

22 décembre 2023

2024, année de tous les dangers pour l'économie américaine

Par Jocelyn Paquet

- La thèse de l'atterrissage en douceur a sans aucun doute gagné en popularité dans les derniers mois comme en témoigne l'augmentation des valorisations boursières et le rétrécissement des écarts de crédit. Le pivot de la réserve fédérale engendré par une modération importante de l'inflation a aussi contribué à l'enthousiasme ambiant, surtout que celui-ci survient alors que les données sur le PIB demeurent solides.
- Notre analyse suggère toutefois que la croissance économique aux États-Unis est moins vigoureuse qu'il n'y paraît à prime abord. Quant à l'avenir, les quelques indicateurs avancés de l'économie ayant prouvé leur valeur prédictive dans les cycles précédents pointent presque tous dans la même direction : celle d'un ralentissement économique significatif, voire une récession en 2024.
- Et tout en reconnaissant que la probabilité que la Fed parvienne à réaliser un atterrissage en douceur est non nulle, nous avons des doutes quant aux arguments qui soutiennent cette hypothèse. C'est pourquoi nos prévisions économiques restent nettement moins optimistes que celles du consensus. Après une fin d'année 2023 vigoureuse, nous prévoyons une importante décélération de la croissance au premier trimestre. L'économie devrait ensuite basculer en récession vers le milieu de l'année.

Avec l'année qui s'achève, le temps est venu pour nous de faire le point sur la situation économique et, de manière plus importante pour nos lecteurs, d'offrir nos pronostics pour les prochains mois. L'année 2023 sera sans aucun doute considérée comme un bon cru pour l'économie américaine qui, selon nos prévisions, devrait croître de 2.5% sur l'ensemble de l'année malgré l'un des resserrements monétaires les plus agressifs de mémoire récente. Voilà qui devrait reconforter ceux qui s'apprentent à partir pour des vacances de fin d'année bien méritées. Sans vouloir couper court aux célébrations, nous admettons que notre attention est déjà résolument tournée vers les perspectives de l'année à venir. Et ceux qui suivent nos publications régulières savent que, sur ce plan, nos prévisions sont résolument plus pessimistes que le consensus. Pour y voir plus clair, nous avons décidé de compiler dans le présent document les raisons qui nous poussent à penser que l'économie américaine traversera une période un peu plus difficile en 2024.

Nous commençons notre tour d'horizon en citant une source souvent négligée par les économistes, à savoir le Livre beige de la Réserve fédérale. Si nous convenons que cette publication n'est pas des plus passionnantes à lire, elle offre néanmoins une bonne vue d'ensemble de la situation économique régnant dans les différentes régions des États-Unis. La synthèse nationale figurant en première page de chaque édition constitue également un bon outil pour suivre l'évolution de l'économie dans le temps, l'historique de l'enquête remontant à 1970. Et par rapport aux normes historiques, les commentaires contenus dans la plus récente édition de cette publication nous sont apparus plutôt négatifs. Les premières lignes du rapport disaient en effet ceci :

[TRADUCTION] « Dans l'ensemble, l'activité économique a ralenti depuis le rapport précédent, quatre districts ayant fait état d'une croissance modeste, deux indiquant une conjoncture de stagnation voir de léger ralentissement, et six notant de légères diminutions de l'activité. »²

Pour les non-initiés, ces commentaires peuvent peut-être sembler triviaux. N'est-il pas normal que certains districts fassent état d'une croissance modeste alors que d'autres signalent une légère contraction? La réponse à cette question est qu'une croissance aussi peu généralisée géographiquement que celle signalée au mois de novembre par le Livre beige est en fait extrêmement rare en dehors de périodes de récession. Pour trouver une caractérisation de l'économie similaire à celle citée ci-dessus, il faut en effet remonter aux éditions publiées pendant les mois les plus sombres de la pandémie ou, avant cela, durant la grande récession de 2007-2009. Dans ce dernier cas, il a fallu attendre mars 2008, c'est-à-dire quatre mois après le début de ce qui allait se révéler comme l'une des pires récessions du siècle, avant que le Livre beige ne dresse un portrait aussi peu reluisant que celui de novembre 2023 :

[TRADUCTION] « Les rapports des douze districts fédéraux laissent penser que la croissance économique a ralenti depuis le début de l'année. Les deux tiers des districts ont mentionné un fléchissement ou un affaiblissement du rythme de l'activité économique, alors que les autres mentionnaient une croissance timide, lente ou modeste. »³

Bien entendu, les similitudes entre le langage utilisé aujourd'hui et celui de 2008 ne signifient pas que l'économie américaine est déjà en récession, et encore moins qu'elle est sur le point de traverser le même type d'épreuve qu'à l'époque; d'autres indicateurs relatifs au marché du travail et aux dépenses de consommation demeurent trop vigoureux pour que ce soit le cas. Mais se pourrait-il que la croissance ne soit pas aussi solide que le laissent supposer les données du PIB?

Pour répondre à cette question, il faut examiner d'autres mesures fiables de l'activité, et force est d'admettre que plusieurs d'entre elles semblent compatibles avec une économie qui croît plus lentement que le rythme annualisé de 5.2% annoncé dans le rapport sur le PIB du troisième trimestre. À commencer par le revenu intérieur brut, ou RIB. Nos lecteurs les plus érudits se souviendront peut-être qu'il existe deux manières principales d'évaluer la taille d'une économie : en additionnant les dépenses de tous les agents économiques (PIB) ou en cumulant l'ensemble de leurs revenus (RIB). En théorie, ces deux méthodes devraient converger à long terme, mais le fait qu'elles s'appuient sur des sources de données

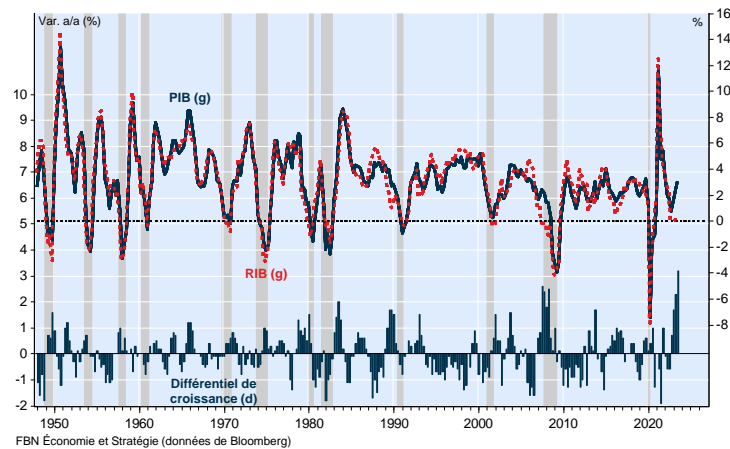
² <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/belgebook202311.htm>

³ <https://www.federalreserve.gov/fomc/belgebook/2008/20080305/default.htm>

différentes signifie qu'elles divergent souvent légèrement d'un trimestre à l'autre. Une telle divergence a d'ailleurs été observée au T3, où le RIB a augmenté à un rythme annualisé beaucoup moins rapide que le PIB (1.5% contre 5.2%). Cet écart ne mériterait pas qu'on s'y attarde si ce n'était du fait qu'il faisait suite à trois autres trimestres de supériorité de rendement du PIB. Car loin de converger, ces deux mesures de l'activité économique semblent au contraire s'être éloignées de plus en plus l'une de l'autre dans la dernière année, à tel point que le PIB affiche désormais une progression de 3.0% sur douze mois, tandis que le RIB indique une légère contraction. Jamais, au cours de leurs 75 années d'existence, ces séries n'ont envoyé des messages aussi contradictoires.

É.-U. : Deux mesures, deux messages

Produit intérieur brut et revenu intérieur brut



À quelle mesure devrions-nous donc nous fier? Aux deux si l'on en croit une étude récente de la Banque fédérale de réserve de St Louis :

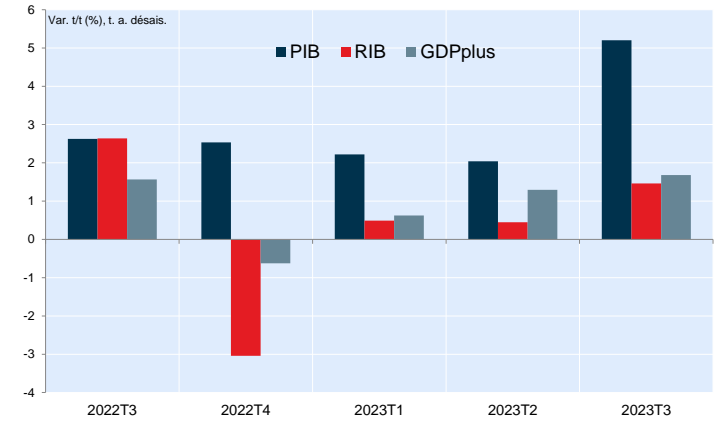
[TRADUCTION] « Pour le moment, le PIB reste la principale mesure de la production citée à la fois par les médias et par les responsables de la politique monétaire. Mais en fin de compte, il pourrait être prudent d'utiliser les deux séries (ou peut-être une mesure combinant les deux) pour mesurer la production. »⁴

Cette conclusion est basée sur l'idée que le PIB et le RIB sont tous deux sujets à des erreurs statistiques, mais que l'étude conjointe de ces mesures peut aider à minimiser ces erreurs et à brosser un tableau plus précis de l'activité économique.

Ne s'arrêtant pas à de simples recommandations, la Fed a élaboré une mesure dont le but précis est de combiner les résultats du PIB et du RIB. Cette mesure, appelée *GDPplus*, s'appuie sur un filtre statistique complexe⁵ pour lisser les variations des deux séries et ainsi obtenir un indicateur mitoyen moins volatil. Et que dit cet indicateur à l'heure actuelle? Il confirme d'abord que l'économie des États-Unis n'est pas en récession, ce qui n'est pas une surprise. Mais il indique également que la croissance a été beaucoup moins vigoureuse ces derniers temps que ce que le PIB laissait supposer. En effet, le *GDPplus* a augmenté à un rythme annualisé de 1.2% seulement en moyenne au cours des trois premiers trimestres de l'année.

É.-U. : La croissance moins vigoureuse que ne l'indique le PIB?

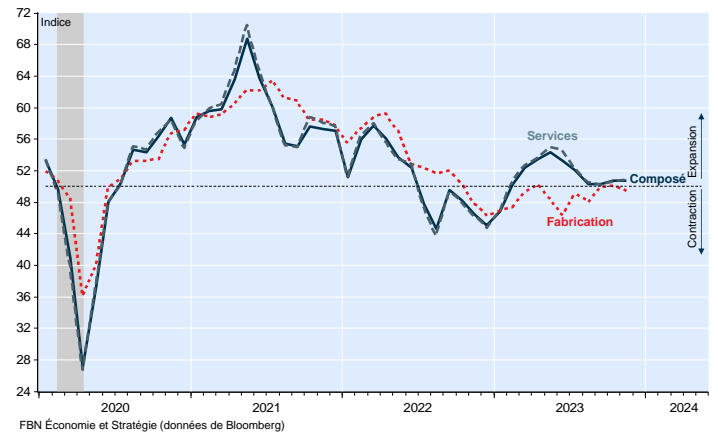
Comparaison produit intérieur brut, revenu intérieur brut et GDPplus



Ce rythme de croissance semble beaucoup plus en phase avec d'autres indicateurs éprouvés de l'activité économique tels que l'indice PMI composé publié par S&P Global...

É.-U. : Indice PMI concordant avec une croissance modeste ...

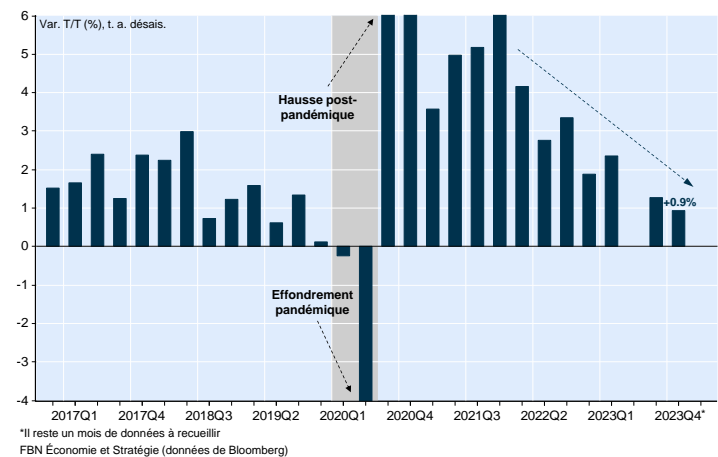
Indice PMI composé de S&P Global



... ou les heures travaillées totales telles que publiées dans l'enquête auprès des entreprises du Bureau of Labor Statistics.

... tout comme le total des heures travaillées

Heures travaillées totales



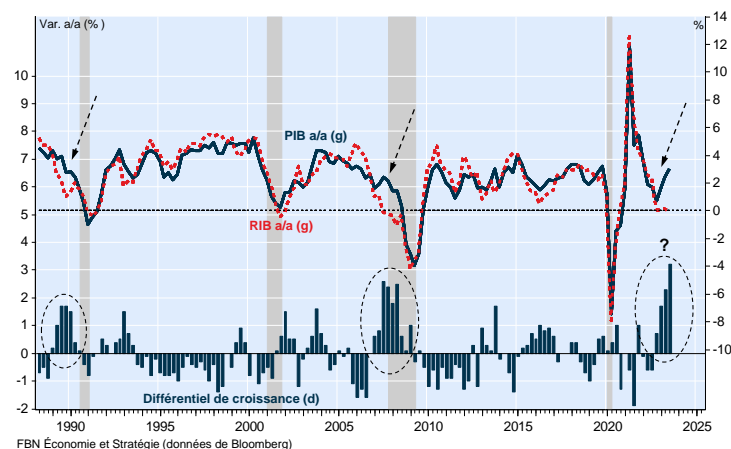
⁴ <https://www.stlouisfed.org/on-the-economy/2016/march/better-measurement-output-gdp-gdl>

⁵ Filtre de Kalman

S'il est utile de disposer d'une mesure telle que le *GDPplus* pour se faire une meilleure idée de l'état *actuel* de l'économie, ce qui nous intéresse particulièrement en tant que conjoncturistes, c'est la manière dont l'économie évoluera *dans les mois à venir*. Et il y a des raisons de penser qu'à ce stade du cycle, il faut plutôt se tourner vers le RIB pour avoir une meilleure idée de ce qui nous attend. Car lorsqu'il s'agit de signaler un ralentissement économique de fin de cycle, il semble que le RIB l'emporte haut la main sur le PIB. C'est du moins la conclusion à laquelle est parvenu Jeremy Nailwaik, un économiste de la Fed dont l'une des études démontre la supériorité du RIB pour signaler le début d'une récession⁶. Un examen rapide des données semble corroborer ses conclusions, le RIB ayant en effet ralenti beaucoup plus rapidement que le PIB à l'approche des récessions de 1990-1991 et de 2007-2009.

É.-U. : Le RIB, un meilleur indicateur avancé de fin de cycle?

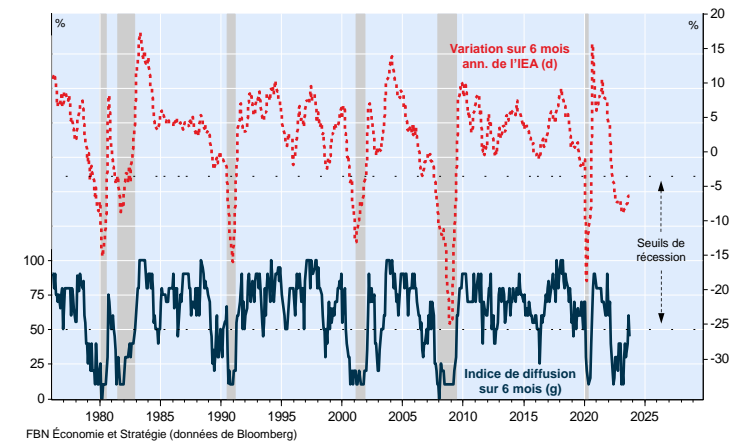
Produit intérieur brut et revenu intérieur brut



Mais notre prévision de croissance pour 2024 bien inférieure au consensus ne repose pas uniquement sur une confiance aveugle dans le pouvoir prédictif du RIB; d'autres indicateurs nous laissent penser que l'économie américaine se dirige vers une période de contraction. C'est le cas notamment de l'indice des indicateurs économiques avancés (IEA) publié par le Conference Board. Une analyse historique révèle qu'une baisse annualisée de 3,5% de cet indice sur six mois, associée à un indice de diffusion de moins de 50%, est généralement annonciatrice d'une récession prochaine. Ces deux conditions étaient malheureusement réunies en octobre. Et sachant qu'en utilisant ces deux seuils conjointement, l'IEA n'a pas produit un seul faux signal de récession au cours des 65 dernières années, nous avons du mal à croire que cette fois-ci il en ira autrement et que l'économie connaîtra un atterrissage en douceur.

É.-U. : Les indicateurs avancés annoncent un ralentissement

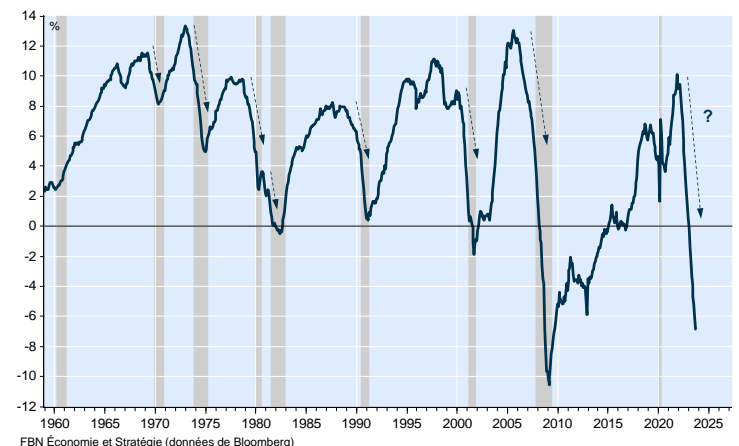
Indicateur économique avancé et indice de diffusion. Dernière observation : octobre 2022



Il est aussi intéressant de noter la rapidité avec laquelle l'IEA s'est affaibli récemment par rapport à l'indice des indicateurs économiques coïncidents (IEC) également publié par le Conference Board. D'un point de vue conceptuel, cela laisse penser que la croissance future sera beaucoup moins vigoureuse que la croissance actuelle et, historiquement, cela s'est avéré, des récessions ayant presque invariablement suivi les périodes au cours desquelles le niveau de l'IEA s'est détérioré par rapport à celui de l'IEC.

É.-U. : Décélération marquée de la croissance en vue?

Indicateur économique avancé – Indicateur économique coïncident (Conference Board)

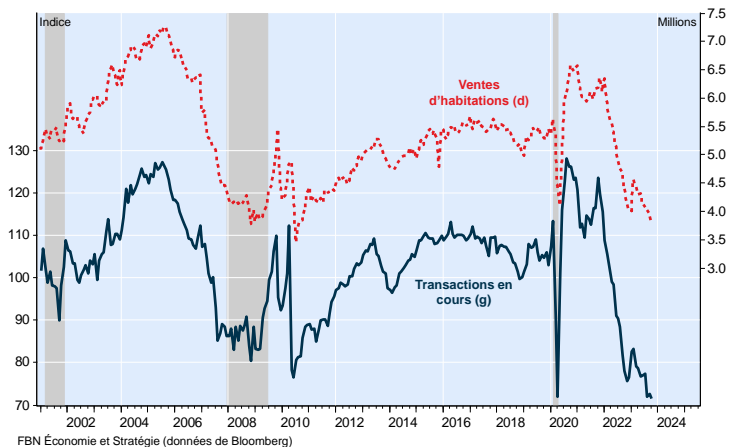


Bien entendu, c'est le violent resserrement monétaire opéré par la Fed ces derniers mois qui risque d'être le principal facteur du ralentissement de la croissance signalé par l'IEA. Ses effets se font d'ailleurs déjà sentir dans plusieurs secteurs de l'économie. Le marché immobilier, par exemple, semble complètement paralysé par la hausse des coûts d'emprunt, les ventes ayant glissé à leur niveau le plus bas en 13 ans au mois d'octobre et les transactions en cours étant tombées à un creux record.

⁶ Nalewaik, Jeremy J., "Estimating Probabilities of Recession in Real Time Using GDP and GDI", <https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2007/200707/index.html>

É.-U. : La marché immobilier paralysé par la hausse des taux

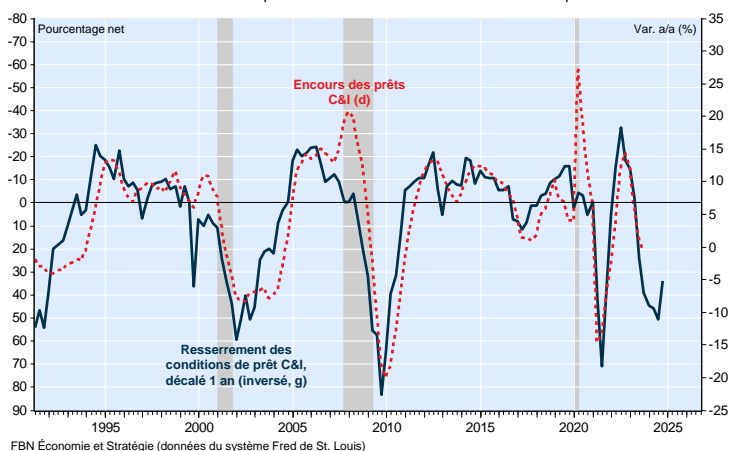
Revente de biens immobiliers résidentiels et transactions en cours



L'investissement des entreprises subit également les contrecoups de la hausse des taux d'intérêt comme en témoigne un troisième recul des dépenses en machines et matériel en quatre trimestres au T3. Rien de très surprenant dans un contexte où les conditions de prêt se sont grandement resserrées, restreignant l'accès au crédit dans le secteur commercial et industriel.

É.-U. : L'accès au crédit se détériore pour les entreprises

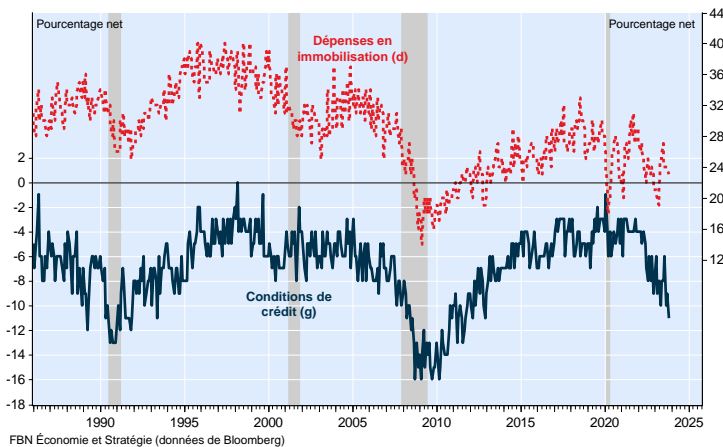
Encours des prêts commerciaux et industriels (toutes banques commerciales) et pourcentage net de banques américaines resserrant les normes des prêts commerciaux et industriels selon les responsables du crédit



À en juger par les résultats de l'enquête sur l'optimisme des petites entreprises menée par la NFIB, les choses ne semblent pas non plus en voie de s'améliorer. Dans la dernière édition du sondage, 11% des répondants (pourcentage net) affirmaient en effet s'attendre à ce que les conditions de crédit se resserrent davantage à l'avenir. Comme cette série est historiquement étroitement corrélée à celle qui suit les intentions d'investissement, ce développement ne laisse pas envisager de rebond majeur des dépenses en immobilisation.

... et celles-ci ne s'attendent pas à ce que la situation s'améliore

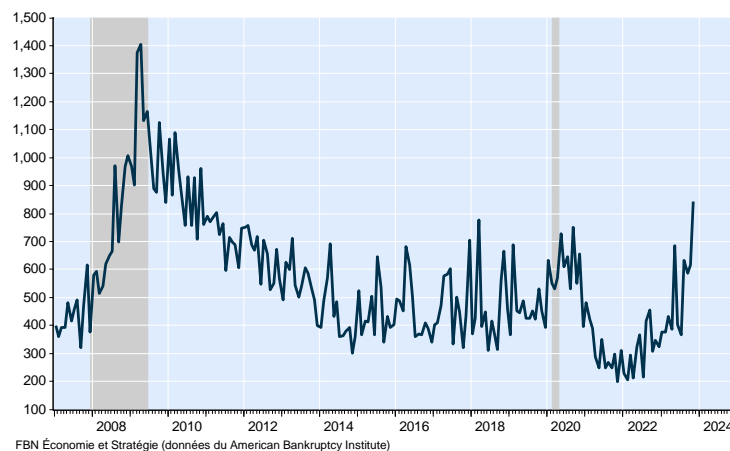
Pourcentages nets d'entreprises qui s'attendent à une amélioration des conditions du crédit et qui prévoient de faire des dépenses en immobilisations, indice NFIB de l'optimisme des petites entreprises



Et au-delà des intentions d'investissement, c'est la survie même de certaines entreprises qui pourrait être en jeu dans un environnement où il est plus difficile et onéreux d'accéder au crédit. Notons sur ce point que le nombre d'entreprises s'étant placées sous la protection du chapitre 11 du Code américain des faillites a augmenté rapidement dans les derniers mois.

É.-U.: L'augmentation des taux d'intérêt commence à mordre

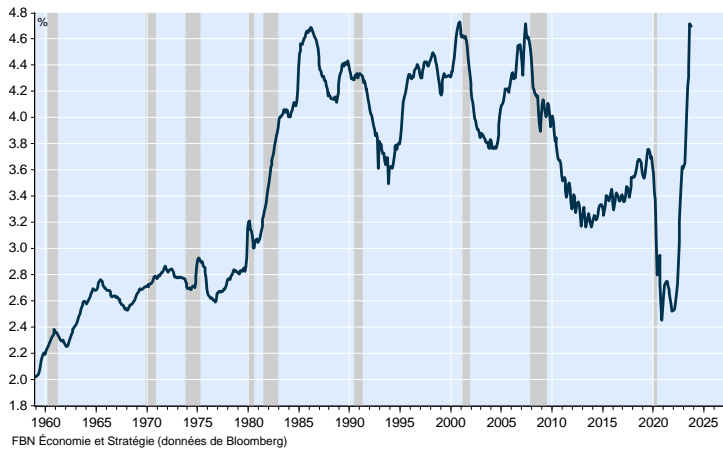
Nombre de compagnies s'étant placé sous la protection du chapitre 11 du Code américain des faillites



Les entreprises ne sont pas les seules victimes du resserrement des conditions de crédit. Même les consommateurs, partiellement protégés jusqu'ici des effets des hausses de taux par la popularité des produits hypothécaires à taux fixe aux États-Unis, commencent à donner des signes de faiblesse, rattrapés par la hausse fulgurante des coûts du service de la dette non hypothécaire.

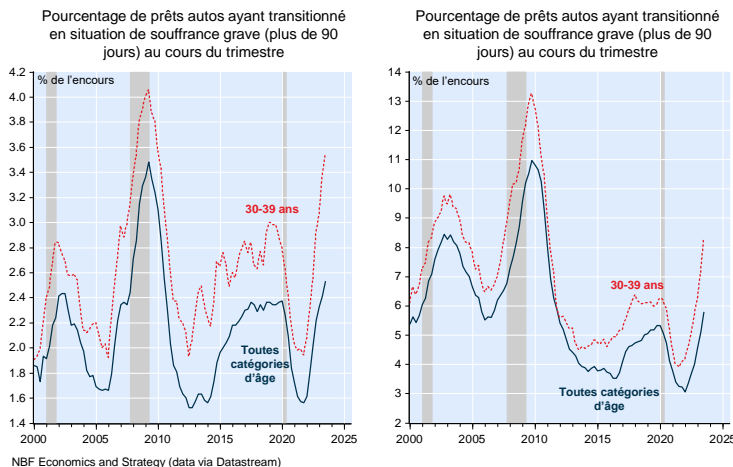
É.-U. : La hausse des taux d'intérêt mord sur les revenus

Paievements d'intérêts non hypothécaires en proportion des revenus salariaux



D'ailleurs, nombreux sont ceux qui peinent à rembourser leurs prêts automobiles et leurs cartes de crédit.

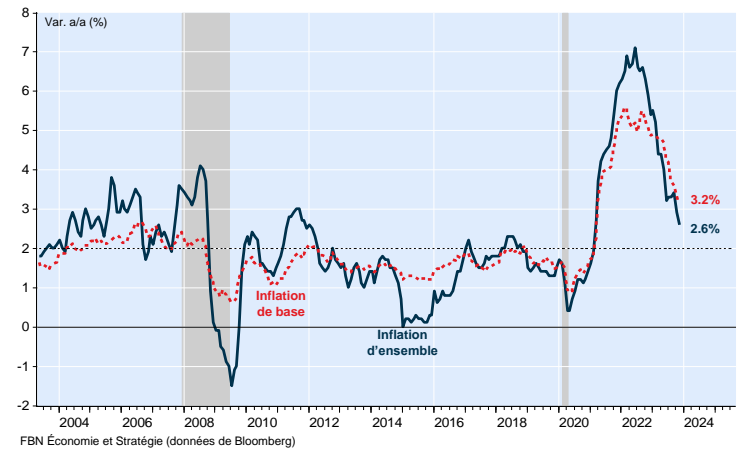
É.-U. : Les consommateurs peinent de plus en plus à honorer les dettes



Et si certains se consolent du fait que la Fed semble désormais beaucoup plus ouverte à la possibilité de réduire nettement les taux en 2024 – un scénario qui ferait évidemment baisser la pression sur les agents économiques –, nous sommes beaucoup plus préoccupés par l'évolution des taux directeurs réels d'ici à ce que ces baisses se matérialisent. L'important recul de l'inflation observé depuis quelque temps signifie que ces derniers se situent déjà à leur plus haut niveau depuis 2007. Et ils risquent d'augmenter davantage dans les prochains mois si les prévisions des économistes concernant un nouveau fléchissement des pressions sur les prix se révèlent exactes.

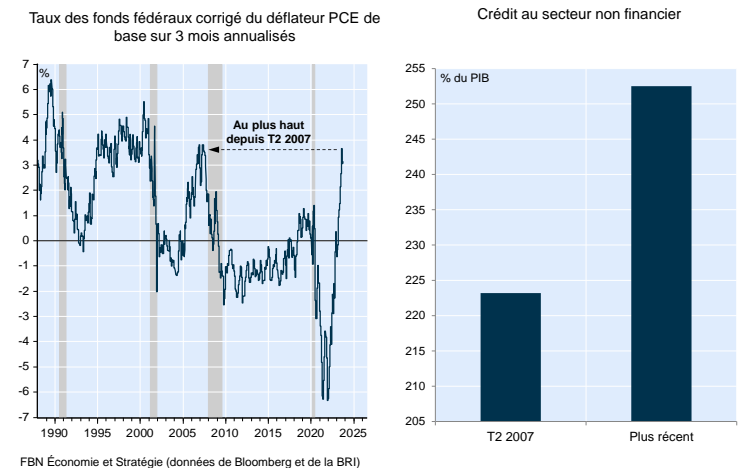
É.-U. : La baisse de l'inflation laisse deviner des réductions de taux...

Déflateur des dépenses personnelles de consommation (PCE)



Ces taux réels élevés sont susceptibles de causer quelques maux de tête aux agents économiques qui avaient profité des faibles coûts d'emprunt pour augmenter leur niveau d'endettement. Les gouvernements et les corporations nous semblent particulièrement à risque dans ce contexte.

... mais, elle se traduit aussi par des taux directeurs réels plus élevés



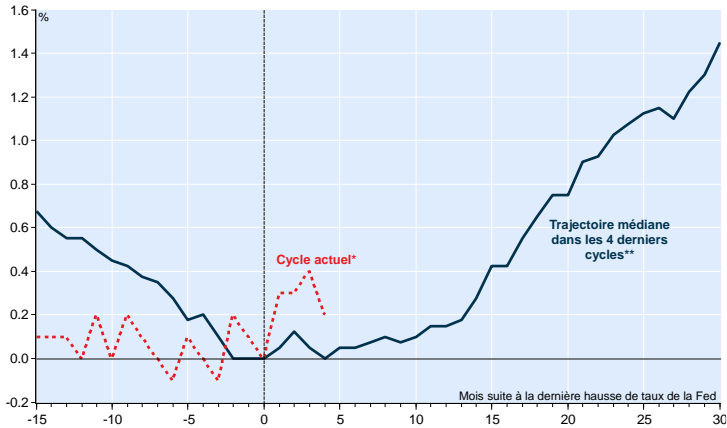
Après une fin d'année 2023 plutôt solide, nous nous attendons donc à ce que la croissance ralentisse nettement aux États-Unis dans la première moitié de 2024. Cette décélération devrait permettre à la Fed de procéder à des réductions de taux, mais nous pensons que celles-ci arriveront trop tard pour empêcher quelques trimestres de croissance négative l'année prochaine (voir prévision complète en annexe).

Ces prévisions vont évidemment à l'encontre de l'opinion consensuelle qui voit la Fed parvenir à un atterrissage en douceur de l'économie. Sans vouloir discréditer ce scénario – il existe en effet une probabilité non négligeable que la banque centrale réussisse un tel exploit – nous avons certaines réserves quant aux arguments généralement avancés pour le défendre. L'un de ceux-ci consiste à souligner la résilience du marché du travail face au resserrement monétaire agressif de la Fed. Mais une telle résilience a déjà été observée par le passé. En fait, en examinant les quatre derniers cycles de resserrement monétaire (dont trois se sont soldés par une récession), on constate que le taux de chômage commence généralement à augmenter de manière significative que quelques mois après la dernière hausse de taux, et

non pas *avant*. En supposant que la hausse annoncée par la Fed en juillet soit la dernière du cycle actuel, le comportement du taux de chômage nous semble plutôt en ligne avec les précédents historiques. Impossible donc à ce stade de tirer quelques conclusions que ce soit quant à la résilience relative du marché du travail dans le cycle actuel.

É.-U.: Trop tôt pour juger de la résilience du marché du travail

Variation du taux de chômage après la dernière hausse de taux d'intérêt d'un cycle

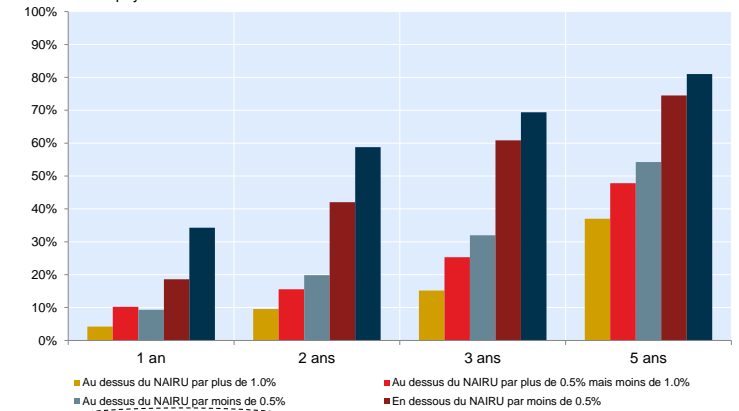


*En supposant que la dernière hausse de taux du cycle actuel ait eu lieu le 26 juillet 2023.
**Cycles de resserrement qui se sont terminés en 1989M05, 1995M02 (atterrissage en douceur), 2000M5 et 2006M06. Ne comprend pas le cycle de resserrement qui s'est terminé avec la pandémie.
FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Quant à ceux qui pensent qu'un faible taux de chômage pourrait d'une manière ou d'une autre empêcher l'économie de tomber en récession, nous souhaitons leur rappeler que cette théorie va à l'encontre des données historiques. Celles-ci montrent en effet que, plus le taux de chômage descend sous son niveau d'équilibre à long terme (NAIRU), plus les probabilités de récessions augmentent. Soyons clair ici, ce n'est pas la vigueur du marché du travail qui entraîne la récession, mais trop souvent la réaction de la Fed face à cette vigueur. En effet, plus le taux de chômage est bas, plus la banque centrale tend à augmenter ses taux directeurs, un processus dont le but ultime est de freiner la croissance. Voilà ce qui explique pourquoi les récessions ont été beaucoup plus fréquentes historiquement dans les mois ayant suivi des périodes de faible chômage. À titre indicatif, le taux de chômage aux États-Unis se trouve actuellement sous le NAIRU par plus de 0.5%, une situation qui implique historiquement un risque de récession de 70% sur trois ans. Trois ans, c'est long comme horizon, mais rappelons que le taux de chômage se situe dans cette fourchette depuis bientôt deux ans.

É.-U.: Taux de chômage faible = probabilités de récession plus élevées

Probabilités de récession historiques basées sur le niveau du taux de chômage par rapport au NAIRU dans l'ensemble des pays du G7

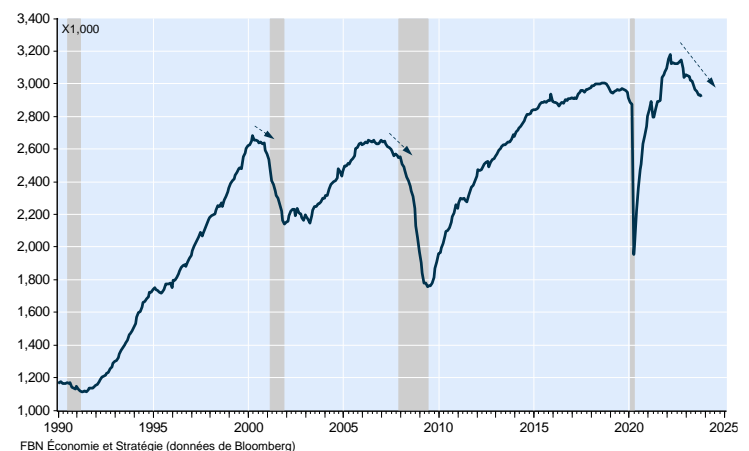


FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Un taux de chômage bas n'étant absolument pas garant de résilience du marché de l'emploi à moyen terme, nous devons donc nous en remettre à certains indicateurs avancés éprouvés pour avoir une idée de l'évolution prochaine de la demande de travailleurs. Et plusieurs d'entre eux suggèrent que le taux de chômage se comportera exactement de la même manière qu'il ne l'a fait suite aux précédents cycles de resserrement monétaire, c'est-à-dire qu'il augmentera de manière plus ou moins rapide au cours des 12 prochains mois. De ces indicateurs, l'emploi dans des services d'aide temporaires nous apparaît particulièrement révélateur. Historiquement, les employeurs ont eu tendance à cesser d'utiliser des consultants *avant* de procéder à des mises à pied plus coûteuses, ce qui explique pourquoi l'emploi dans les services d'aide temporaire commence généralement à baisser quelques mois avant une récession. Un tel déclin est d'ailleurs en train de se produire actuellement.

É.-U.: Certains indicateurs avancés de l'emploi passent au rouge (1)

Emploi dans les services d'aide temporaire

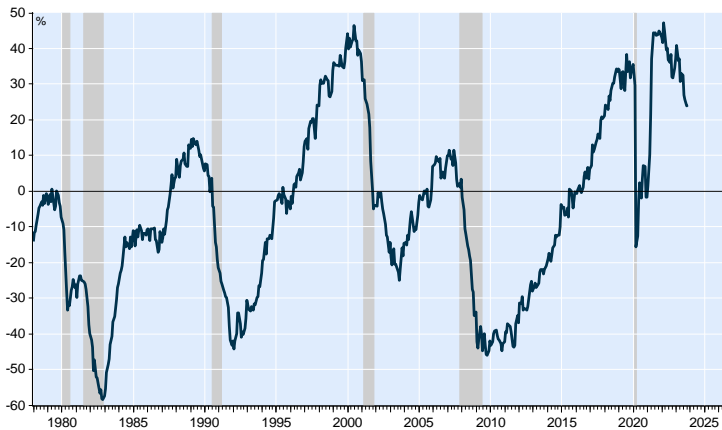


FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Même son de cloche du côté de l'indice de la confiance des consommateurs du Conférence Board qui, à chaque mois depuis la fin des années 1970, recueille l'opinion des consommateurs sur le marché du travail. Cette opinion a eu tendance à s'améliorer systématiquement lors des phases d'expansion et à commencer à baisser soit quelques mois avant une récession, soit au moment où le ralentissement économique s'amorce. Eh bien jamais ce sentiment n'a décliné autant qu'au cours des derniers mois sans que l'économie ne bascule par la suite en récession.

É.-U.: Certains indicateurs avancés de l'emploi passent au rouge (2)

Différentiel du marché du travail*, enquête auprès des consommateurs de la Conference Board

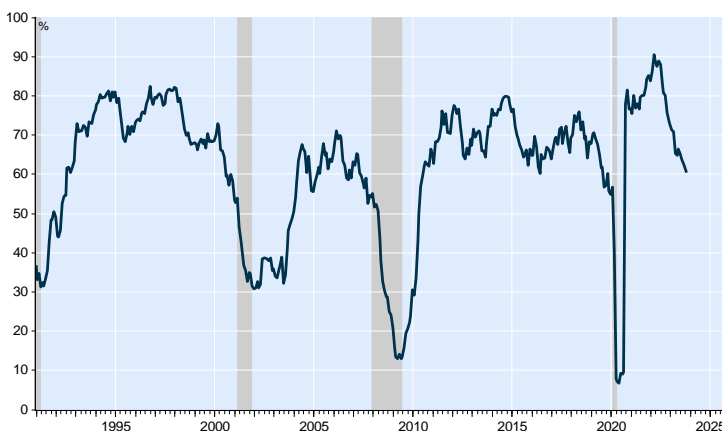


* Part des répondants déclarant que les emplois sont abondants en ce moment - part déclarant qu'ils sont difficiles à trouver
FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Le dernier indicateur que nous mentionnerons est la diffusion de l'embauche. Depuis le début des années 1990, les phases d'expansion ont été caractérisées par des gains d'emplois généralisés, tandis que les ralentissements économiques ont souvent été annoncés par des gains d'emplois moins diffus. Cela s'explique par le fait que certains secteurs de l'économie sont touchés plus tôt que d'autres par la détérioration de l'activité et cessent donc d'embaucher plus tôt. Mais en règle générale, les récessions ont eu tendance à survenir peu de temps après que l'indice de diffusion à six mois publié par le Bureau des statistiques du travail soit tombé sous la barre des 60 %. Or, en novembre, cet indicateur se situait à peine au-dessus de ce niveau, seulement 60.4% des secteurs couverts ayant signalé une augmentation de leurs effectifs au cours des six derniers mois.

É.-U.: La création d'emploi devient moins diffuse (1)

Indice de diffusion de l'emploi (6 mois), enquête auprès des entreprises

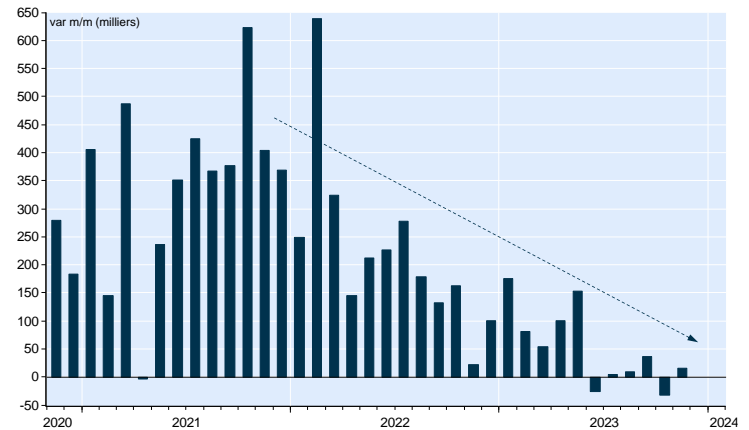


FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

En examinant les données de plus près, on s'aperçoit en effet que la création d'emplois récente aux États-Unis est principalement le fait de trois secteurs : les loisirs/hôtellerie, la santé/assistance sociale et les administrations publiques. Ces deux derniers secteurs sont d'ailleurs connus pour être parmi les plus acycliques, c'est-à-dire qu'ils sont moins impactés lors de ralentissements économiques. En dehors de ces secteurs, la création d'emploi est au point mort depuis six mois.

É.-U.: La création d'emploi devient moins diffuse (2)

Emploi dans les secteurs autres que les loisirs/hôtellerie, les soins de santé/l'assistance sociale et les administrations publiques, enquête auprès des entreprises



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Conclusion

La thèse de l'atterrissage en douceur a sans aucun doute gagné en popularité dans les derniers mois comme en témoigne l'augmentation des valorisations boursières et le rétrécissement des écarts de crédit. Le pivot de la réserve fédérale engendré par une modération importante de l'inflation a aussi contribué à l'enthousiasme ambiant, surtout que celui-ci survient alors que les données sur le PIB demeurent solides.

Notre analyse suggère toutefois que la croissance économique aux États-Unis est moins vigoureuse qu'il n'y paraît à prime abord. Quant à l'avenir, les quelques indicateurs avancés de l'économie ayant prouvé leur valeur prédictive dans les cycles précédents pointent presque tous dans la même direction : celle d'un ralentissement économique significatif, voire une récession en 2024.

Et tout en reconnaissant que la probabilité que la Fed parvienne à réaliser un atterrissage en douceur est non nulle, nous avons des doutes quant aux arguments qui sous-tendent cette hypothèse. C'est pourquoi nos prévisions économiques restent nettement moins optimistes que celles du consensus. Après une fin d'année 2023 vigoureuse, nous prévoyons une importante décélération de la croissance au premier trimestre et l'économie devrait basculer en récession vers le milieu de l'année (voire prévision complète ci-bas).

États-Unis Scénario économique

(Variation annuelle en %)*						T4/T4		
	2021	2022	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Produit intérieur brut (\$constants, 2012)	5.8	1.9	2.5	0.9	0.2	2.8	(0.7)	1.5
Dépenses personnelles	8.4	2.5	2.3	0.9	(0.2)	2.7	(0.7)	1.1
Construction résidentielle	10.7	(9.0)	(10.8)	1.2	1.0	(0.4)	0.5	2.1
Investissements des entreprises	5.9	5.2	4.4	0.6	(0.5)	4.2	(1.2)	0.9
Dépenses publiques	(0.3)	(0.9)	3.9	3.0	2.2	4.2	2.5	1.6
Exportations	6.3	7.0	2.7	0.5	(0.4)	1.8	(1.4)	1.1
Importations	14.5	8.6	(1.4)	1.5	0.1	0.8	0.1	0.9
Variation des stocks (milliards \$)	12.5	128.1	45.2	7.5	10.0	55.0	(20.0)	25.0
Demande intérieure	6.6	1.7	2.2	1.2	0.2	3.0	(0.2)	1.2
Revenu réel disponible	3.2	(6.0)	4.2	0.9	0.4	4.0	0.1	1.3
Emploi des salariés	2.9	4.3	2.3	(0.2)	(0.6)	1.8	(1.8)	1.0
Taux de chômage	5.4	3.7	3.6	4.5	5.3	3.8	5.1	5.3
Taux d'inflation	4.7	8.0	4.1	2.8	2.3	3.2	2.5	2.1
Bénéfices avant impôts	22.6	9.8	(0.2)	(3.4)	4.7	(1.7)	(5.0)	9.9
Compte courant (milliards \$)	(939.8)	(971.6)	(844.6)	(817.5)	(846.3)

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	actuel							
	19/12/23	T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024	2023	2024	2025
Taux cible fonds fédéraux	5.50	5.50	5.25	4.75	4.00	5.50	4.00	3.25
Bons du Trésor 3 mois	5.23	5.25	4.90	4.40	3.60	5.39	3.60	3.15
Obligations fédérales								
2 ans	4.41	4.55	4.30	3.85	3.25	4.43	3.25	3.25
5 ans	3.94	4.10	3.95	3.70	3.20	3.92	3.20	3.35
10 ans	3.93	4.20	4.10	3.85	3.55	3.93	3.55	3.70
30 ans	4.03	4.25	4.15	3.90	3.70	4.04	3.70	3.95
Taux de change								
US\$/Euro	1.10	1.02	1.03	1.06	1.08	1.06	1.08	1.11
YEN/\$US	144	140	138	137	135	145	135	129

** fin de période

Dynamique trimestrielle

	T1 2023	T2 2023	T3 2023	T4 2023	T1 2024	T2 2024	T3 2024	T4 2024
	publié	publié	publié	publié	prévision	prévision	prévision	prévision
PIB réel (var. t/t %, désaisonn.)	2.2	2.1	5.2	1.9	0.8	(0.6)	(1.4)	(1.7)
IPC (var. a/a %)	5.8	4.1	3.6	3.2	3.0	3.1	2.8	2.5
IPC de base (var. a/a %)	5.6	5.2	4.4	4.0	3.5	3.0	3.0	2.6
Taux de chômage (%)	3.5	3.6	3.7	3.8	3.9	4.2	4.7	5.1

Financière Banque Nationale

Économie et Stratégie

Bureau Montréal 514 879-2529

Stéfane Marion

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

Kyle Dahms

Économiste
kyle.dahms@bnc.ca

Alexandra Ducharme

Économiste
alexandra.ducharme@bnc.ca

Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint
matthieu.arseneau@bnc.ca

Daren King, CFA

Économiste
daren.king@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Jocelyn Paquet

Économiste
jocelyn.paquet@bnc.ca

Bureau Toronto 416 869-8598

Warren Lovely

Stratège principal, Taux d'intérêt et secteur public
warren.lovely@bnc.ca

Taylor Schleich

Stratège, Taux d'intérêt
taylor.schleich@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.

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(l) 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. FBN 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 70 St. Mary Axe, London, EC3A 8BE.

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 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 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.