



**BANQUE  
NATIONALE**

**MARCHÉS FINANCIERS**

Une division de la Banque Nationale du Canada

# LE MENSUEL ÉCONOMIQUE

Groupe Économie et Stratégie

Jun 2014

## Faits saillants

- *L'économie mondiale a poursuivi son expansion au premier trimestre, mais sa croissance a un peu décéléré. Les résultats brillants du Japon ont été contrebalancés par ceux inférieurs à la normale des marchés émergents, de la zone euro et des États-Unis. Nous avons donc réduit nos prévisions de croissance mondiale en 2014 à 3.5%, ce qui est néanmoins une accélération par rapport au rythme de l'an dernier.*
- *Le mauvais temps a eu plus d'effet sur la production américaine au T1 qu'on le pensait, et nous avons donc diminué notre prévision de croissance des États-Unis en 2014 de deux dixièmes, à 2.6%. Mais dans l'ensemble, la situation reste relativement inchangée et nous continuons de nous attendre à une nette amélioration du marché du travail et à un regain de la consommation et du marché du logement avec la reprise des emprunts.*
- *Le Canada a marqué une pause au premier trimestre de 2014 après un bon deuxième semestre l'an dernier. Les chiffres du PIB n'étaient pas encore connus au moment de rédiger ces notes, mais il ressort des rapports mensuels que le commerce extérieur a beaucoup souffert du ralentissement aux États-Unis dû aux intempéries, et la demande intérieure semble aussi avoir moli un peu. Mais cela n'altère pas nos prévisions pour 2014. La reprise des emprunts outre-frontière laisse présager un rebond rapide des exportations du Canada. Avec la forte hausse des bénéfices et l'embellie des perspectives, les entreprises devraient reprendre les investissements. La croissance du PIB canadien devrait s'accélérer à 2.3% cette année.*

**Krishen Rangasamy**  
krishen.rangasamy@bnc.ca

	Changements par rapport aux prévisions précédentes				
	2013	2014	2015	2014	2015
<b>États-Unis</b>					
PIB réel	1.9%	2.6%	2.9%	-0.2 pp	inch
Inflation (IPC)	1.5%	1.7%	1.9%	+0.1 pp	inch
Taux cible fonds fédéraux*	0.25%	0.25%	1.25%	inch	inch
Taux sur obligation 10 ans*	3.03%	3.18%	3.55%	-8 pb	-6 pb
<b>Canada</b>					
PIB réel	2.0%	2.3%	2.6%	inch	inch
Inflation (IPC)	0.9%	2.0%	2.0%	+0.2 pp	inch
Taux à un jour*	1.00%	1.00%	2.00%	inch	inch
Taux sur obligation 10 ans*	2.76%	2.93%	3.50%	-22 pb	-13 pb

\* fin de période

## Monde : Départ laborieux

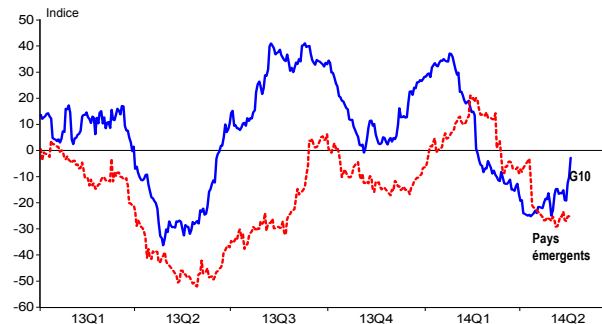
**L'économie mondiale a poursuivi son expansion au premier trimestre, mais sa croissance a un peu décéléré. Les résultats brillants du Japon ont été contrebalancés par ceux inférieurs à la normale des marchés émergents, de la zone euro et des États-Unis, que les intempéries ont ralentis plus que prévu. Cela nous a forcés à réduire nos prévisions de croissance de la plus grande économie mondiale et donc du monde entier en 2014. Néanmoins, notre projection de 3.5% pour la croissance mondiale en 2014 représente une accélération par rapport au rythme de l'an dernier.**

Les économies émergentes n'ont pas connu le meilleur départ cette année. Leurs statistiques étaient généralement inférieures aux attentes. Au T1, leur production industrielle a non seulement progressé moins vite que celle des économies avancées, mais l'écart entre elles était le plus grand depuis la crise financière asiatique de 1998. Faut-il voir là le début d'une tendance préoccupante? Y a-t-il lieu de s'inquiéter pour les perspectives de croissance mondiale?

Ces chiffres ne nous ont pas transportés de joie. Le début de l'année plus laborieux que prévu nous a fait réduire notre prévision de croissance mondiale en 2014 de deux dixièmes, à 3.5%. Mais attention; les données économiques peuvent être capricieuses et un trimestre ne suffit pas pour dégager une tendance. Les marchés émergents sont souvent les premières victimes des incertitudes, et le T1 ne les a pas épargnés, avec l'escalade de la crise entre la Russie et l'Ukraine et un important ralentissement dû aux intempéries aux États-Unis. Étant donné les facteurs temporaires qui ont joué au T1, un rebond est très probable.

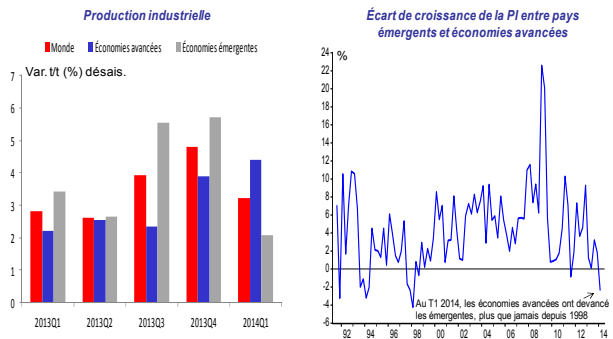
La Chine a aussi contribué à brider la croissance des économies émergentes au T1. Son gouvernement central a adopté des mesures pour réduire la pollution et la prolifération du crédit et on s'attendait donc à un ralentissement de l'expansion du PIB. En outre, l'appréciation du yuan ces dernières années a ralenti la hausse des exportations, mais le tableau n'est peut-être pas aussi noir que le laisse penser la maigre croissance de 2% sur un an en avril de ce poste, la pire en quatre ans. Les chiffres comparatifs sont en partie aussi faibles à cause de l'exagération de ceux de l'an dernier, surtout celui des exportations de la Chine à Hong Kong. L'exclusion des exportations à Hong Kong révèle une croissance plus stable sur les deux dernières années. Les exportations se maintiennent donc, et avec le récent plongeon du yuan, leurs perspectives se sont améliorées. La demande intérieure semble aussi bien soutenue, en partie grâce aux dépenses de relance du gouvernement central pour promouvoir l'urbanisation.

**Monde : Les chiffres généralement inférieurs aux attentes**  
Indice de surprise économique



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

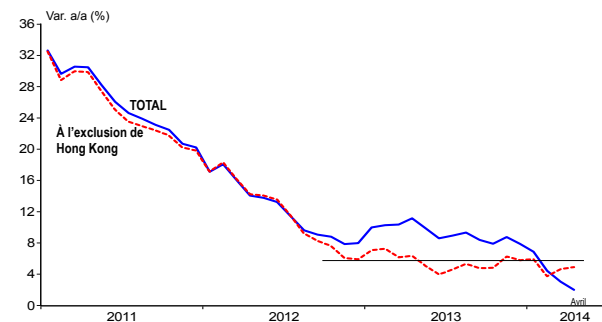
**Monde : Pause des économies émergentes au T1**



FBN Économie et Stratégie (données de CPB, Datastream)

**Chine : La croissance des exportations s'est stabilisée**

Exportations cumulées sur 12 mois



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

## Perspectives mondiales

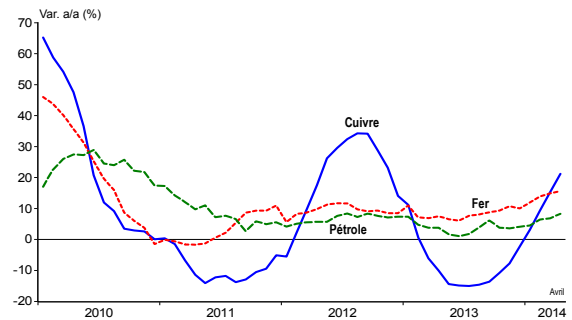
### Prévisions

	2013	2014	2015
<b>Pays avancés</b>	<b>1.3</b>	<b>2.1</b>	<b>2.3</b>
États-Unis	1.9	2.6	2.9
Zone euro	-0.5	0.8	1.2
Japon	1.5	1.5	1.4
R.-U.	1.8	2.9	2.4
Canada	2.0	2.3	2.6
Australie	2.4	2.8	2.9
Nouvelle-Zélande	2.4	3.5	3.0
Hong Kong	2.9	3.4	3.5
Corée	2.8	3.5	3.7
Taiwan	2.1	3.3	3.6
Singapour	4.1	3.8	4.0
<b>Asie émergente</b>	<b>6.4</b>	<b>6.5</b>	<b>6.5</b>
Chine	7.7	7.3	6.9
Inde	4.4	5.7	6.4
Indonésie	5.8	5.4	5.8
Malaisie	4.7	5.1	5.0
Philippines	7.2	6.4	6.3
Thaïlande	2.9	2.5	4.2
<b>Amérique latine</b>	<b>2.7</b>	<b>2.3</b>	<b>2.9</b>
Mexique	1.1	3.0	3.9
Brésil	2.3	1.8	2.0
Argentine	4.3	-0.5	0.8
Venezuela	1.0	-1.4	1.1
Colombie	4.3	3.3	4.1
<b>Europe de l'Est et CEI</b>	<b>2.3</b>	<b>2.2</b>	<b>3.0</b>
Russie	1.3	0.9	1.9
République Tchèque	-0.9	2.1	2.6
Pologne	1.6	3.1	3.5
Turquie	4.3	2.3	3.7
<b>M-O et Afrique du N.</b>	<b>2.2</b>	<b>3.2</b>	<b>4.4</b>
<b>Afrique subsaharienne</b>	<b>4.7</b>	<b>5.4</b>	<b>5.6</b>
<b>Pays avancés</b>	<b>1.3</b>	<b>2.1</b>	<b>2.3</b>
<b>Pays émergents</b>	<b>4.6</b>	<b>4.8</b>	<b>5.2</b>
<b>Monde</b>	<b>3.0</b>	<b>3.5</b>	<b>3.8</b>

Source : FBN Économie et Stratégie

### Chine : Les importations de matières premières encore en hausse

Volumes d'importations, moyenne 12 mois



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

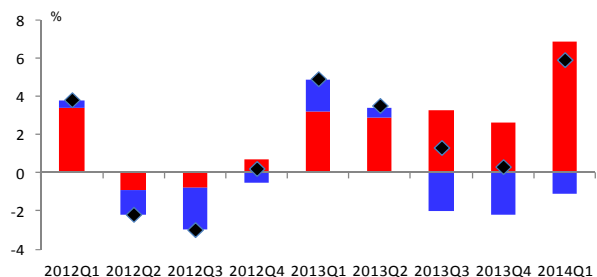
Cela explique peut-être pourquoi les volumes d'importations de cuivre, de minerai de fer et de pétrole brut restent élevés. Bref, si la Chine parvient à limiter les risques dus au système bancaire parallèle, elle devrait pouvoir croître au rythme soutenu de 7.3% cette année grâce à la résilience du commerce extérieur et à un renforcement anticipé de la demande intérieure.

Si les économies avancées ont dépassé les émergentes au T1, c'était aussi un peu grâce au Japon, dont le PIB a augmenté nettement plus que prévu. La production a bondi au rythme annualisé de 5.9% au premier trimestre, le meilleur depuis l'impulsion donnée par la reconstruction après le tsunami au T3 2011. Mais cette fois-ci, la croissance émanait principalement des dépenses de consommation qui ont donné un sérieux coup de pouce à la demande intérieure. Celle-ci a largement compensé un nouveau revers du commerce extérieur. Les statistiques solides du PIB japonais sont encourageantes, même s'il est clair que la croissance du T1 a mordu sur celle du T2, car les consommateurs ont devancé leurs achats en prévision de la hausse de la taxe de vente en avril. Nous nous attendons donc à une contraction du PIB japonais ce trimestre, avant une nouvelle expansion au deuxième semestre de l'année.

### Japon : Coup de pouce au T1

Contributions au PIB réel

■ Demande intérieure    ■ Commerce international  
◆ Croissance du PIB (t/t désaisonn.)

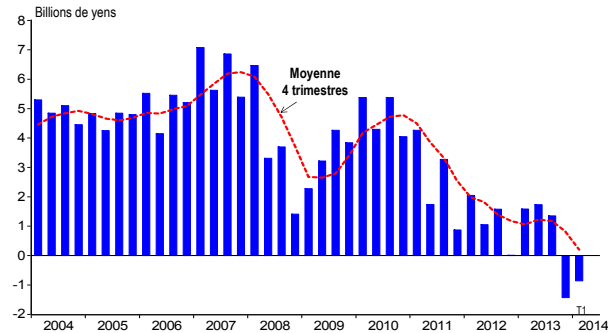


FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

# LE MENSUEL ÉCONOMIQUE

## Japon : Deuxième déficit trimestriel de suite

Solde du compte courant trimestriel

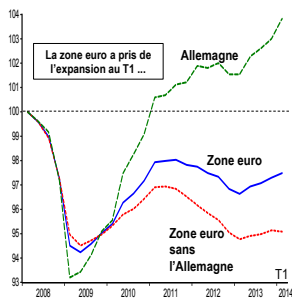


FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

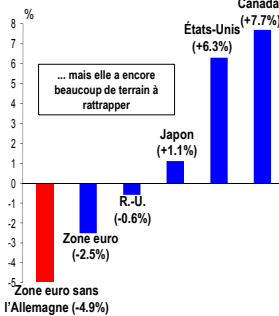
Quoi qu'il en soit, l'excellent départ pris par le Japon cette année le place en bonne posture pour réitérer sa performance de croissance de l'an dernier. Et ce, malgré un freinage budgétaire plus important cette année. Les mesures compensatoires de relance monétaire se révéleront utiles. La Banque du Japon maintiendra son programme d'assouplissement quantitatif et pourrait même l'augmenter. On remarquera que le taux annuel d'inflation d'ensemble reste sous l'objectif de 2% de la banque centrale, et que le taux de base – c.-à-d. sans les aliments et l'énergie – n'était que de 0.6% en avril. En d'autres termes, on ne peut pas encore exclure le risque d'un retour de la déflation. En outre, la BdJ comprend que la dépréciation du yen, par davantage de détente monétaire, peut aider à relancer les exportations et stimuler le compte courant qui est en déficit depuis deux trimestres.

## Zone euro : À peine 0.8% de croissance annualisée au T1

PIB réel (Indice = 100 au T1 2008)



PIB réel du T1 2014 et sommet d'avant la récession



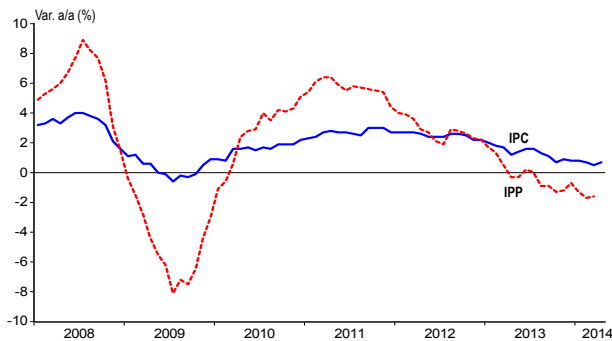
\*Suppose une croissance annualisée du PIB de 1.5% au T1 2014

FBN Économie et Stratégie (données de Eurostat, Datastream)

Le solide premier trimestre du Japon a aidé à compenser les performances décevantes d'autres économies avancées, dont la zone euro. La production de cette dernière a crû à un rythme annualisé de 0.8% seulement au T1 (0.2% en rythme non annualisé). L'Allemagne a de nouveau contribué le plus à la hausse, ce qui souligne l'écart avec le reste de la zone euro – sans l'Allemagne, sa production se serait contractée un peu, laissant le PIB à 5% sous son sommet de 2008. Et sans l'Allemagne, la zone euro stagne, ce qui explique pourquoi son taux de chômage reste proche des records et pourquoi la zone euro ne parvient pas à écarter le risque de déflation.

## Zone euro : La menace de déflation ne part pas

Indices des prix à la consommation et à la production



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

Les données ont révélé un taux annuel d'inflation de 0.7% à peine en avril, soit un septième mois d'inflation inférieure à 1% dans la zone euro. La nouvelle baisse des prix à la production, déflationniste, n'est pas de bon augure pour l'inflation des prix à la consommation. L'euro fort ne facilite pas les choses non plus puisqu'il freine la croissance économique (et donc l'inflation), et plafonne les prix des importations. En dehors des facteurs cycliques, les problèmes d'insuffisance d'inflation sont aussi de nature structurelle étant donné la contraction de la population en âge de travailler, le segment de population crucial qui tend à soutenir la consommation et donc les prix. La Banque centrale européenne ne peut pas faire grand-chose contre la dérive démographique, mais elle a une certaine influence pour orienter les attentes d'inflation. À cet égard, elle a fait savoir qu'elle ne s'était pas résignée à voir l'inflation se maintenir sous la cible pendant une période prolongée et a dit qu'elle continue d'étudier les mesures non conventionnelles à sa disposition. La BCE a aussi exprimé son mécontentement devant la vigueur de l'euro et a essayé de le faire baisser en menaçant de réduire les taux d'intérêt à sa prochaine réunion. Mais quoi qu'elle fasse en juin, ce sera trop peu et trop tard pour sauver la croissance de la zone euro en 2014 que nous continuons de voir à moins de 1%.

## États-Unis : Le rebond

**Le mauvais temps a eu plus d'effet sur la production américaine au T1 qu'on le pensait, et nous avons donc diminué notre prévision de croissance des États-Unis en 2014 de deux dixièmes, à 2.6%. Mais dans l'ensemble, la situation reste relativement inchangée et nous continuons de nous attendre à une nette amélioration du marché du travail et à un regain de la consommation et du marché du logement avec la reprise des emprunts.**

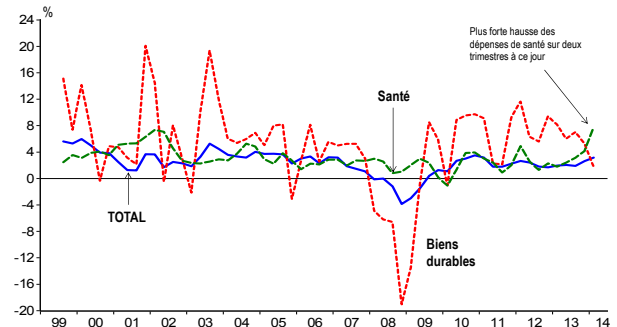
Le premier trimestre aux États-Unis est à oublier. La croissance était en panne. L'estimation avancée du Bureau of Economic Analysis annonce une augmentation minimale du PIB, qui risque d'être transformée (dans la deuxième estimation) en léger recul. Ce serait la première contraction trimestrielle de la production des États-Unis en trois ans. Les intempéries ont piégé l'économie au T1 (surtout le commerce extérieur) et les dépenses publiques étaient étonnamment basses compte tenu du blocage de l'administration en octobre qui avait déjà causé une baisse importante des dépenses le trimestre précédent. En revanche, les ventes finales ont fait montre d'une certaine fermeté, en partie grâce aux dépenses de santé qui ont contribué à la consommation générale. Ce mauvais départ nous a fait réduire nos prévisions de croissance pour 2014 à 2.6%, mais nous restons optimistes pour l'avenir.

Un rebond a commencé au T2 où nous ne serions pas étonnés de constater une croissance annualisée de près de 4%. L'excellent point départ après le T1 aidera – les chiffres de mars ont révélé une forte hausse du commerce de détail, de la production industrielle et des livraisons des usines –, mais, plus fondamentalement, le secteur privé semble reprendre de la vigueur. À preuve, le marché du travail a créé quelque 200,000 emplois par mois en moyenne sur six mois, selon l'effectif salarié non agricole. L'enquête auprès des ménages laisse même entrevoir un bond plus important de l'emploi, surtout de l'emploi à plein temps.

Cette évolution positive explique la récente stabilisation des taux de propriétaires résidentiels après leur plongeon antérieur. Néanmoins, ces taux demeurent historiquement faibles et cela se ressent tant dans les reventes de logements que dans la construction résidentielle. Les mises en chantier de logements collectifs ont repris, mais pas celles de maisons individuelles (habituellement plus chères). Sans compter sur un retour de la construction résidentielle et de la revente de logements aux niveaux d'avant la récession pendant plusieurs années, nous gardons confiance dans la contribution de l'immobilier résidentiel au PIB à court ou moyen terme.

### Les dépenses de santé grimpent en flèche

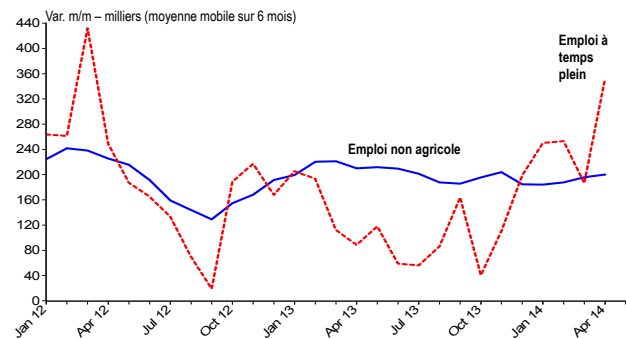
Dépenses de consommation réelles, variation annualisée sur deux trimestres



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

### Le marché du travail se rétablit

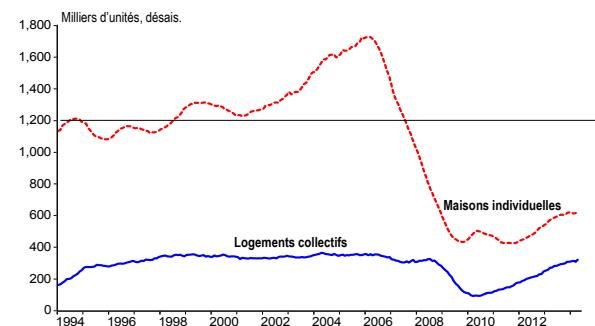
Emploi non agricole et emploi à plein temps selon l'enquête auprès des ménages



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

### La construction de maisons individuelles peut encore croître

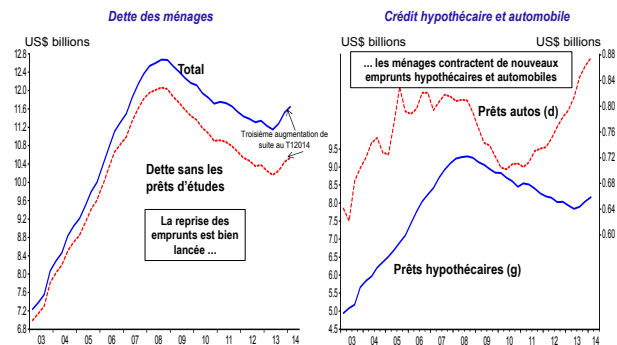
Mises en chantier, moyenne sur 12 mois



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

# LE MENSUEL ÉCONOMIQUE

## La reprise des emprunts est bien lancée

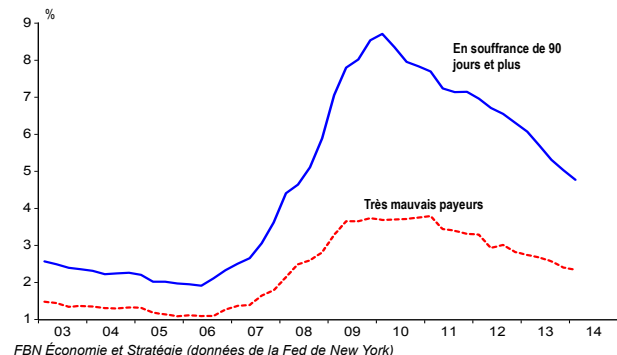


FBN Économie et Stratégie (données de New York Fed)

L'assouplissement des conditions de prêt enregistré et l'amélioration du marché du travail favoriseront le regain du secteur du logement. La reprise des emprunts aussi. Les prêts hypothécaires ont augmenté un troisième trimestre de suite au T1. Cela ne s'était pas vu depuis 2008. La reprise des emprunts n'est pas seulement bonne pour l'immobilier, elle est aussi de bon augure pour la consommation en général. Nous notons que, au T1, les prêts automobiles ont atteint un nouveau record. Ces gains ont permis aux emprunts des ménages, hormis les prêts d'études, de grimper à près de US\$100 milliards au T1, et ce chiffre marque la troisième hausse consécutive.

## Les prêts en souffrance au plus bas depuis 2008

Défaillances en proportion de l'encours total des prêts

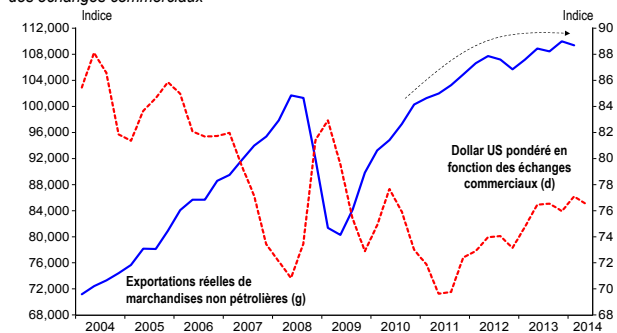


FBN Économie et Stratégie (données de la Fed de New York)

La reprise des emprunts dope plus efficacement la consommation si elle est large, c.-à-d. si plus de ménages ont accès à du crédit. Les derniers chiffres de la Fed de New York inspirent l'optimisme à cet égard. Les notes de crédit ont à nouveau augmenté au premier trimestre, en particulier celles du dernier quartile – des consommateurs qui peuvent avoir été exclus du marché du crédit en raison de leur faible solvabilité. L'amélioration générale de la solvabilité ne devrait pas être étonnante; l'économie va mieux et les possibilités de trouver du travail ont permis aux ménages de mieux remplir les conditions de crédit. À noter que, au T1, seulement 4.8% des prêts étaient en souffrance de 90 jours ou plus et seulement 2.3% des emprunteurs étaient de très mauvais payeurs. Ces deux mesures étaient à leur plus bas depuis 2008. Même les dettes d'études, auparavant source d'inquiétude en raison de la proportion croissante de cette catégorie dans les dettes totales des ménages, sont mieux remboursées. Seulement 11% de l'encours total restent en souffrance de 90 jours ou plus. Le T1 marque ainsi une cinquième baisse de suite après le sommet de la fin de 2012.

## Les exportation non pétrolières culminent

Exportations réelles de marchandises non pétrolières et dollar US pondéré en fonction des échanges commerciaux



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream, US Census Bureau)

Les exportations pourraient aussi rebondir après la forte contraction au T1. Certes, la remontée attendue du dollar US avec la fin des politiques de dévaluation de la Fed comme l'assouplissement quantitatif freinera le mouvement. Mais si la croissance mondiale et donc la demande de biens américains reprennent comme nous le prévoyons pendant le reste de l'année cet effet sera atténué. En outre, l'appréciation du billet vert ne sera probablement pas massive même avec l'arrêt des mesures de stimulation, puisque nous sommes encore loin d'une hausse des taux directeurs. La Fed a dit et redit qu'elle n'est pas pressée de relever le loyer de l'argent tant que le taux de chômage est haut, surtout compte tenu du chômage de longue durée et des demandeurs d'emploi découragés. Et quand elle commencera à hausser les taux – au deuxième semestre de 2015, selon nous –, elle le fera graduellement. En effet, le FOMC a indiqué que les conditions économiques pourraient justifier le maintien des taux d'intérêt sous la normale même une fois que le chômage et inflation s'approcheront de ses critères.

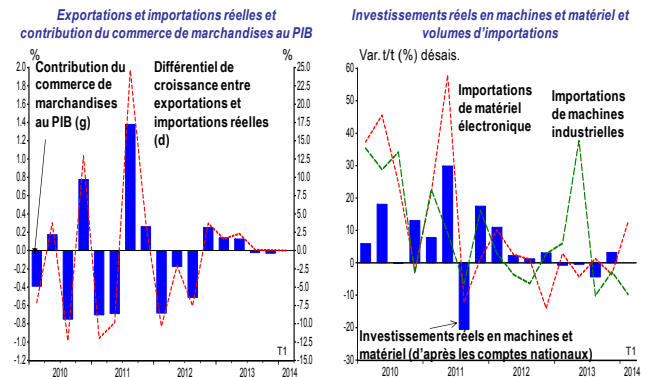
## Canada : Pause au T1

**Le Canada a marqué une pause au premier trimestre de 2014 après un bon deuxième semestre l'an dernier. Les chiffres du PIB n'étaient pas encore connus au moment de rédiger ces notes, mais il ressort des rapports mensuels que le commerce extérieur a beaucoup souffert du ralentissement aux États-Unis dû aux intempéries, et la demande intérieure semble aussi avoir moli un peu. Mais cela n'altère pas nos prévisions pour 2014. La reprise des emprunts outre-frontière laisse présager un rebond rapide des exportations du Canada. Avec la forte hausse des bénéfices et l'embellie des perspectives, les entreprises devraient reprendre les investissements. La croissance du PIB canadien devrait s'accélérer à 2.3% cette année.**

Les statistiques du PIB du T1 ne sont pas encore publiées, mais les rapports mensuels montrent clairement que la croissance économique du Canada a nettement ralenti au cours du trimestre. Le commerce extérieur a souffert du ralentissement américain. D'après les rapports sur le commerce de marchandises, exportations et importations réelles se sont contractées au même rythme. Ces mêmes chiffres révèlent aussi des importations faibles de machines, signe que les dépenses d'investissement des entreprises étaient limitées au T1. Les incertitudes au sujet de la croissance des ventes dues au ralentissement outre-frontière ont peut-être amené les entreprises à retarder leurs plans d'expansion.

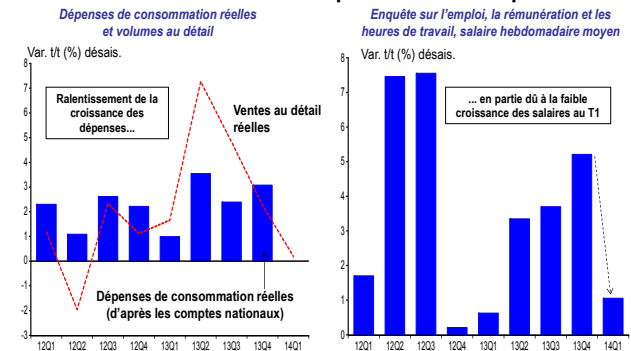
Les dépenses de consommation ont aussi fléchi, selon les rapports mensuels du commerce de détail. Au T1, les volumes des ventes ont augmenté au rythme annualisé d'à peine 0.1%, le moins depuis 2012, et ce, malgré le regain du crédit à la consommation. Celui-ci, qui croissait de moins en moins vite, a de nouveau accéléré au T1, comme jamais depuis 2012. Alors qu'est-ce qui a freiné les dépenses au T1? Le marché du travail n'était guère brillant cette année. D'après l'*Enquête sur la population active* très suivie, il ne s'est pratiquement pas créé d'emplois privés ou à temps plein depuis six mois jusqu'en avril – nous utilisons la moyenne mobile de six mois qui atténue la volatilité d'un mois à l'autre de cet indicateur. L'*Enquête sur l'emploi, la rémunération et les heures de travail* a confirmé cette faiblesse en révélant une forte décélération de la croissance des salaires au T1. L'augmentation du prix du carburant supérieure à la normale saisonnière, qui équivalait à une hausse de taxe, laissant moins de ressources aux ménages pour d'autres achats, a aussi limité la consommation au T1. L'essence frisait des records en proportion de l'ensemble des dépenses de détail, contrairement aux États-Unis où son coût proportionnel a diminué.

### Déception du commerce et des investissements au T1



FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

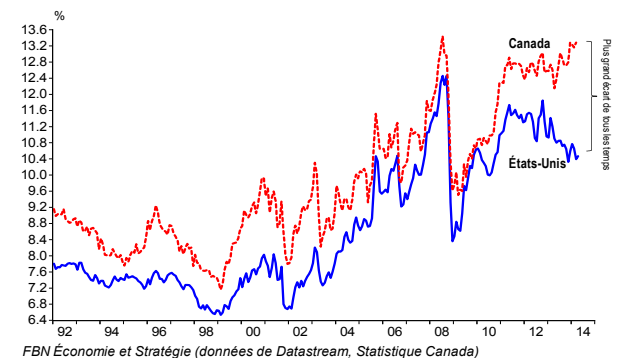
### Les faibles hausses de salaires plafonnent les dépenses



\* Suppose une stagnation en mars  
FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

### Les prix à la pompe font mal au portefeuille

Carburant en proportion du total des dépenses dans le commerce de détail

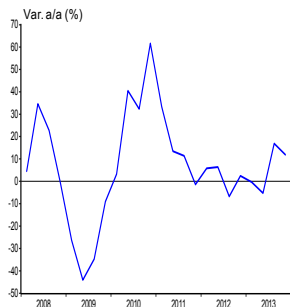


FBN Économie et Stratégie (données de Datastream, Statistique Canada)

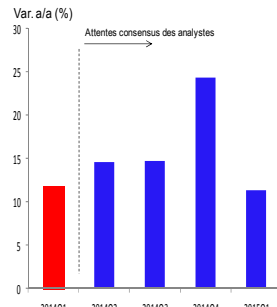
# LE MENSUEL ÉCONOMIQUE

## Les perspectives de profit sont positives

Bénéfice des sociétés après impôt



Croissance des bénéfices



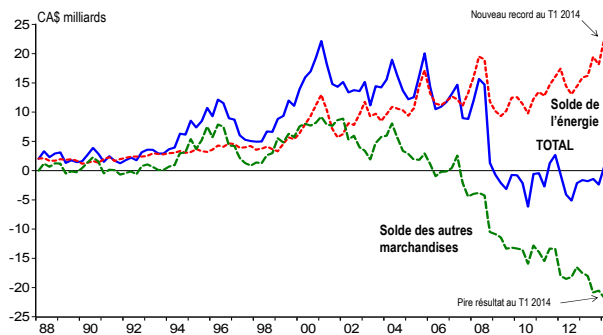
FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada, Bloomberg)

Le pipeline 9 qui acheminerait du pétrole des sables bitumineux vers l'Est ne serait pas seulement positif pour la balance commerciale du Canada (en y réduisant les importations de Brent plus cher), mais aussi pour les consommateurs qui, dans l'Est en particulier, obtiendraient de l'essence moins chère, raffinée à partir de Western Canada Select au prix inférieur.

La faiblesse du T1 ne change rien à nos pronostics pour 2014. Certes, la demande intérieure restera comprimée, car le poids des dettes des ménages limite les dépenses de consommation, l'immobilier résidentiel s'essouffle et les dépenses publiques sont plafonnées par les mesures d'austérité fédérales et provinciales. Mais les dépenses d'investissement compenseront quelque peu. On se rappellera que dans l'édition du printemps de l'*Enquête sur les perspectives des entreprises* de la Banque du Canada les entreprises se montraient optimistes pour l'embauche, mais aussi pour l'augmentation de leurs investissements. Les sociétés canadiennes sont non seulement disposées à le faire, mais, pour la première fois depuis des années, elles en ont aussi les moyens, leurs bénéfices ayant recommencé à augmenter d'une année à l'autre. Les bonnes surprises des plus récents résultats trimestriels confirment la résurgence des profits au Canada.

## Records battus au T1

Balance commerciale des marchandises trimestrielle

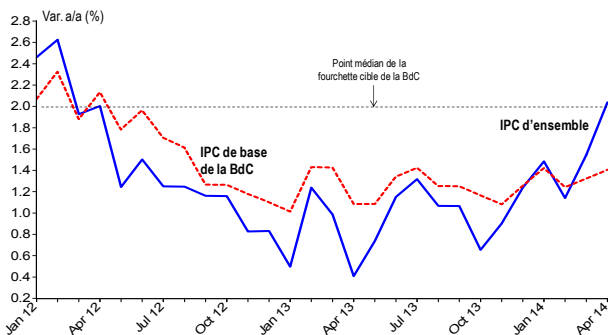


FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Le commerce extérieur devrait aussi se revigorer cette année, parallèlement au regain de l'économie américaine. Malgré tous les obstacles au T1, le Canada a enregistré son premier excédent trimestriel depuis 2011, qui a largement compensé le déficit record de la balance commerciale hors énergie ce trimestre. À l'avenir, nous prévoyons un redécollage du commerce extérieur – d'énergie et d'autres marchandises. Nos exportateurs de pétrole ne semblent pas faire les frais de la révolution énergétique d'outre-frontière. Pour la première fois, leur part des importations pétrolières des États-Unis a grimpé à plus 37%, contrairement à celle de l'OPEP qui a chuté sous les 36%. Les autres exportations, décevantes dans cette reprise, devraient aussi progresser ne serait-ce que parce que le huard est plus concurrentiel que jamais depuis des années (en termes réels), et grâce à la reprise des emprunts aux États-Unis, qui devrait aider à doper la demande de biens de fabrication canadienne, comme les véhicules et pièces automobiles et les produits forestiers.

## L'inflation atteint la cible de la BdC en avril

Indice des prix à la consommation



FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Bref, nous gardons confiance dans notre prévision de croissance de 2.3% pour le PIB canadien en 2014. Une telle croissance supérieure au potentiel réduira l'écart de production davantage cette année, assez, à notre avis, pour stimuler l'inflation. Le taux d'inflation annuel du mois d'avril s'est établi à 2.0% et a donc atteint la cible de la Banque du Canada pour la première fois en deux ans. Nous nous attendons à ce la BdC change son ton conciliant cette année, ce qui préparera le terrain pour un relèvement des taux d'intérêt au T1 de 2015.



# LE MENSUEL ÉCONOMIQUE

## États-Unis Scénario économique

(Variation annuelle en %)*						Q4/Q4		
	2011	2012	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Produit intérieur brut (\$2009 constants)	1.8	2.8	1.9	2.6	2.9	2.6	2.7	2.8
Dépenses personnelles	2.5	2.2	2.0	2.8	2.7	2.3	2.9	2.7
Construction résidentielle	0.5	12.9	12.2	1.7	5.9	6.9	3.7	5.5
Investissements des entreprises	7.6	7.3	2.7	3.1	4.2	2.6	2.9	4.0
Dépenses publiques	(3.2)	(1.0)	(2.2)	(0.5)	0.7	(2.4)	0.9	0.5
Exportations	7.1	3.5	2.7	4.2	7.4	4.9	4.3	7.2
Importations	4.9	2.2	1.4	2.2	5.2	2.8	2.4	6.2
Variation des stocks (milliards \$)	33.6	57.6	81.6	67.1	63.8	111.7	46.7	65.0
Demande intérieure	1.8	2.4	1.6	2.2	2.6	1.6	2.6	2.6
Revenu réel disponible	2.4	2.0	0.7	2.0	2.3	(0.1)	2.1	2.4
Emploi	0.6	1.8	1.0	1.8	1.7	0.6	2.3	1.7
Taux de chômage	8.9	8.1	7.4	6.4	6.0	7.0	6.1	5.9
Taux d'inflation	3.1	2.1	1.5	1.7	1.9	1.2	1.8	1.9
Bénéfices avant impôts	7.9	7.0	4.6	7.2	5.7	6.2	5.6	6.0
Solde budgétaire (compt. nat. milliards \$)	(1,249.6)	(1,060.8)	(675.0)	(560.0)	(390.0)	...	...	...
Compte courant (milliards \$)	(457.7)	(440.4)	(379.3)	(319.5)	(311.5)	...	...	...

\* Sauf indication contraire.

## Scénario financier\*\*

	actuel					2014	2015
	22/05/14	Q2 2014	Q3 2014	Q4 2014	Q1 2015		
Taux cible fonds fédéraux	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	1.25
Bons du Trésor 3 mois	0.03	0.08	0.10	0.11	0.11	0.11	1.42
Obligations fédérales							
2 ans	0.37	0.38	0.56	1.17	1.42	1.17	2.24
5 ans	1.57	1.69	1.85	2.42	2.58	2.42	3.07
10 ans	2.56	2.69	2.79	3.18	3.27	3.18	3.55
30 ans	3.43	3.45	3.51	3.89	3.94	3.89	4.17
Taux de change							
US\$/Euro	1.37	1.38	1.35	1.29	1.30	1.29	1.30
YEN/\$US	102	105	108	110	111	110	115

Financière Banque Nationale

\*\* fin de période

# LE MENSUEL ÉCONOMIQUE

## Canada Scénario économique

(Variation annuelle en %)*						Q4/Q4		
	2011	2012	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Produit intérieur brut (\$constants, 2007)	2.5	1.7	2.0	2.3	2.6	2.7	2.1	2.8
Dépenses personnelles	2.3	1.9	2.2	2.3	2.3	2.5	2.0	2.5
Construction résidentielle	1.6	6.1	(0.2)	(0.4)	0.2	(0.0)	(0.6)	0.4
Investissements des entreprises	11.1	6.2	1.4	3.6	5.1	(0.2)	5.9	4.8
Dépenses publiques	(0.6)	1.0	0.4	0.2	0.5	(0.2)	0.4	0.5
Exportations	4.7	1.5	2.1	2.0	7.1	3.1	3.4	7.4
Importations	5.7	3.1	1.1	(0.0)	3.1	1.3	1.2	3.1
Variation des stocks (millions \$)	7,440	6,831	12,484	10,946	2,277	18,025	10,064	1,704
Demande intérieure	2.4	2.3	1.4	1.5	1.8	1.2	1.6	1.8
Revenu réel disponible	2.4	2.5	2.5	2.4	2.5	2.0	2.5	2.4
Emploi	1.5	1.2	1.3	0.9	1.3	0.9	1.0	1.3
Taux de chômage	7.4	7.3	7.1	6.8	6.4	7.0	6.7	6.3
Taux d'inflation	2.9	1.5	0.9	2.0	2.0	0.9	2.4	2.0
Bénéfices avant impôts	11.3	(4.9)	(2.6)	8.6	7.9	2.9	11.7	6.5
Solde budgétaire (milliards, \$)	(26.3)	(18.9)	(17.0)	(4.5)	5.0	....	....	....
Compte courant (milliards, \$)	(48.5)	(62.2)	(60.7)	(52.1)	(36.4)	....	....	....

\* Sauf indication contraire.

## Scénario financier\*\*

	actuel					2014	2015
	22/05/14	Q2 2014	Q3 2014	Q4 2014	Q1 2015		
Taux à un jour	1.00	1.00	1.00	1.00	1.25	1.00	2.00
Taux préférentiel	3.00	3.00	3.00	3.00	3.25	3.00	4.00
Bons du Trésor 3M	0.92	0.93	0.98	1.03	1.47	1.03	1.96
Obligations fédérales							
2 ans	1.06	1.13	1.20	1.70	1.99	1.70	2.83
5 ans	1.59	1.76	1.85	2.30	2.53	2.30	3.28
10 ans	2.33	2.42	2.61	2.93	3.07	2.93	3.49
30 ans	2.87	2.92	3.08	3.36	3.48	3.36	3.83
Taux de change							
CAD par USD	1.09	1.10	1.09	1.09	1.08	1.09	1.08
Prix du pétrole (WTI), \$U.S.	104	98	97	96	96	96	98

Financière Banque Nationale

\*\* fin de période

# LE MENSUEL ÉCONOMIQUE

---

## GRUPE ÉCONOMIE ET STRATÉGIE

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

**Généralités** : Banque Nationale Marchés financiers est une unité de Financière Banque Nationale Inc. (FBN), filiale en propriété exclusive indirecte et division de la Banque Nationale du Canada. Ce rapport a été produit par FBN. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes. ♦ Les informations contenues dans les présentes proviennent de sources que nous jugeons fiables, toutefois nous n'offrons aucune garantie à l'égard de ces informations qui 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 dans les présentes. ♦ **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 ou pour effectuer une opération, les résidents du Canada doivent communiquer avec leur conseiller en placement FBN. ♦ **Résidents des États-Unis** : En ce qui concerne la distribution de ce rapport aux États-Unis d'Amérique, 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, accepte la responsabilité de son contenu, sous réserve des conditions mentionnées ci-dessus. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport ou pour effectuer une opération, les résidents des États-Unis sont invités à communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI. Ce rapport a été préparé en tout ou en partie par des analystes de recherche employés par des membres du groupe de NBCFI hors des États-Unis qui ne sont pas inscrits comme courtiers aux États-Unis. Ces analystes de recherche hors des États-Unis ne sont pas inscrits comme des personnes ayant un lien avec NBCFI et ne détiennent aucun permis ni aucune qualification comme analystes de recherche de la FINRA ou de toute autre autorité de réglementation aux États-Unis et, par conséquent, ne peuvent pas être assujettis (entre autres) aux restrictions de la FINRA concernant les communications par un analyste de recherche avec une société visée, les apparitions publiques des analystes de recherche et la négociation de valeurs mobilières détenues dans le compte d'un analyste de recherche. ♦ **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 déposé de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes et/ou des achats à l'égard des titres ou instruments financiers connexes en question, que ce soit à titre de mandataire ou pour leur propre compte. Elles peuvent agir dans la tenue d'un marché pour ces titres ou instruments financiers connexes ou avoir déjà agi à ce titre ou 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'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. 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. ♦ **Droits d'auteur** : Le présent rapport ne peut pas 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 écrit préalable de la Financière Banque Nationale n'ait été à chaque fois obtenu.