
kyle.dahms@bnc.ca

Jocelyn Paquet

Économiste
jocelyn.paquet@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Bureau Toronto

416 869-8598

Warren Lovely

DG RF, Chef Recherche et stratégie,
Dette publique
warren.lovely@bnc.ca

Général

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

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

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

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

Financière Banque Nationale inc., ou un membre de son groupe, détient ou contrôle une participation dans TMX Group Limited (« Groupe TMX ») et a nommé un administrateur au conseil d'administration du Groupe TMX. En vertu de son implication dans le Groupe TMX, chaque agent en placements peut être considéré comme ayant un intérêt économique dans la cotation des titres sur une bourse appartenant au Groupe TMX ou exploitée par celui-ci, y compris la Bourse de Toronto, la Bourse de croissance TSX et la Bourse Alpha. Aucune personne ou entreprise n'est contrainte à acheter des produits ou des services du Groupe TMX ou de ses filiales comme condition à toute offre de produit ou de prestation de service de la part d'un courtier, ou comme condition au maintien d'une offre de produit ou d'un service.

Résidents du Canada

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

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

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

Résidents du Royaume-Uni

Le présent rapport est un document de marketing. Il n'a pas été préparé conformément aux exigences prévues par les lois de l'Union européenne établies pour promouvoir l'indépendance de la recherche en matière de placement, et il ne fait l'objet d'aucune interdiction concernant la négociation préalable à la diffusion de la recherche en matière de placement. FBN a approuvé le contenu du présent rapport, dans le cadre de sa distribution aux résidents du Royaume-Uni (notamment pour l'application, au besoin, du paragraphe 21(1) de la *Financial Services and Markets Act 2000*). Le présent rapport est fourni à titre indicatif seulement et ne constitue en



aucun cas une recommandation personnalisée ni des conseils juridiques, fiscaux ou de placement. FNB et sa société mère, ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle, ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des placements ou des placements connexes qui font l'objet du présent rapport, ou ils peuvent avoir détenu de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de contrepartistes ou de mandataires. Elles peuvent agir à titre de teneurs de marché pour ces placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre, ou peuvent agir à titre de banque d'investissement ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements et les revenus qui en découlent peuvent autant baisser qu'augmenter, et il se peut que vous ne récupériez pas la somme investie. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Si un placement est libellé en devises, les variations de change peuvent avoir un effet défavorable sur la valeur du placement. Il peut s'avérer difficile de vendre ou de réaliser des placements non liquides, ainsi que d'obtenir de l'information fiable concernant leur valeur ou l'étendue des risques auxquels ils sont exposés. Certaines opérations, notamment celles qui concernent les contrats à terme, les swaps, et autres produits dérivés, soulèvent un risque sérieux et ne conviennent pas à tous les investisseurs. Les placements prévus dans le présent rapport ne sont pas offerts aux clients particuliers, et le présent rapport ne doit pas leur être distribué (au sens des règles de la Financial Conduct Authority). Les clients particuliers ne devraient pas agir en fonction des renseignements contenus dans le présent rapport ou s'y fier. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription, ni la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription des titres décrits dans les présentes, ni n'en fait partie. On ne doit pas non plus se fonder sur le présent rapport dans le cadre d'un contrat ou d'un engagement quelconque et il ne sert pas, ni ne servira de base ou de fondement pour de tels contrats ou engagements.

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

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

Résidents des États-Unis

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

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

Résidents de HK

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

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

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

Droits d'auteur

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