



Points saillants

- L'économie mondiale reprend de la vitesse, propulsée par ses composantes avancées et émergentes. La croissance du PIB planétaire devrait friser les 3.5% cette année et l'année prochaine. Mais pour cela, les dirigeants qui élaborent les politiques doivent être en mesure de minimiser les risques de revers dus à la montée du protectionnisme commercial, aux niveaux élevés de dettes et à l'incidence du Brexit.
- L'amélioration de l'économie américaine explique la décision de la Fed, à sa réunion de juin, de réviser légèrement ses prévisions de croissance à la hausse et de resserrer davantage sa politique monétaire. La production industrielle et les dépenses de consommation réelles sont en passe de croître beaucoup plus vite au deuxième trimestre qu'au T1 et le marché du travail reste d'une solidité d'airain. Mais si nous gardons confiance dans notre opinion sur l'accélération de la croissance du PIB américain à plus de 2% cette année et l'année prochaine, cela ne veut pas dire que nous partageons l'optimisme de la Fed sur l'inflation des dépenses de consommation personnelles et donc les taux d'intérêt en 2018 et 2019.
- Les statistiques économiques canadiennes ont largement surpris à la hausse cette année. La croissance a été forte à l'instar du marché du travail, qui a créé des emplois comme jamais depuis 2013. Le marché de l'immobilier résidentiel a par conséquent bondi. L'embellie est telle que la Banque du Canada a signalé un changement prochain de sa politique en remplaçant son ton accommodant par la remise en question explicite de la nécessité actuelle de ses importantes mesures de détente. Nous avons par conséquent devancé d'un trimestre, à octobre 2017, la première hausse du taux de financement à un jour.

Krishen Rangasamy
514 879-3140

	Changements par rapport aux prévisions précédentes				
	2016	2017	2018	2017	2018
États-Unis					
PIB réel	1.6%	2.2%	2.4%	inch	inch
Inflation (IPC)	1.3%	2.3%	2.2%	inch	inch
Taux cible fonds fédéraux*	0.75%	1.50%	2.25%	inch	inch
Taux sur obligation 10 ans*	2.45%	2.71%	3.20%	-24 pb	-10 pb
Canada					
PIB réel	1.5%	2.4%	2.0%	inch	inch
Inflation (IPC)	1.4%	1.7%	1.8%	-0.1 pp	-0.2 pp
Taux à un jour*	0.50%	1.00%	1.50%	+50 pb	+25 pb
Taux sur obligation 10 ans*	1.72%	2.26%	2.69%	+8 pb	+1 pb

* fin de période

Monde : Croissance endettée

L'économie mondiale reprend de la vitesse, propulsée par ses composantes avancées et émergentes. La croissance du PIB planétaire devrait friser les 3.5% cette année et l'année prochaine. Mais pour cela, les dirigeants qui élaborent les politiques doivent être en mesure de minimiser les risques de revers dus à la montée du protectionnisme commercial, aux niveaux élevés de dettes et à l'incidence du Brexit.

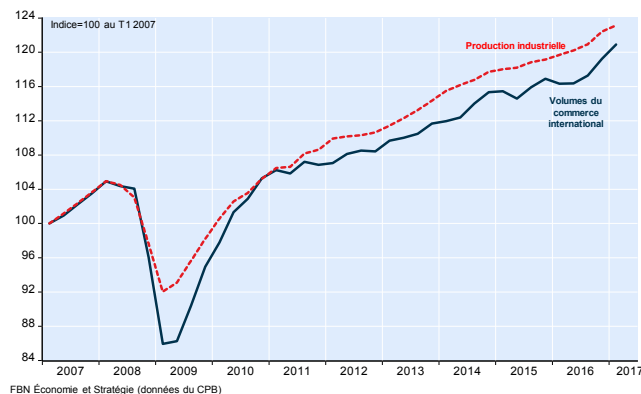
L'économie mondiale continue de croître selon les plus récentes données du CPB qui font état d'une reprise des volumes du commerce international et de la production industrielle. En fait, le commerce international a crû plus vite que la production industrielle un troisième trimestre de suite au T1 faisant descendre le ratio de la production industrielle aux volumes du commerce (représentatif des stocks) au plus bas depuis des années. C'est une bonne nouvelle pour la production future.

Et d'après les indices des directeurs des achats de Markit, l'économie mondiale est restée en expansion au deuxième trimestre. En mai, l'indice PMI mondial était une nouvelle fois bien au-dessus du seuil de 50, dénotant une expansion tant dans le secteur de la fabrication que dans celui des services. La production de ces secteurs a encore augmenté dans les économies avancées, dont les États-Unis, la zone euro, le Japon et le Royaume-Uni. Mais l'activité des usines a un peu fléchi dans les économies de l'ANASE, comme la Malaisie, la Thaïlande et Singapour.

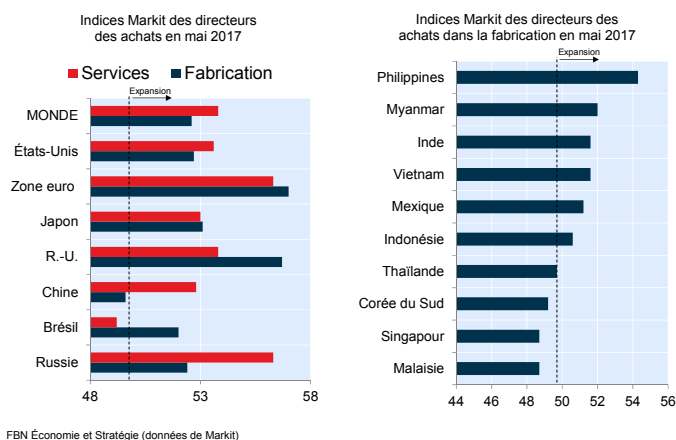
En Chine, un ralentissement de l'activité des usines est compensé par un secteur des services dynamique, dont l'indice PMI a grimpé au plus haut en quatre mois. Selon Markit, dans le secteur des services, les nouvelles commandes ont augmenté en mai au rythme le plus rapide de cette année grâce à une demande sous-jacente plus forte. Le secteur des services de la Chine est soutenu par le regain de l'économie intérieure. La consommation est vigoureuse, comme en attestent les dépenses dans le commerce de détail qui avaient crû de près de 11% d'une année à l'autre en mai, alors que l'activité immobilière rebondit après avoir piétiné ces dernières années. Bien qu'encore faible, la croissance de l'investissement du secteur privé semble reprendre. Bref, la Chine se maintient sur une trajectoire de croissance d'environ 6.5% cette année.

Mais tout n'est pas rose en Chine. La menace d'un désendettement chaotique plane sur l'économie qui fait un usage intensif du levier financier, ce qui explique pourquoi Moody's a abaissé récemment la note qu'elle attribue à l'Empire du Milieu. Les nouveaux prêts bancaires avaient atteint en moyenne 1,100 milliards de yuans par mois sur 12 mois jusqu'en mai. Il faut maintenant deux fois plus de crédit (comparativement à avant 2009) pour produire une unité de PIB de plus en Chine — en jargon économique, « l'intensité du crédit » a doublé depuis 2009. Le crédit dans le secteur privé de la Chine a gonflé au niveau record de 92% du PIB, bien au-dessus des autres économies émergentes où cette proportion est plus proche de 50%. Il ne faut pas sous-estimer le risque de défaillances et, donc, la menace d'une crise financière dans la deuxième économie du monde.

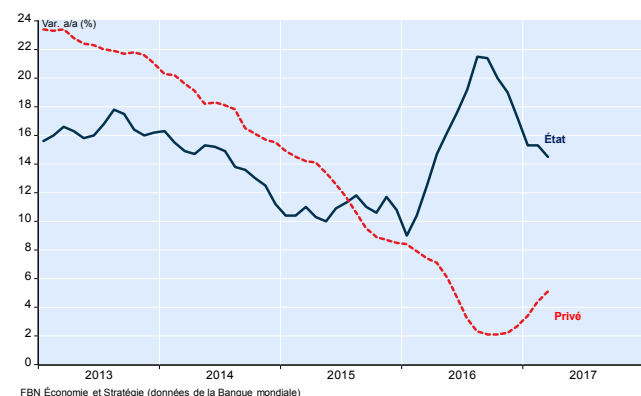
Monde : Embellie de l'activité économique après une piètre année 2016
Volume du commerce international et production industrielle



Monde : L'expansion a continué au deuxième trimestre



Chine : La croissance de l'investissement privé reprend
Investissement en immobilisations, moyenne mobile sur 6 mois



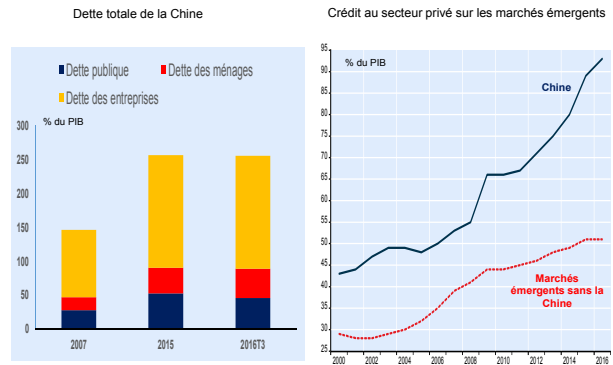
Perspectives mondiales

Prévisions

	2016	2017	2018
Pays avancés	1.7	1.9	1.9
États-Unis	1.6	2.2	2.4
Zone euro	1.7	1.7	1.6
Japon	1.0	1.4	1.1
R.-U.	1.8	1.7	1.4
Canada	1.5	2.4	2.0
Australie	2.5	2.5	2.8
Nouvelle-Zélande	4.0	2.9	3.0
Hong Kong	1.9	2.2	2.1
Corée	2.8	2.6	2.5
Taiwan	1.4	2.1	2.0
Singapour	2.0	2.4	2.2
Asie émergente	6.2	6.2	6.0
Chine	6.7	6.5	6.2
Inde	6.8	7.3	7.6
Indonésie	5.0	5.2	5.3
Malaisie	4.2	4.4	4.4
Philippines	6.8	6.5	6.3
Thaïlande	3.2	3.3	3.3
Amérique latine	-1.0	1.2	2.1
Mexique	2.3	1.8	2.2
Brésil	-3.6	0.6	2.5
Argentine	-2.3	2.7	3.0
Venezuela	-18.0	-5.0	-0.4
Colombie	2.0	1.6	2.7
Europe de l'Est et CEI	1.6	2.1	2.1
Russie	-0.2	1.3	1.7
République Tchèque	2.4	2.5	2.6
Pologne	2.8	3.4	3.2
Turquie	2.9	3.1	3.2
M-O et Afrique du N.	3.8	2.3	3.2
Afrique subsaharienne	1.5	2.7	3.5
Pays avancés	1.7	1.9	1.9
Pays émergents	4.0	4.3	4.5
Monde	3.0	3.4	3.5

Source: FBN Economie et Stratégie

Marchés émergents : Lourd endettement

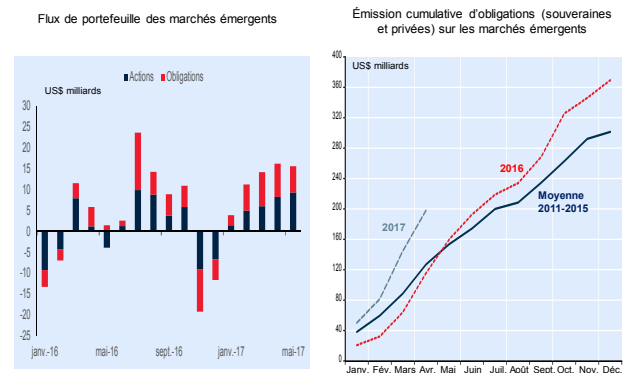


FBN Economie et Stratégie (données de la Banque mondiale)

L'endettement élevé n'est pas seulement un problème chinois. D'autres économies émergentes en Asie et en Amérique latine ont aussi des entreprises très endettées. Et une proportion considérable de la dette accumulée a été contractée en dollars américains – selon la dernière revue trimestrielle de la Banque des règlements internationaux, l'encours de la dette en USD en dehors de l'Amérique à la fin de 2016 atteignait un record de US\$10,600 milliards (dont un tiers pour les marchés émergents). Ainsi, la Fed risquerait de mettre en danger la stabilité financière mondiale si elle resserrait sa politique monétaire trop énergiquement, ce qui provoquerait une appréciation de l'USD et un exode des capitaux des pays émergents vers les États-Unis.

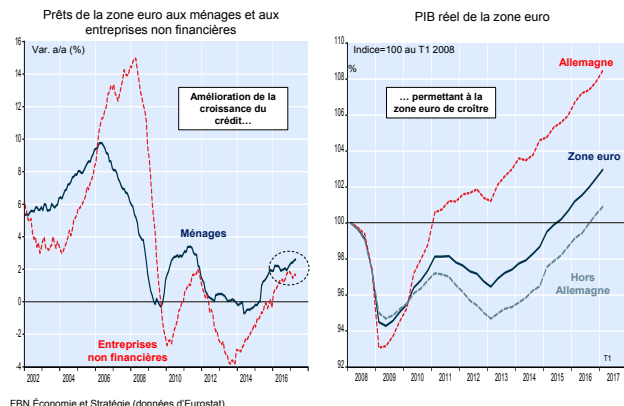
Pour lever le doute sur les effets négatifs des sorties de capitaux, il suffit de voir ce qui s'est passé l'an dernier. La croissance du PIB réel des marchés émergents était la plus faible depuis 2009, et cela coïncidait avec les plus maigres rentrées de capitaux étrangers depuis des années. Heureusement pour les pays émergents les rentrées de capitaux ont repris, stimulées par l'amélioration des statistiques économiques des marchés émergents et la confiance dans les perspectives de croissance mondiale. Entreprises et administrations publiques profitent de ce retournement des flux de capitaux pour ajouter à un fardeau de dettes déjà important; les émissions d'obligations sont sur le point de dépasser le rythme de l'an dernier. Mais une telle croissance alimentée par le crédit n'est pas durable.

M. É. : Fortes rentrées de capitaux et émissions d'obligations



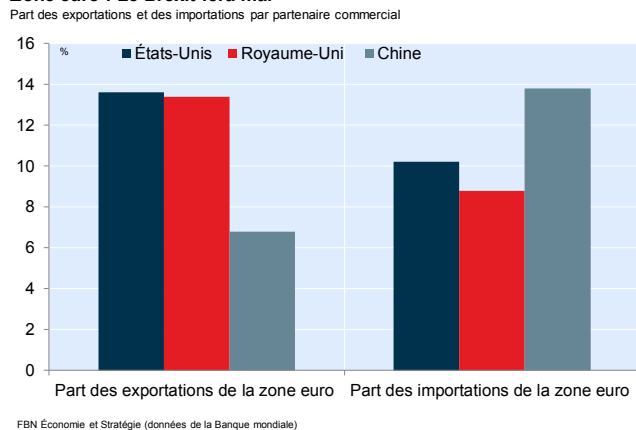
FBN Economie et Stratégie (données de la Banque mondiale)

Zone euro : La croissance du crédit alimente l'expansion



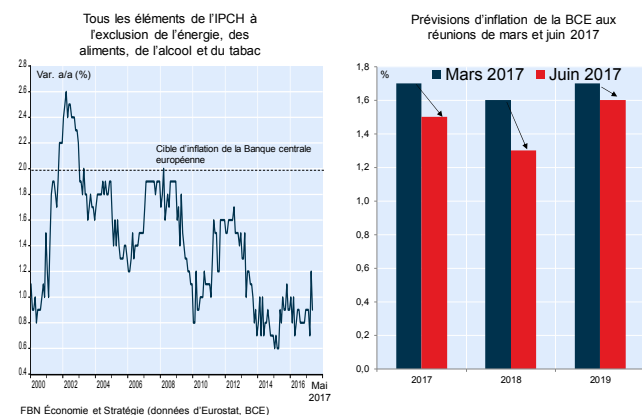
Les perspectives de la zone euro se sont nettement améliorées depuis le début de l'année. L'élan du premier trimestre semble s'être prolongé au début du deuxième selon les indices des directeurs des achats des secteurs de la fabrication et des services, qui montent. En mai, les indices PMI composés en Allemagne et en France ont bondi à un sommet inégalé depuis six ans. Les dépenses de consommation tiennent bon dans ces deux piliers de la zone euro; l'indice PMI du commerce de détail en France a même grimpé plus haut que jamais en 67 mois en mai. Mais celui de l'Italie annonce une contraction, c.-à-d. reste sous le seuil de 50. Toutefois, selon Markit, les données d'ensemble projettent une image positive du secteur de la vente au détail dans la zone euro. L'accélération de la croissance du crédit aux ménages aide sans aucun doute. Tout comme la progression de l'emploi. Les plus récentes données d'Eurostat indiquent une augmentation de l'emploi à un niveau record au T1, dépassant le sommet de 2008 pour la première fois.

Zone euro : Le Brexit fera mal



Mais la zone euro n'est pas tirée d'affaire pour autant. L'accord conclu entre les créanciers internationaux et la Grèce permettra à ce pays d'honorer ses obligations de remboursement à court terme, mais aucun allègement important de la dette n'a été consenti. En remettant le problème à plus tard, les protagonistes de la négociation entretiennent le risque d'écart des taux souverains. De plus, même si les résultats des élections aux Pays-Bas et en France ont été étonnamment favorables, les partis opposés à l'Union européenne ayant été largement battus, il reste des élections à venir en Allemagne et en Italie, et elles sont cruciales. La léthargie économique de l'Italie pourrait faire tomber le premier ministre Paolo Gentiloni sous les assauts du populisme anti-UE aux élections de l'an prochain. La zone euro ne peut pas se permettre de voir ses membres se diviser alors qu'elle doit composer avec les répercussions du Brexit. Plus de 13% des exportations de la zone euro sont destinées à la Grande-Bretagne. Et comme à peu près autant vont aux États-Unis, les dirigeants de la zone euro doivent agir avec doigté pour ne pas laisser écraser la zone euro par l'évolution de la politique commerciale américaine.

Zone euro : La BCE révisé à la baisse ses prévisions d'inflation



Les pressions à la hausse des prix ont aussi diminué, forçant la Banque centrale européenne à revoir à la baisse ses prévisions d'inflation pour 2017 ainsi que pour les deux années suivantes sous sa cible de 2%. L'inflation de base annuelle n'a plus atteint les 2% depuis 2008. Tout en disant qu'elle ne réduira pas davantage les taux d'intérêt, la BCE a fait savoir clairement en juin qu'elle se tient prête à augmenter son programme d'assouplissement économique si les perspectives deviennent moins favorables, ou si les conditions financières entravent tout progrès vers un ajustement durable de la trajectoire de l'inflation. La BCE surveille aussi de près l'accès au crédit malgré l'amélioration générale de la conjoncture. La faiblesse persistante des bilans des banques dans des pays vulnérables comme l'Italie, où la part des prêts improductifs en pourcentage du total des prêts atteint des sommets inégalés, explique en partie la réticence de certaines banques commerciales à prêter. Bref, le travail de la BCE n'est pas terminé.

États-Unis : Rebond au T2

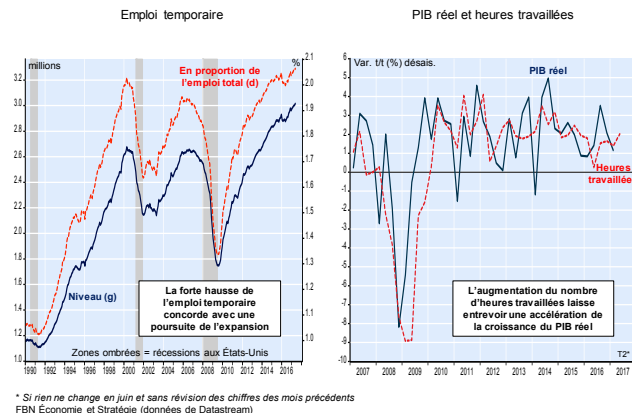
L'amélioration de l'économie américaine explique la décision de la Fed, à sa réunion de juin, de réviser légèrement ses prévisions de croissance à la hausse et de resserrer davantage sa politique monétaire. La production industrielle et les dépenses de consommation réelles sont en passe de croître beaucoup plus vite au deuxième trimestre qu'au T1 et le marché du travail reste d'une solidité d'airain. Mais si nous gardons confiance dans notre opinion sur l'accélération de la croissance du PIB américain à plus de 2% cette année et l'année prochaine, cela ne veut pas dire que nous partageons l'optimisme de la Fed sur l'inflation des dépenses de consommation personnelles et donc les taux d'intérêt en 2018 et 2019.

Le marché du travail américain continue de faire grande impression. Les effectifs salariés non agricoles ont augmenté un 80^e mois de suite en mai, un exploit sans précédent dans l'histoire des États-Unis. La création d'emplois de décembre à mai a atteint une moyenne solide de 160K par mois, ce qui est nettement supérieur à ce que la Fed juge nécessaire pour faire baisser le taux de chômage qui, à 4.3%, est déjà le plus bas en 16 ans. L'emploi temporaire, qui tend à diminuer pendant un ralentissement, se situe maintenant à un niveau record absolu en termes d'effectifs et en proportion de l'emploi total. Les heures travaillées augmentent aussi. Les indices que donne le marché du travail laissent donc entrevoir une poursuite de l'expansion. Plusieurs autres rapports le corroborent d'ailleurs. Même sans aucun changement en juin, la production industrielle est en bonne voie de croître de plus de 5% en rythme annualisé au T2, ce qui représente le plus important bond trimestriel en trois ans. Les dépenses de consommation semblent aussi se redresser d'après les volumes du commerce de détail qui croissent plus vite au T2 qu'au trimestre précédent. Nous tablons toujours sur une croissance annualisée du PIB autour de 3% au T2.

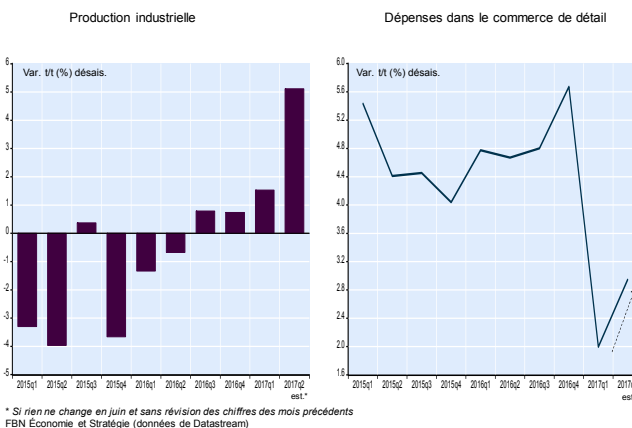
Mais tout n'est pas rose. Après avoir contribué à la croissance le trimestre précédent, le commerce extérieur semble maintenant la freiner au T2 d'après les chiffres d'avril. La construction résidentielle semble aussi marquer une pause, comme en atteste la diminution du nombre de mises en chantier. Celle-ci pourrait n'être que passagère, ce qui signifie que les mises en chantier remonteront probablement vers un niveau plus en accord avec les besoins démographiques. Mais, on ne peut pas exclure un ralentissement cyclique de l'immobilier résidentiel américain, à la suite du resserrement de la politique monétaire par la Fed et des conditions d'emprunt hypothécaire. Rappelons qu'une proportion record de 61% de tous les nouveaux crédits hypothécaires accordés au premier trimestre de l'année l'a été à des emprunteurs affichant les meilleures notes de crédit, à savoir 760 au moins.

La Fed a fondé sa décision de hausser de nouveau les taux d'intérêt en juin sur des perspectives économiques légèrement améliorées. La majorité des membres du FOMC s'attendent toujours à donner un tour de vis de plus cette année et à commencer à réduire la taille du bilan de la Fed qui atteint actuellement US\$4,500 milliards. D'après les études de la Fed, le niveau approprié du bilan à long terme serait d'environ US\$2,500 milliards. Mais il ne faut pas s'attendre à une baisse rapide de \$2,000 milliards.

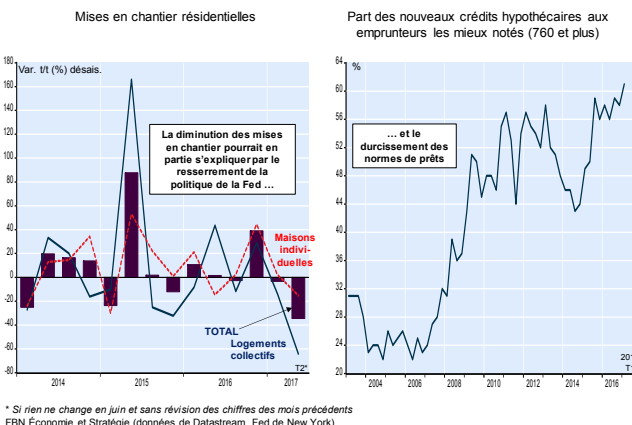
Les données du marché du travail confirment la poursuite de l'expansion



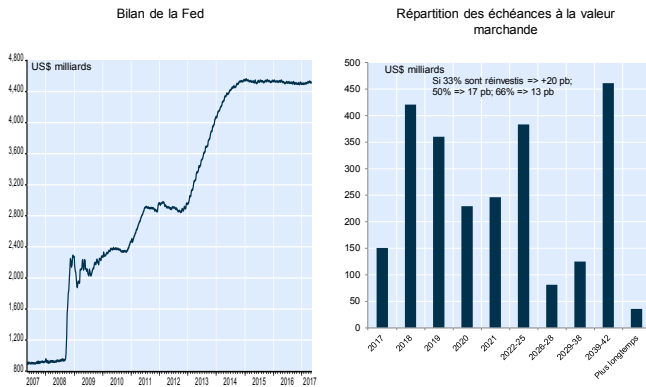
Un puissant rebond de la production au deuxième trimestre



La construction résidentielle marque une pause



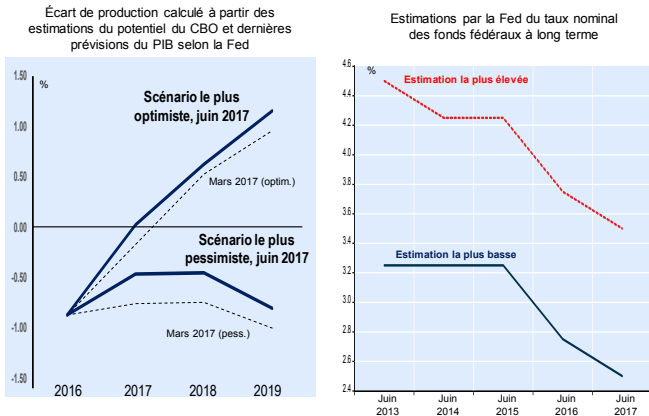
La Fed prévoit de réduire la taille de son bilan



FBN Économie et Stratégie (données de la Réserve fédérale, Banque de New York et Bloomberg)

La Fed a clairement indiqué que le rétrécissement du bilan serait très graduel — elle ne réinvestira que les sommes de remboursement du capital des titres parvenus à échéance dépassant un certain plafond, qui montera graduellement. Par exemple, prenons les obligations du Trésor dont le plafond initial a été fixé par la Fed à \$6 milliards par mois. Si les paiements de capital provenant de titres du Trésor parvenus à échéance représentent \$20 milliards au cours du mois où la normalisation du bilan commence, la Fed ne réinvestira que \$14 milliards ce mois-là. Alors que la réduction de la taille du bilan devrait faire monter les rendements obligataires, les études démontrent que la Fed pourrait limiter l'augmentation des rendements à environ 17 points de base seulement si elle réinvestissait environ la moitié du montant des titres arrivés à échéance.

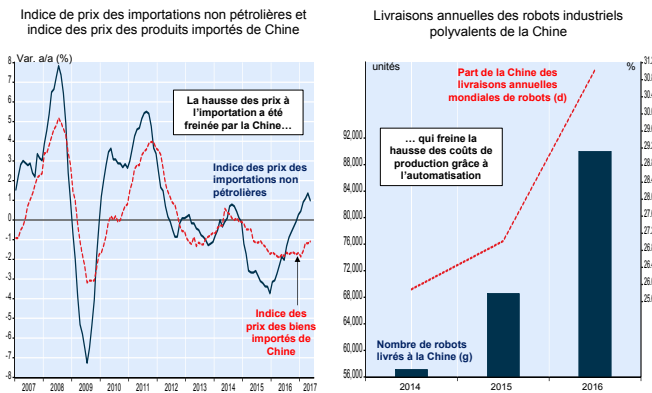
Perspectives un peu meilleures selon la Fed



FBN Économie et Stratégie (données de la Réserve fédérale, Congressional Budget Office)

Le projet de la Fed de resserrer davantage sa politique monétaire repose aussi sur l'hypothèse d'une bonne performance de l'économie et la confiance du FOMC dans une progression de l'inflation vers sa cible de 2% « à moyen terme ». Mais d'après les attentes concernant le taux des fonds fédéraux (qui sont très loin des propres prévisions de la Fed), les marchés ne sont pas encore convaincus. Les investisseurs peuvent avoir du mal à croire une Fed qui n'a pas réussi à atteindre sa cible d'inflation pendant cinq années de suite. Ils entretiennent même des doutes sur la capacité du FOMC de prédire l'inflation (voire d'atteindre la cible d'inflation) à la lumière de l'évolution de l'économie et des forces mondiales. On se souviendra que la Fed a encore réduit sa prévision du taux de chômage de trois dixièmes de point, ce qui souligne ses difficultés à estimer le taux de chômage à inflation stationnaire. Cela explique pourquoi l'inflation des salaires et donc l'inflation générale ont été beaucoup plus faibles que prévu. La Fed a aussi du mal à définir le taux d'intérêt d'équilibre (le taux d'intérêt final visé) dont l'estimation « haute » a été réduite de pas moins de 100 points de base au cours des quatre dernières années.

L'inflation reste-t-elle basse à cause de robots étrangers?



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream, International Federation of Robotics)

Malgré ces difficultés, la Fed garde confiance dans les prédictions de ses modèles et dans sa capacité d'atteindre à terme le taux d'inflation visé. Certes, la demande pourrait s'améliorer avec le temps et, comme le laissaient entrevoir les modèles de la Fed, cela exercerait une pression à la hausse sur les prix. Mais cela suffira-t-il pour compenser l'effet déflationniste de l'augmentation de l'offre due aux progrès technologiques, p. ex., Uber, Airbnb, etc.? L'automatisation est un autre frein à l'inflation, que les banquiers centraux ignorent souvent. L'effet déflationniste de la Chine sur les économies américaine et mondiales, qui devait se dissiper avec la hausse des salaires, est, au contraire, demeuré persistant. La Chine investit massivement dans l'automatisation, ayant absorbé plus de 30% des livraisons de robots industriels du monde l'an dernier, ce qui pourrait expliquer pourquoi ses coûts de production ne montent pas. Rappelez-vous que les prix des marchandises importées de Chine aux États-Unis continuent de baisser sur une base annuelle.

Par conséquent, si nous gardons confiance dans notre opinion d'une accélération de la croissance du PIB américain à plus de 2% cette année et l'an prochain, cela ne veut pas dire que nous partageons l'optimisme de la Fed au sujet de l'inflation des dépenses de consommation personnelles et donc des taux pour 2018 et 2019.

Canada : Resserrement de la politique monétaire en vue

Les statistiques économiques canadiennes ont largement surpris à la hausse cette année. La croissance a été forte à l'instar du marché du travail, qui a créé des emplois comme jamais depuis 2013. Le marché de l'immobilier résidentiel a par conséquent bondi. L'embellie est telle que la Banque du Canada a signalé un changement prochain de sa politique en remplaçant son ton accommodant par la remise en question explicite de la nécessité actuelle de ses importantes mesures de détente. Nous avons par conséquent devancé d'un trimestre, à octobre 2017, la première hausse du taux de financement à un jour.

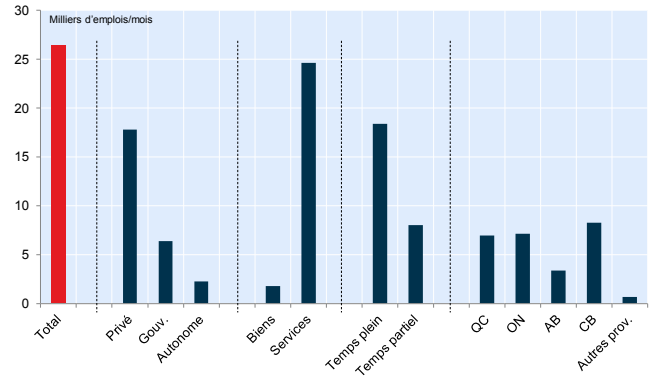
L'emploi au Canada est en plein essor selon l'Enquête sur la population active. Au cours des 12 mois jusqu'à mai, le Canada a créé en moyenne environ 26,000 emplois par mois, le meilleur chiffre depuis 2013. À ces bonnes nouvelles s'ajoute le fait que la plupart des emplois créés au cours de la période l'ont été dans le secteur privé (qui représentait les deux tiers du total) et étaient des postes à plein temps (70% des augmentations). Les augmentations de l'emploi ont surtout été enregistrées en Colombie-Britannique, en Ontario et au Québec ce qui n'est pas étonnant, mais il y a aussi eu des gains encourageants en Alberta et en Saskatchewan, et cela indique que ces deux provinces se remettent du choc pétrolier.

Les chiffres des salaires dont la croissance est anémique font partie des rares éléments qui ternissent le rapport de l'EPA. Le produit du salaire horaire moyen et du nombre total d'heures travaillées n'a augmenté que d'un maigre point de pourcentage au premier trimestre de 2017 comparativement au même trimestre l'an dernier. Cela explique sans doute pourquoi certains observateurs, dont la Banque du Canada, continuent de qualifier la hausse des salaires de « modérée ». Mais les données des comptes nationaux, dont on a des raisons de penser qu'elles sont plus fiables que l'EPA en ce qui concerne l'information sur les salaires, présentent une autre image, situant la hausse des salaires annuels à plus de 3% au T1. En Colombie-Britannique et en Ontario, la croissance des salaires dépasse largement la moyenne nationale, ce qui explique en partie la vigueur du marché immobilier résidentiel qu'on observe dans ces provinces.

La demande de logements y est aussi alimentée par l'afflux d'immigrants étrangers et la migration interprovinciale nette. Les prix à la vente de biens immobiliers, mesurés par l'Indice de prix de maison Teranet-Banque Nationale, ont triplé depuis 2000, mais ont augmenté encore plus à Vancouver (x 3.7) et à Toronto (x 3.4). Il est évident que les caractéristiques fondamentales n'expliquent pas la totalité de ces gains. Sinon, l'abordabilité dans ces deux villes — soit l'inverse du paiement hypothécaire sur une maison canadienne représentative en pourcentage du revenu — n'aurait pas été la plus basse depuis le début des années 1990. Il a bien fallu agir pour calmer la surchauffe de ces marchés et c'est pourquoi nous saluons la décision de la Banque du Canada d'abandonner son discours accommodant et de laisser entrevoir un resserrement prochain de sa politique monétaire.

Un marché du travail solide au Canada

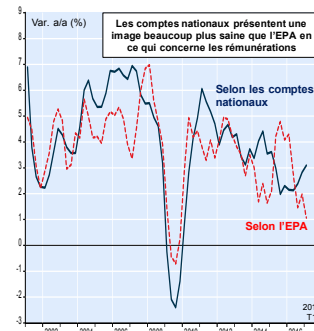
Création d'emplois selon l'Enquête sur la population active, moyenne 12 mois à mai 017



FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

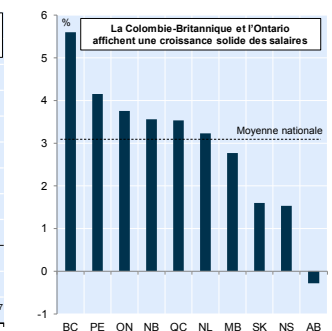
Des salaires qui augmentent à un rythme sain

Traitements et salaires



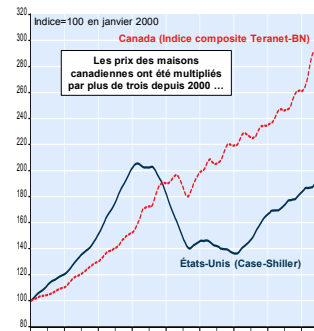
FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Traitements et salaires par provinces (selon les comptes nationaux), variation (%) du T1 2016 au T1 2017



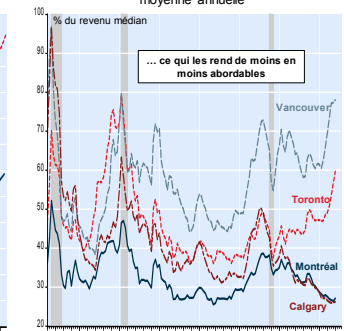
Les prix des maisons multipliés par plus de trois depuis 2000

Indice des prix à la vente

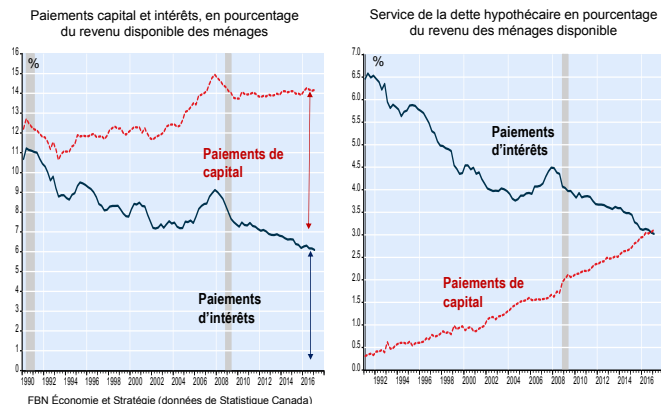


FBN Économie et Stratégie (données de Datastream, Teranet-Banque Nationale, ACI)

Paiement hypothécaire sur une maison de prix médian (amortissement de 25 ans, terme de 5 ans) moyenne annuelle



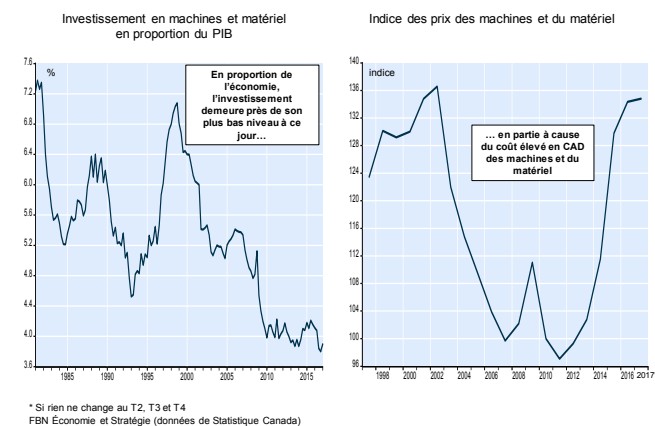
L'endettement des ménages canadiens est gérable



Nous avons, par conséquent, devancé d'un trimestre (à octobre 2017) le moment d'une augmentation du taux de financement à un jour. Cela, bien sûr, suppose que les prix du pétrole rebondissent après la récente baisse - cette dernière explique pourquoi nous avons réduit nos prévisions d'inflation pour cette année et 2018.

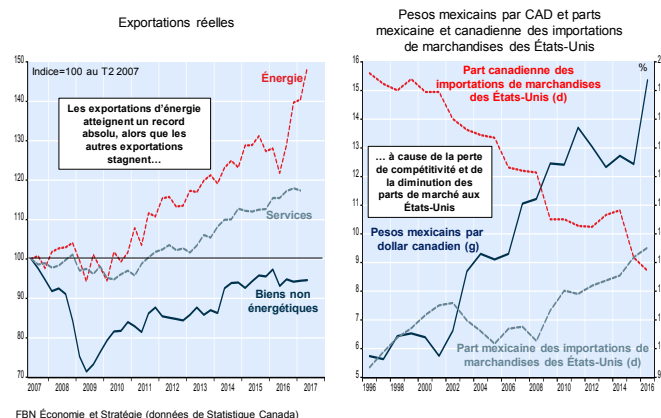
Faut-il s'inquiéter des conséquences du changement de politique monétaire de la Bdc pour les ménages canadiens? Oui, si on s'attend à ce que la banque centrale se mette à resserrer la politique énergiquement. Mais il y a de fortes chances pour que, de crainte de provoquer un désendettement désordonné, la Bdc adopte une approche graduelle du resserrement de sa politique. Le gradualisme devrait limiter les risques pour la stabilité financière en permettant aux Canadiens de réduire leurs dettes de façon ordonnée. Les ménages ont d'ailleurs déjà commencé à le faire. Les paiements de capital ont augmenté en proportion du revenu disponible et, dans le cas des emprunts hypothécaires, ont même dépassé la part des intérêts en proportion du revenu disponible pour la première fois. Dans l'ensemble, le service de la dette, soit le remboursement du capital et le paiement des intérêts, reste gérable, car il représente 14% du revenu disponible. Cela ne veut pas dire que les consommateurs canadiens sont totalement libérés. Le fardeau de la dette toujours lourd, doublé d'une hausse des taux d'intérêt et d'une diminution de l'effet de richesse dû à l'immobilier résidentiel, devrait limiter la croissance de la consommation réelle l'an prochain.

Faible part de l'économie pour l'investissement en matériel



Les consommateurs étant hors jeu, qu'est-ce qui va propulser la demande intérieure l'an prochain? Probablement pas l'investissement résidentiel qui faiblira à mesure que l'inflation des prix immobiliers reviendra à des niveaux plus durables. Quant à l'investissement des entreprises, il n'est pas encore sûr que la récente hausse puisse être maintenue, surtout après la récente chute du prix du brut. On se souvient que le rapport de Statistique Canada sur les intentions d'investissement des entreprises laissait entrevoir que l'investissement privé chutera en 2017 une troisième année de suite, le secteur minier (qui aurait d'importants excédents de capacité) étant touché particulièrement sévèrement. La faiblesse du dollar canadien est aussi dissuasive puisqu'elle augmente le coût des machines importées. Par conséquent, on ne sait pas encore si la part de l'investissement en machines et matériel en proportion du PIB rebondira de son creux actuel. Mais les dépenses des administrations publiques devraient s'accélérer à mesure que les fonds fédéraux consacrés aux infrastructures seront enfin dépensés et que les gouvernements provinciaux déploieront des mesures de relance budgétaires avant les élections au Québec et en Ontario.

Gains des volumes d'exportation entraînés par l'énergie



Nous comptons aussi sur le commerce international pour contribuer nettement à la croissance du PIB du Canada l'an prochain. Certes, la stagnation observée des exportations de marchandises autres que l'énergie pourrait continuer étant donné les parts de marchés perdues aux États-Unis. Mais les exportations d'énergie et de services atteindront probablement de nouveaux records grâce au renforcement de la demande américaine et à l'effet à retardement de la dépréciation du dollar canadien. Cela suppose naturellement que les flux du commerce international ne pâtissent pas trop de la renégociation de l'Accord du libre-échange nord-américain. Par conséquent, nous gardons confiance dans notre prévision d'expansion du PIB réel du Canada de 2.0% en 2018 après les 2.4% de croissance cette année.

États-Unis Scénario économique

(Variation annuelle en %)*						T4/T4		
	2014	2015	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Produit intérieur brut (\$2009 constants)	2.4	2.6	1.6	2.2	2.4	2.0	2.1	2.5
Dépenses personnelles	2.9	3.2	2.7	2.5	2.6	3.1	2.2	2.7
Construction résidentielle	3.5	11.7	4.9	5.9	1.7	1.1	6.3	1.2
Investissements des entreprises	6.0	2.1	(0.5)	4.4	2.0	(0.1)	4.8	2.1
Dépenses publiques	(0.9)	1.8	0.8	0.2	2.2	0.2	1.1	2.0
Exportations	4.3	0.1	0.4	1.9	(0.3)	1.5	1.2	0.2
Importations	4.4	4.6	1.1	3.5	1.5	2.6	2.4	1.0
Variation des stocks (milliards \$)	57.7	84.0	22.0	3.6	1.6	49.6	2.8	0.8
Demande intérieure	2.6	3.1	2.1	2.5	2.4	2.1	2.5	2.4
Revenu réel disponible	3.5	3.5	2.6	1.6	1.7	1.9	1.7	1.7
Emploi	1.6	1.7	1.7	1.2	1.3	1.6	1.2	1.3
Taux de chômage	6.2	5.3	4.9	4.5	4.4	4.7	4.4	4.3
Taux d'inflation	1.6	0.1	1.3	2.3	2.2	1.8	2.2	2.2
Bénéfices avant impôts	5.9	(3.0)	(0.1)	4.3	5.6	9.3	3.9	4.5
Solde budgétaire (compt. nat. milliards \$)	(483.3)	(439.0)	(588.0)	(594.0)	(620.0)
Compte courant (milliards \$)	(392.1)	(463.0)	(481.2)	(462.0)	(502.0)

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	actuel					2016	2017	2018
	21-06-17	T3 2017	T4 2017	T1 2018	T2 2018			
Taux cible fonds fédéraux	1.25	1.50	1.50	1.75	1.75	0.75	1.50	2.25
Bons du Trésor 3 mois	0.97	1.33	1.36	1.58	1.74	0.50	1.36	2.08
Obligations fédérales								
2 ans	1.36	1.67	1.88	2.06	2.16	1.20	1.88	2.45
5 ans	1.78	2.09	2.27	2.43	2.52	1.93	2.27	2.77
10 ans	2.16	2.41	2.71	2.91	2.98	2.45	2.71	3.20
30 ans	2.73	2.99	3.26	3.44	3.48	3.06	3.26	3.65
Taux de change								
US\$/Euro	1.11	1.10	1.12	1.14	1.11	1.05	1.12	1.11
YEN/\$US	112	112	114	115	112	117	114	110

** fin de période

Dynamique trimestrielle

	T3 2016	T4 2016	T1 2017	T2 2017	T3 2017	T4 2017	T1 2018	T2 2018
	publié	publié	publié	prévision	prévision	prévision	prévision	prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	3.5	2.1	1.2	3.1	2.1	2.2	1.5	3.3
IPC (var. a/a %)	1.1	1.8	2.6	2.2	2.4	2.2	2.0	2.3
IPC de base (var. a/a %)	2.2	2.2	2.2	1.9	2.0	2.1	2.0	2.3
Taux de chômage (%)	4.9	4.7	4.7	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4

Financière Banque Nationale

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	2.4	2.0	2.0	2.1	2.1
Dépenses personnelles	2.8	1.9	2.4	2.8	1.4	2.7	2.3	1.3
Construction résidentielle	2.7	3.8	3.0	3.5	(2.9)	2.9	2.0	(3.5)
Investissements des entreprises	3.2	(11.5)	(8.6)	(0.8)	3.8	(7.5)	3.8	4.4
Dépenses publiques	0.0	1.9	1.8	0.9	2.4	2.2	0.9	2.5
Exportations	5.8	3.4	1.0	1.8	3.7	0.8	2.9	3.7
Importations	2.2	0.3	(0.9)	2.3	1.9	(0.8)	4.8	1.7
Variation des stocks (millions \$)	9,392	3,861	-415	10,065	4,244	-2,522	8,590	2,691
Demande intérieure	1.9	0.3	1.0	1.9	1.5	1.3	2.1	1.5
Revenu réel disponible	1.3	3.3	2.7	2.1	1.7	2.6	1.5	1.7
Emploi	0.6	0.9	0.7	1.5	0.7	1.1	1.1	0.7
Taux de chômage	6.9	6.9	7.0	6.6	6.4	6.9	6.5	6.4
Taux d'inflation	1.9	1.1	1.4	1.7	1.8	1.4	1.9	1.8
Bénéfices avant impôts	8.2	(19.5)	(4.5)	27.8	6.4	14.6	16.8	6.0
Compte courant (milliards, \$)	(48.2)	(67.6)	(67.0)	(52.0)	(40.8)

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	actuel					2016	2017	2018
	21-06-17	T3 2017	T4 2017	T1 2018	T2 2018			
Taux à un jour	0.50	0.50	1.00	1.25	1.50	0.50	1.00	1.50
Bons du Trésor 3M	0.58	0.72	1.13	1.38	1.46	0.46	1.13	1.63
Obligations fédérales								
2 ans	0.91	1.13	1.32	1.61	1.73	0.75	1.32	1.98
5 ans	1.14	1.38	1.71	1.94	2.09	1.12	1.71	2.32
10 ans	1.49	1.80	2.26	2.46	2.55	1.72	2.26	2.69
30 ans	2.00	2.30	2.72	2.89	2.96	2.31	2.72	3.09
Taux de change								
CAD par USD	1.33	1.34	1.30	1.27	1.28	1.34	1.30	1.31
Prix du pétrole (WTI), \$U.S.	42	47	49	50	52	54	49	50

** fin de période

Dynamique trimestrielle

	T3 2016	T4 2016	T1 2017	T2 2017	T3 2017	T4 2017	T1 2018	T2 2018
	publié	publié	publié	prévision	prévision	prévision	prévision	prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	4.2	2.7	3.7	1.4	1.8	1.6	2.4	2.1
IPC (var. a/a %)	1.2	1.4	1.9	1.4	1.6	1.9	1.6	1.9
Taux de chômage (%)	7.0	6.9	6.7	6.5	6.6	6.5	6.5	6.5

Financière Banque Nationale

Prévisions économiques provinciales

	2014	2015	2016e	2017p	2018p	2014	2015	2016e	2017p	2018p
	PIB réel (croissance en %)					PIB nominal (croissance en %)				
Terre-Neuve-et-Labrador	-1.0	-2.0	2.0	-2.0	4.0	-1.3	-11.5	3.3	3.5	4.8
Île-du-Prince-Édouard	1.5	1.3	2.4	2.0	1.5	3.5	3.9	4.5	4.1	4.1
Nouvelle-Écosse	0.8	1.0	1.1	1.2	1.1	1.7	2.4	2.2	2.7	2.9
Nouveau-Brunswick	-0.1	2.3	1.4	1.0	1.0	1.0	2.9	3.6	3.7	3.6
Québec	1.3	1.2	2.0	1.9	1.5	1.9	2.6	3.2	3.6	3.5
Ontario	2.7	2.5	2.7	2.5	2.2	4.7	4.9	4.6	4.6	4.4
Manitoba	1.5	2.2	2.4	2.0	1.9	2.5	3.1	2.5	3.5	4.3
Saskatchewan	2.4	-1.3	-1.0	1.1	1.6	1.3	-5.7	-5.8	4.8	3.6
Alberta	5.0	-3.6	-3.8	2.9	2.1	8.9	-12.5	-6.1	7.5	3.6
Colombie-Britannique	3.3	3.3	3.7	2.9	2.2	5.2	3.8	5.4	5.4	4.5
Canada	2.6	0.9	1.5	2.4	2.0	4.5	0.2	2.1	5.2	3.7
	Emploi (croissance en %)					Taux de chômage (%)				
Terre-Neuve-et-Labrador	-1.9	-1.0	-1.4	-2.3	-2.9	12.0	12.8	13.5	14.3	14.7
Île-du-Prince-Édouard	-0.4	-1.0	-2.3	2.4	0.3	10.5	10.4	10.8	10.6	9.8
Nouvelle-Écosse	-1.1	0.1	-0.4	0.9	0.0	8.9	8.6	8.3	8.2	7.9
Nouveau-Brunswick	-0.2	-0.4	-0.1	0.3	0.4	9.9	9.8	9.6	8.6	8.2
Québec	-0.1	1.0	0.9	1.7	0.5	7.8	7.6	7.0	6.2	6.0
Ontario	0.8	0.7	1.1	1.2	1.0	7.3	6.7	6.6	6.3	6.2
Manitoba	0.1	1.5	-0.5	1.0	0.8	5.4	5.6	6.1	5.8	5.8
Saskatchewan	1.0	0.6	-0.9	0.6	0.8	3.8	5.0	6.4	5.9	6.3
Alberta	2.2	1.2	-1.6	1.0	0.8	4.7	6.0	8.1	8.2	7.4
Colombie-Britannique	0.6	1.3	3.1	3.1	1.0	6.1	6.2	6.0	5.2	5.0
Canada	0.6	0.9	0.7	1.5	0.7	6.9	6.9	7.0	6.6	6.4
	Mises en chantier de logements (000)					IPC (Croissance en %)				
Terre-Neuve-et-Labrador	2.1	1.7	1.4	1.2	1.2	1.9	0.4	2.7	2.4	1.8
Île-du-Prince-Édouard	0.5	0.6	0.6	0.7	0.5	1.6	-0.6	1.2	1.5	1.8
Nouvelle-Écosse	3.1	3.8	3.8	4.2	3.7	1.7	0.4	1.2	1.2	1.7
Nouveau-Brunswick	2.3	2.0	1.8	1.6	1.6	1.5	0.5	2.2	2.2	1.8
Québec	38.8	37.9	38.9	38.7	35.0	1.4	1.1	0.7	1.3	1.7
Ontario	59.1	70.2	75.0	77.6	71.0	2.2	1.1	1.8	1.7	1.7
Manitoba	6.2	5.5	5.3	6.9	5.3	1.8	1.2	1.3	1.6	2.0
Saskatchewan	8.3	5.1	4.8	4.7	4.6	2.4	1.6	1.1	1.5	1.9
Alberta	40.6	37.3	24.5	27.8	24.0	2.6	1.2	1.1	1.8	2.0
Colombie-Britannique	28.4	31.4	41.8	40.0	34.0	1.0	1.1	1.9	1.8	1.8
Canada	189.3	195.5	197.9	203.4	180.9	1.9	1.1	1.4	1.7	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

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 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 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.