

Faits saillants

- *L'économie mondiale, qui a mal commencé l'année, est engagée sur la voie de la plus faible croissance depuis 2009. Les marchés émergents ont du mal à s'adapter au rééquilibrage de la Chine alors que des économies avancées, comme celles de la zone euro et du Japon, restent handicapées par leur démographie déficiente. L'économie américaine, souvent une lueur d'espoir pour le reste du monde, connaît ses propres difficultés, notamment du fait de la vigueur du dollar et du resserrement de la politique monétaire. Les incertitudes entourant le Brexit et la capacité de la Chine à gérer sa transition n'aident pas. Pour le moment, nous laissons notre prévision de croissance mondiale inchangée à 3.1% pour 2016.*
- *L'économie américaine semble reprendre un peu de vitesse ce trimestre après un début d'année décevant. Mais les problèmes anciens demeurent, à savoir un commerce extérieur bridé par l'appréciation antérieure de l'USD et la faiblesse des investissements des entreprises qui entrave le potentiel de croissance de l'économie et menace la création d'emplois. Celle-ci marquera sans doute encore le pas au cours des prochains mois et l'inflation devrait rester faible. Ainsi, alors que le FOMC essaie de convaincre les marchés qu'il y aura au moins deux hausses de taux d'intérêt cette année, dont une première cet été, les réalités économiques pourraient le forcer à une attitude plus patiente. Nous gardons confiance dans notre prévision de 1.9% de croissance du PIB américain pour 2016.*
- *L'économie du Canada pourrait s'être contractée au deuxième trimestre. Un ressac était attendu après les gains démesurés antérieurs, mais les incendies de forêt en Alberta ont encore assombri les perspectives du T2. La diminution de la production de pétrole pénalisera le PIB au deuxième trimestre. La croissance économique devrait toutefois rebondir au troisième avec les efforts de déblaiement et de reconstruction et avec la reprise de la production pétrolière. Globalement, si les réductions de la production de brut ne durent pas plus d'un mois, la croissance du PIB de 2016 ne devrait pas diminuer de plus d'un dixième de point de pourcentage selon nos propres estimations et celles du Conference Board, c.-à-d. pas assez pour inciter la Banque du Canada à adopter une politique monétaire plus accommodante. En attendant d'en savoir plus sur l'ampleur des interruptions de production, nous laissons notre prévision de croissance du PIB à 1.3% pour 2016.*

Krishen Rangasamy
krishen.rangasamy@bnc.ca

	Changements par rapport aux prévisions précédentes				
	2015	2016	2017	2016	2017
États-Unis					
PIB réel	2.4%	1.9%	2.0%	inch	inch
Inflation (IPC)	0.1%	1.4%	2.3%	inch	inch
Taux cible fonds fédéraux*	0.50%	0.75%	1.25%	inch	inch
Taux sur obligation 10 ans*	2.27%	2.02%	2.21%	-7 pb	-22 pb
Canada					
PIB réel	1.2%	1.3%	1.9%	inch	inch
Inflation (IPC)	1.1%	1.7%	2.1%	inch	inch
Taux à un jour*	0.50%	0.50%	0.75%	inch	inch
Taux sur obligation 10 ans*	1.40%	1.63%	1.99%	-4 pb	-16 pb

* fin de période

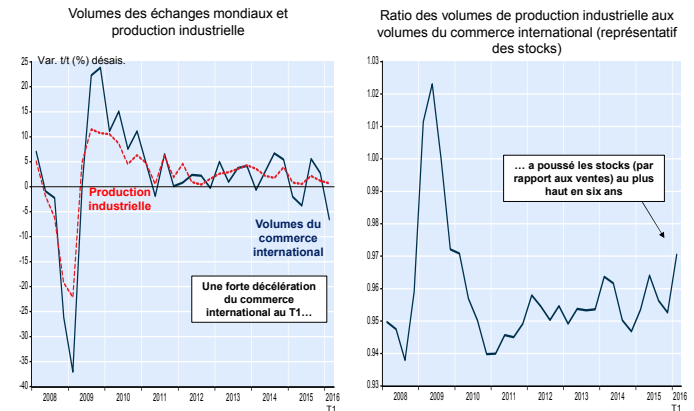
Monde : La menace du *Brexit*

L'économie mondiale, qui a mal commencé l'année, est engagée sur la voie de la plus faible croissance depuis 2009. Les marchés émergents ont du mal à s'adapter au rééquilibrage de la Chine alors que des économies avancées, comme celles de la zone euro et du Japon, restent handicapées par leur démographie déficiente. L'économie américaine, souvent une lueur d'espoir pour le reste du monde, connaît ses propres difficultés, notamment du fait de la vigueur du dollar et du resserrement de la politique monétaire. Les incertitudes entourant le Brexit et la capacité de la Chine à gérer sa transition n'aident pas. Pour le moment, nous laissons notre prévision de croissance mondiale inchangée à 3.1% pour 2016.

L'économie mondiale reste déprimée. La léthargie de 2015 – la plus mauvaise croissance annuelle depuis la récession mondiale de 2009 – semble s'être poursuivie au début de cette année. Les derniers chiffres du CPB indiquent que la production industrielle mondiale a encore ralenti au premier trimestre. Les marchés émergents affichent la plus faible croissance de la production depuis un an, alors que la production industrielle des économies avancées n'a progressé que marginalement. Cette faiblesse de la production est en grande partie due à la mollesse de la demande. Les volumes du commerce international ont reculé le plus depuis la récession mondiale de 2009, faisant gonfler les stocks au T1 (par rapport aux ventes), ce qui n'est pas de bon augure pour la production des trimestres suivants. La situation aurait pu être meilleure pour les économies avancées au T1 si les États-Unis n'avaient pas trébuché et sans la faiblesse persistante de la croissance du Japon. Après la baisse du dernier trimestre de 2015, le PIB du Japon a pris de l'expansion à un rythme annualisé de tout juste 1.7%. Les apports de la consommation, des dépenses publiques et du commerce international ont compensé l'effet ralentisseur des faibles dépenses d'investissement. La langueur de l'économie explique pourquoi le taux d'inflation annuel, sans les aliments frais et l'énergie, a stagné à 0.7% en avril. La Banque du Japon a résisté aux appels à amplifier ses mesures de stimulation déjà considérables. Mais, si comme nous le prévoyons, le taux d'inflation annuel s'écarte encore davantage de son objectif de 2%, elle n'aura pas d'autre solution que de renforcer son programme d'assouplissement quantitatif, ce qui déprécierait le yen.

La zone euro a dépassé les États-Unis et le Japon au T1 avec un PIB annualisé en hausse de 2.1%. Sa production est actuellement au niveau d'il y a huit ans, mais c'est grâce surtout à l'Allemagne, sans laquelle elle resterait inférieure d'environ 2% au niveau de 2008. Si les gains du T1 sont encourageants, la zone euro n'est pas au bout de ses peines pour autant. Comme nous l'avons vu après le premier trimestre de 2015 (où la croissance était même supérieure), la zone a souvent du mal à maintenir son élan. En outre, les problèmes structurels demeurent aigus, notamment la faiblesse de la démographie, ce que soulagera un peu l'arrivée de migrants.

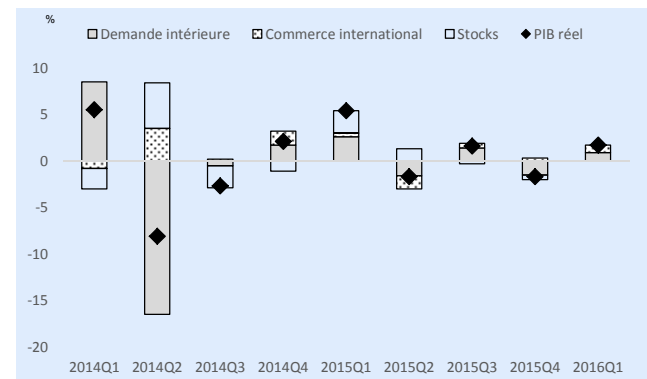
Monde : Les volumes du commerce international ont chuté du T1



FBN Économie et Stratégie (données de CPB)

Japon : Persistance d'une croissance lente

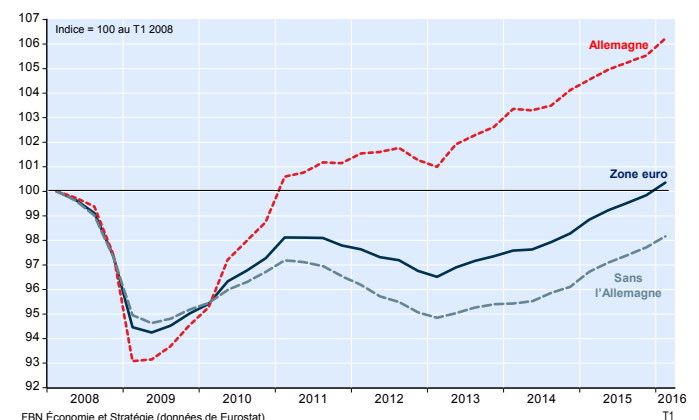
Contributions à la croissance du PIB réel



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

Zone euro : La production dépasse enfin les niveaux de 2008

PIB réel



FBN Économie et Stratégie (données de Eurostat)

Perspectives mondiales

Prévisions

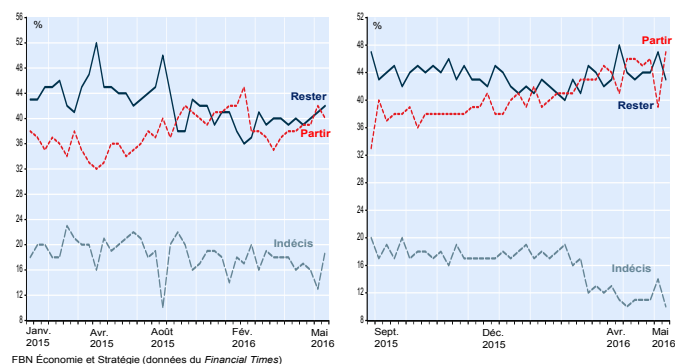
	2015	2016	2017
Pays avancés	1.9	1.7	1.8
États-Unis	2.4	1.9	2.0
Zone euro	1.6	1.5	1.6
Japon	0.5	0.5	-0.1
R.-U.	2.2	1.9	2.2
Canada	1.2	1.3	1.9
Australie	2.5	2.5	3.0
Nouvelle-Zélande	3.4	2.0	2.5
Hong Kong	2.4	2.2	2.4
Corée	2.6	2.7	2.9
Taiwan	0.7	1.5	2.2
Singapour	2.0	1.8	2.2
Asie émergente	6.5	6.3	6.3
Chine	6.9	6.5	6.2
Inde	7.3	7.5	7.5
Indonésie	4.8	4.9	5.3
Malaisie	5.0	4.4	4.8
Philippines	5.8	6.0	6.2
Thaïlande	2.8	3.0	3.2
Amérique latine	-0.1	-0.5	1.5
Mexique	2.5	2.4	2.6
Brésil	-3.8	-3.8	0.0
Argentine	1.2	-1.0	2.8
Venezuela	-5.7	-8.0	-4.5
Colombie	3.1	2.5	3.0
Europe de l'Est et CEI	0.0	1.0	2.2
Russie	-3.7	-1.8	0.8
République Tchèque	4.2	2.5	2.4
Pologne	3.6	3.6	3.6
Turquie	3.8	3.8	3.4
M-O et Afrique du N.	2.3	2.9	3.3
Afrique subsaharienne	3.4	3.1	4.0
Pays avancés	1.9	1.7	1.8
Pays émergents	4.0	4.1	4.6
Monde	3.1	3.1	3.4

Source: FBN Économie et Stratégie

Royaume-Uni : Les intentions de vote sur le Brexit sont partagées

Intentions de vote selon YouGov

Intentions de vote selon ICM Research



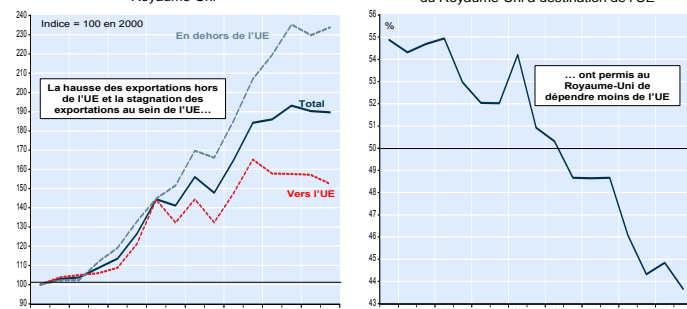
FBN Économie et Stratégie (données du Financial Times)

Les gouvernements de la zone euro continuent de tarder à faire des réformes et rejettent obstinément l'idée de mesures de stimulation budgétaires importantes. Le fardeau du soutien à la croissance repose donc toujours sur les épaules de la Banque centrale européenne, qui ne dispose pourtant plus que d'un arsenal limité. Comme si l'économie fragile de la zone euro avait besoin d'un défi de plus, c'est aujourd'hui le « Brexit » – la sortie possible de la Grande-Bretagne de l'Union européenne – qui la guette. L'issue du référendum du 23 juin est trop incertaine, les deux camps, ceux qui veulent rester et ceux qui veulent sortir, étant au coude à coude. Des dirigeants mondiaux, dont le président Obama des États-Unis et le premier ministre du Royaume-Uni, David Cameron, ont encouragé les Britanniques à rester au sein de l'Union européenne et mis en garde contre les conséquences économiques d'une sortie du bloc. Le FMI et la Banque d'Angleterre ont aussi évoqué les répercussions négatives d'un retrait. Si le Royaume-Uni est aujourd'hui moins dépendant de l'UE qu'il y a dix ans, les liens commerciaux demeurent importants – l'UE achète près de 43% des exportations britanniques. Mais le 23 juin, les Britanniques ne voteront pas seulement pour leur avenir. C'est toute l'unité européenne qui est en jeu. Un retrait britannique pourrait favoriser un retour des nationalismes du Vieux continent (au détriment de l'euro-péanisme) qui remontent à la surface depuis la crise économique de 2008 et qu'a exacerbés la crise des migrants. L'incertitude qui découlerait d'une victoire des eurosceptiques pourrait nous obliger à revoir à la baisse nos prévisions de croissance mondiale pour 2016 et 2017.

Royaume-Uni : Moins dépendant de l'UE pour ses exportations

Exportations de biens et de services du Royaume-Uni

Part des exportations de biens et de services du Royaume-Uni à destination de l'UE

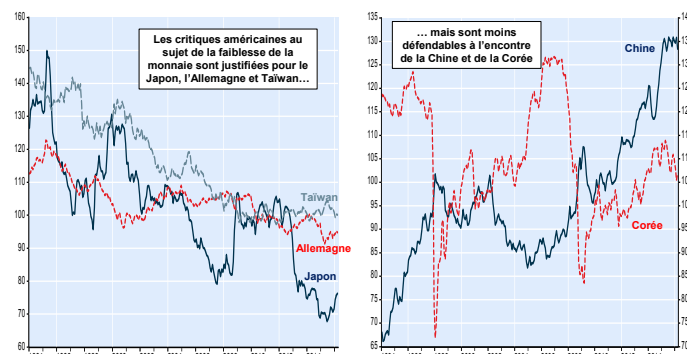


FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

LE MENSUEL ÉCONOMIQUE

Monde : Quelles monnaies sont réellement sous-évaluées?

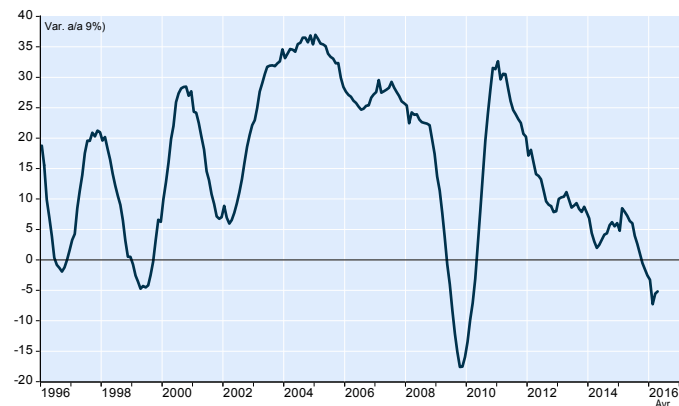
Taux de change effectif réel – Japon, Taiwan, Allemagne Taux de change effectif réel – Chine et Corée



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

Chine : Les problèmes d'exportation ne sont pas terminés

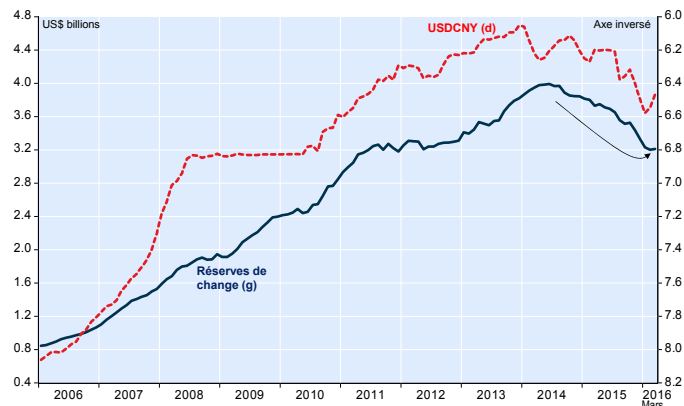
Exportations, cumulatives sur 12 mois



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Chine : Les réserves de change semblent se stabiliser

Réserves de change par rapport au yuan



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Mais même si le *Brexit* est évité le 23 juin, l'horizon économique mondial ne sera pas dégagé. Il restera des risques tels que l'appréciation du dollar américain (ce qui accroît les risques de défaillance d'emprunteurs en USD, particulièrement sur les marchés émergents) et la persistance d'une croissance lente qui pourrait évoluer vers quelque chose de plus grave, p. ex., une situation ressemblant à une stagnation séculaire. Les probabilités en augmenteront si les gouvernements continuent d'ignorer le problème d'une baisse du potentiel de croissance et d'esquiver les mesures de stimulation budgétaires et les réformes.

La menace du protectionnisme commercial n'est pas non plus à prendre à la légère. La rhétorique explosive de certains politiciens en vue des élections américaines de cette année est préoccupante. Étant donné l'important excédent commercial de la Chine avec les États-Unis, les politiciens américains ont souvent ce pays dans leur collimateur et l'accusent de manipuler sa monnaie. Mais la réalité est plus complexe. Certes, le yuan a baissé par rapport à l'USD cette année, mais il s'est considérablement apprécié par rapport à la monnaie des autres partenaires commerciaux de la Chine. En termes effectifs réels, le yuan est moins concurrentiel que jamais comparativement à des pays tels que le Japon, l'Allemagne et Taïwan dont le taux de change effectif réel est au plus bas ou presque de tous les temps.

La perte de compétitivité du yuan a sérieusement nui aux exportations, qui sont en baisse de près de 5% depuis un an. La balance commerciale de la Chine ne continue d'augmenter que parce que les importations diminuent encore plus vite en raison de la faiblesse de la demande intérieure et de l'effondrement des prix du pétrole (qui plafonne la valeur des importations). Il n'y a donc pas lieu de s'étonner que la croissance de la deuxième économie du monde ait ralenti au premier trimestre à 6.7% d'une année à l'autre ou à 4.5% seulement en chiffre annualisé, soit au plus bas depuis des années. Le manque de confiance dans les perspectives de la Chine s'est traduit par des sorties massives de capital en 2015 et au début de cette année. La Banque populaire de Chine a fait de son mieux pour restaurer la confiance en employant ses réserves pour stabiliser le yuan. Cela semble fonctionner, puisque le yuan reprend pied dernièrement et que les réserves de change se stabilisent. Il est trop tôt pour dire si le pire est passé pour la Chine. Rééquilibrer l'économie au profit de la consommation est un processus complexe qui s'étalera sur des années. Et la capacité de Pékin à gérer sa transition soulève aussi des incertitudes.

L'exercice de rééquilibrage de la Chine continuera d'avoir des répercussions sur la chaîne d'approvisionnement dans d'autres économies émergentes. Collectivement, ces dernières pourraient ne pas s'en sortir nettement mieux que l'an dernier où la croissance n'était que de 4%. Mais certaines se démarqueront. Une deuxième année de suite, l'Inde devrait croître plus vite que la Chine. Les réformes du premier ministre Modi semblent aider à stimuler la croissance. Une inflation faible, découlant des prix bas du pétrole, a aussi permis à la Banque de réserve d'Inde de réduire les taux d'intérêt, dopant un peu plus l'économie.

États-Unis : Faible productivité

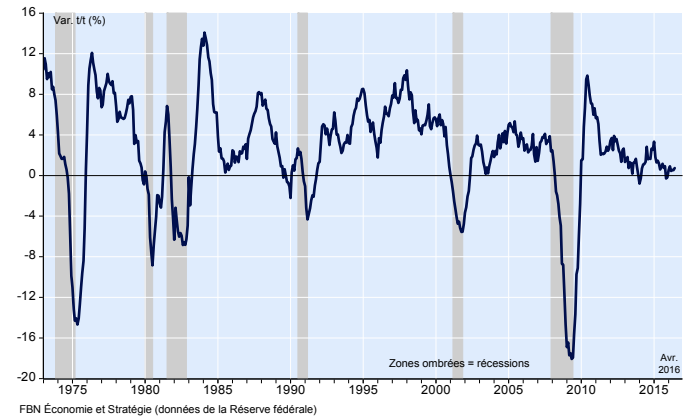
L'économie américaine semble reprendre de la vitesse ce trimestre après un début d'année décevant. Mais les problèmes anciens demeurent, à savoir un commerce extérieur bridé par l'appréciation antérieure de l'USD et la faiblesse des investissements des entreprises qui entrave le potentiel de croissance et menace la création d'emplois. Celle-ci marquera le pas au cours des prochains mois et l'inflation devrait rester faible. Ainsi, alors que le FOMC essaie de convaincre les marchés qu'il y aura au moins deux hausses de taux d'intérêt cette année, dont une première cet été, les réalités économiques pourraient le forcer à une attitude plus patiente. Nous gardons confiance dans notre prévision de 1.9% de croissance du PIB américain pour 2016.

Après la pire séquence de deux trimestres d'affilée depuis 2013, l'économie américaine semble être en train de se redresser avec une croissance qui pourrait dépasser les 2% annualisés au T2. La production industrielle a bondi de 0.7% en avril après une contraction les deux derniers trimestres. Les dépenses dans le commerce de détail ont aussi grimpé en avril à la faveur d'une bonne tenue de l'emploi. Mais les problèmes anciens demeurent. L'économie est encore freinée par le commerce extérieur, après l'appréciation antérieure de l'USD, et cela nuit en particulier au secteur manufacturier. La production des usines augmente le plus lentement depuis des années, de moins de 1% d'une année à l'autre, ce qui est le plus mauvais chiffre depuis la récession de 2009 (à l'exclusion, bien sûr, du ralentissement dû aux intempéries du début de 2014). Le manque d'investissement des entreprises entraîne aussi des problèmes. Celles-ci pourraient mieux employer le crédit abordable disponible parce qu'emprunter pour racheter des actions au lieu d'investir en machines et matériels n'améliore pas leur capacité de croître. Des années de sous-investissement ont fait monter l'âge moyen du matériel au plus haut depuis 50 ans et, d'après ce que nous avons vu au début de 2016, cette tendance préoccupante n'est pas près de disparaître. Il n'est donc pas étonnant que la productivité des entreprises continue de décevoir. La baisse de la productivité annualisée de 1% au premier trimestre de 2016 prolonge une séquence de résultats médiocres depuis 2011. La croissance de la productivité annuelle s'est établie en moyenne à 0.5% seulement depuis 2011, soit la plus mauvaise performance sur cinq ans, en dehors du début des années 1980, où les États-Unis étaient en récession.

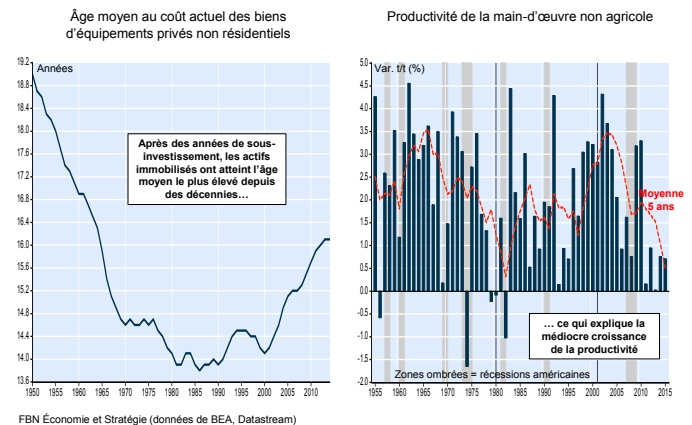
La persistance d'une productivité faible et de bénéfices mous des entreprises pourrait compromettre les perspectives de l'emploi. C'est malheureux parce que le marché du travail ne s'est pas encore entièrement remis du choc de la grande récession. Certes, la création d'emplois du secteur privé a atteint en moyenne le chiffre de 215,000 par mois au cours de l'année écoulée et le taux de chômage a baissé. Mais il est possible de faire mieux d'après l'indicateur large du chômage (incluant les travailleurs que les conditions économiques limitent à du temps partiel et ceux qui n'ont que des liens marginaux avec la population active), qui reste deux points de pourcentage au-dessus du niveau d'avant la récession.

États-Unis : La croissance de la production des usines reste faible

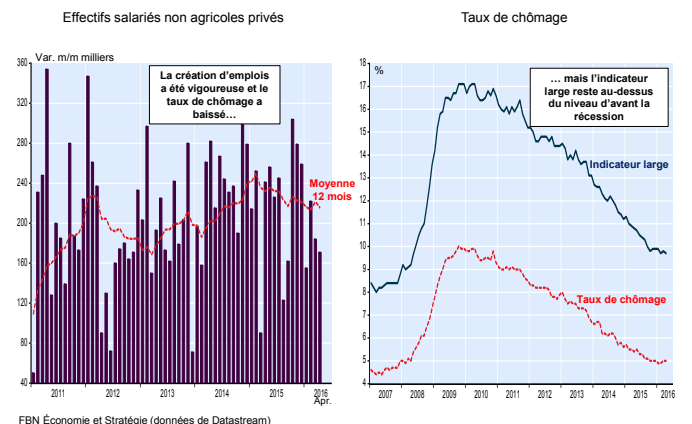
Production manufacturière



Le manque d'investissements nuira probablement à la productivité

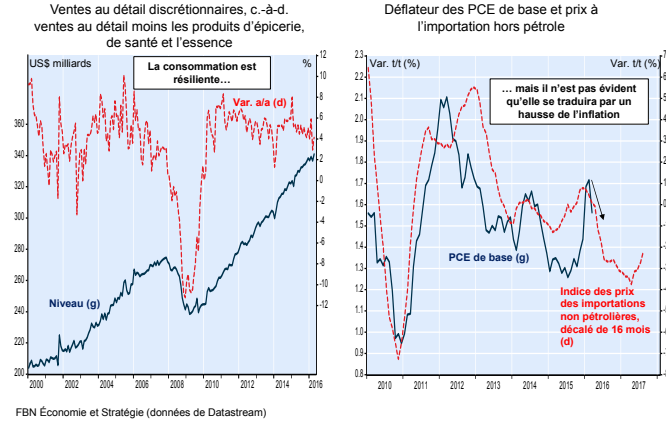


États-Unis : Le marché du travail peut encore s'améliorer

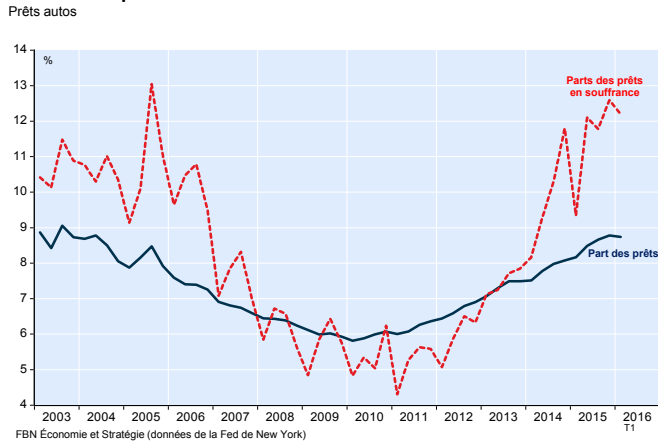


LE MENSUEL ÉCONOMIQUE

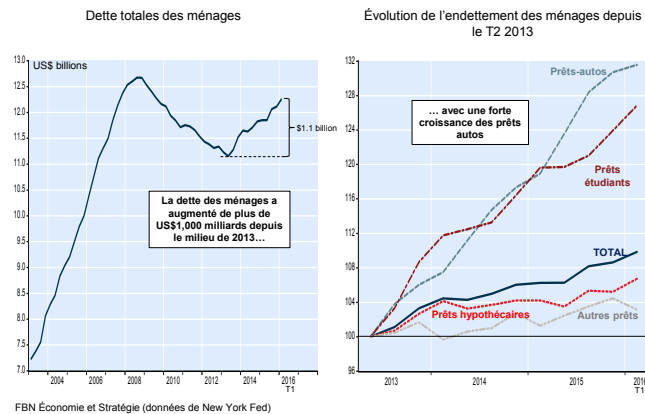
La vigueur de la consommation ne fera peut-être pas monter l'inflation



Hausse des prêts automobiles en souffrance



La dette des ménages continue de monter



Par conséquent, alors que le FOMC essaie de convaincre les marchés qu'il y aura au moins deux hausses de taux d'intérêt cette année, à commencer par une première en juin, une forte décélération du marché du travail pourrait le forcer à adopter une attitude un peu plus patiente. Après tout, c'est la solide création d'emplois qui a permis aux consommateurs de soutenir la croissance économique en contrebalançant la faiblesse du commerce international et de l'investissement. On se souviendra que les dépenses dans le commerce de détail ont bondi de 1.3% en avril, la plus forte hausse mensuelle en un an et les ventes discrétionnaires battent des records absolus. Cela suffit-il à ranimer les tensions inflationnistes et à justifier un resserrement de la politique de la Fed? Du fait de l'effet à retardement de la vigueur du dollar, les perspectives d'inflation ne s'annoncent pas particulièrement roses pour la Fed qui n'atteint pas sa cible depuis des années — le déflateur des dépenses personnelles de consommation (PCE) de base reste sous les 2% depuis le milieu de 2012. Les prix à l'importation sans le pétrole sont en baisse de 2.2% sur douze mois. Cette mesure, qui a tendance à être en corrélation avec l'inflation malgré un certain décalage, annonce un déflateur des PCE de base qui restera faible au cours des prochains mois.

Alors, pourquoi se hâter de resserrer la politique monétaire? La Fed craint que si les taux restent trop bas trop longtemps la stabilité des marchés financiers pourrait en souffrir, p. ex., par des bulles d'actifs et des comportements à risque. Ces craintes sont justifiées dans une certaine mesure. Les ventes d'autos, par exemple, ont été multipliées en partie grâce à des prêts à risque, c.-à-d. à des acheteurs n'ayant pas une bonne cote de solvabilité. Cela explique pourquoi les ventes de véhicules sont sur le point de dépasser les 17 millions une deuxième année de suite, ce qui ne s'était pas vu depuis 2001. Certains de ces prêts commencent à être en souffrance et les prêts-autos représentent maintenant plus de 12% de tous les crédits en souffrance même s'ils constituent moins de 9% des dettes totales des ménages. Mais la situation actuelle n'est pas comparable à celle des prêts à risque immobiliers, les fameux *sub-prime*, qui a mis l'économie américaine à genoux en 2008-2009. Ce sont principalement des entités non bancaires qui sont le plus exposées à des défaillances sur des prêts automobiles. De plus, le total cumulatif des nouveaux prêts-autos à risque des cinq dernières années représente moins de \$500 milliards, à peine une fraction des prêts à risque immobiliers contractés avant le krach immobilier. Les défaillances des prêts-autos ne déclencheront donc probablement pas à elles seules la prochaine crise financière. Néanmoins, l'argument pour contrer le surendettement et atténuer la surchauffe des marchés du crédit est fondé. Les prêts industriels et commerciaux sont en passe d'enregistrer un 23^e trimestre de croissance de suite au T2. Les ménages profitent aussi des faibles taux d'intérêt comme en attestent les données les plus récentes de la Fed de New York qui signalent une nouvelle augmentation des dettes au T1, portant le total de l'augmentation des prêts depuis le milieu de 2013 à US\$1,100 milliards. Le crédit a joué un rôle stimulant dans la croissance économique des dernières années. On peut donc s'attendre à ce qu'une politique monétaire plus restrictive ait l'effet inverse.

LE MENSUEL ÉCONOMIQUE

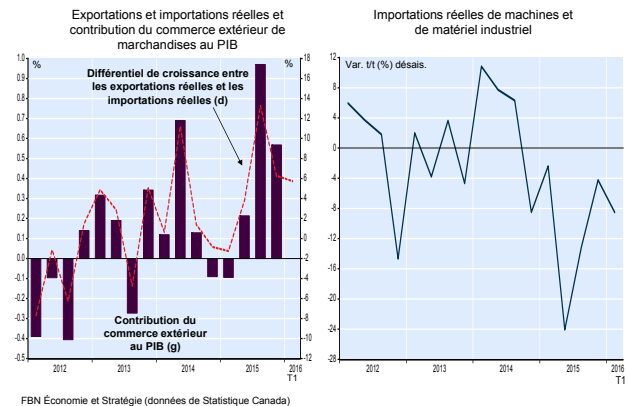
Canada : Le T2 part en fumée

L'économie du Canada pourrait s'être contractée au deuxième trimestre. Un ressac était attendu après les gains démesurés antérieurs, mais les incendies de forêt en Alberta ont encore assombri les perspectives du T2. La diminution de la production de pétrole pénalisera le PIB au deuxième trimestre. La croissance économique devrait toutefois rebondir au troisième avec les efforts de déblaiement et de reconstruction et avec la reprise de la production pétrolière. Globalement, si les réductions de la production de brut ne durent pas plus d'un mois, la croissance du PIB de 2016 ne devrait pas diminuer de plus d'un dixième de point de pourcentage selon nos propres estimations et celles du Conference Board, c.-à-d. pas assez pour inciter la Banque du Canada à adopter une politique monétaire plus accommodante. En attendant d'en savoir plus sur l'ampleur des interruptions de production, nous laissons notre prévision de croissance du PIB à 1.3% pour 2016.

Les données du PIB canadien pour le T1 n'étaient pas encore disponibles au moment de rédiger ces notes, mais les chiffres mensuels jusque-là laissent entrevoir une croissance économique en forte accélération autour de 3% en rythme annualisé. Le commerce extérieur a apporté une contribution nette puisque les exportations ont augmenté beaucoup plus vite que les importations. La consommation semble aussi avoir repris de la vigueur comme en témoignent les volumes du commerce de détail qui, malgré le revers de mars, étaient en hausse de plus de 6% en chiffres annualisés au T1, ce qui représente la meilleure performance trimestrielle depuis 2014. La construction résidentielle semble avoir contribué à la croissance, à en croire les solides mises en chantier de logements au premier trimestre, particulièrement de maisons individuelles. Mais tous ces gains seront probablement contrebalancés par la poursuite du recul des investissements des entreprises. Les importations de machines et de matériel ont encore baissé au premier trimestre. Si l'augmentation globale de la production au T1 tombe à pic, nous ne sommes pas encore prêts à sabler le champagne étant donné les défis importants restant après le choc pétrolier.

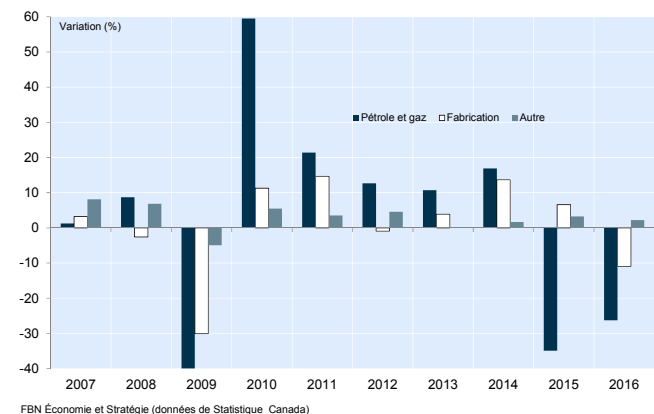
D'une part, les dépenses d'investissement devraient rester faibles. D'après la dernière enquête de Statistique Canada sur les intentions d'investissement, les investissements non résidentiels atteindront \$241.6 milliards cette année, soit 4.4% de moins qu'en 2015. Les investissements devraient être en baisse à la fois dans le secteur du pétrole et du gaz et dans la fabrication. De plus, les incendies de forêt de l'Alberta ont assombri les perspectives du T2. La diminution de la production de pétrole pénalisera le PIB au deuxième trimestre, mais la croissance économique devrait rebondir au troisième avec les efforts de déblaiement et de reconstruction et de la reprise de la production de pétrole. Néanmoins, si les sociétés pétrolières produisaient au maximum de leur capacité avant les incendies, elles ne pourront pas rattraper la production perdue pendant l'interruption. Si les réductions de la production de pétrole ne durent pas plus d'un mois (à moitié de la capacité), le contrecoup pour la croissance du PIB en 2016 ne devrait pas

Canada : Premier trimestre soutenu par le commerce international mais freiné par les investissements

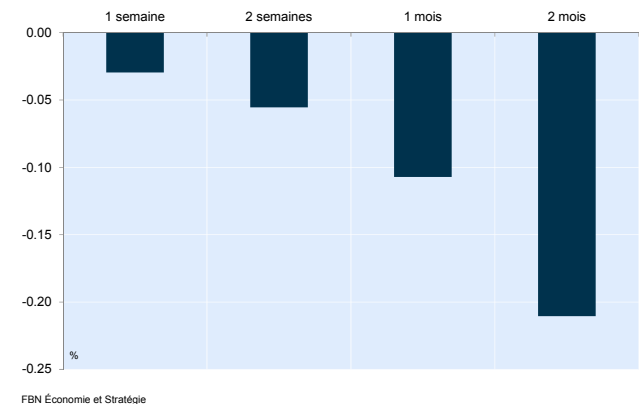


Investissements nominaux

Variations annuelles (2015 : données préliminaires, 2016 : intentions)



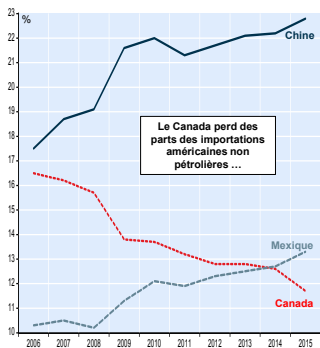
Effet sur la croissance du PIB en 2016 dans différents scénarios de production de pétrole



LE MENSUEL ÉCONOMIQUE

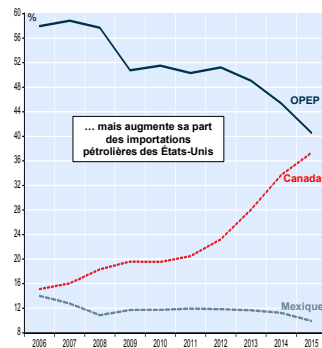
Deux tendances contrastantes dans le commerce international

Part des importations non pétrolières des États-Unis



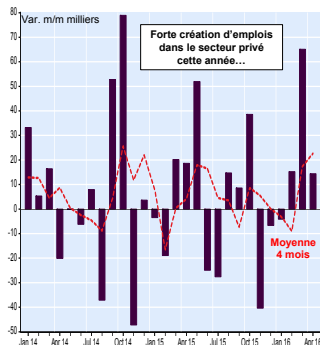
FBN Économie et Stratégie (données du US Census Bureau)

Part des importations de pétrole des États-Unis



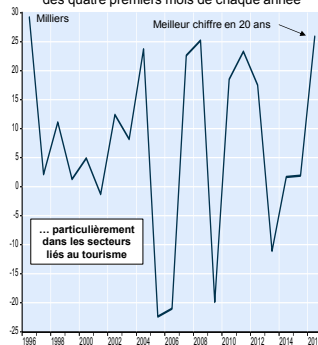
Solide création d'emplois dans le secteur privé depuis le début de l'année

Emploi du secteur privé selon l'Enquête sur la population active



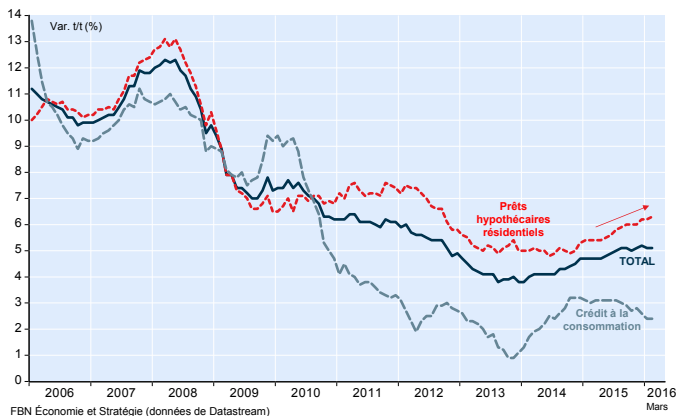
FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Services d'hébergement et de restauration : Création nette de nouveaux emplois au cours des quatre premiers mois de chaque année



La croissance des prêts hypothécaires se renforce

Crédit aux ménages



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

représenter plus d'un dixième de point de pourcentage, c.-à-d. pas assez pour nous faire changer notre prévision de croissance du PIB de 1.3% pour cette année. Néanmoins, nous pourrions réviser notre projection de la croissance de 2016 plus tard, à mesure que de nouvelles informations deviendront disponibles. Le tassement de l'investissement des entreprises nuira à la demande intérieure, mais la croissance de la consommation, qui devrait ralentir au diapason d'un marché de l'emploi plus mou cette année, aussi. Les mesures de stimulation budgétaires arriveront trop tard pour modifier la croissance en 2016. Alors que la demande intérieure est sous pression, les exportations devraient à nouveau être le moteur de la croissance cette année. Mais nous n'attendons pas de miracles du commerce international. Il existe certains décalages de la réaction des exportations à un affaiblissement de la monnaie et il faudra du temps pour que le Canada profite pleinement de la dépréciation antérieure. La part canadienne des importations non pétrolières aux États-Unis a chuté de près de 17% il y a une décennie à moins de 12% aujourd'hui. Outre ces décalages, des prix défavorables pourraient continuer de limiter les exportations nominales. Le seul secteur dans lequel le Canada voit augmenter les importations américaines, c.-à-d. le pétrole, reste aux prises avec des prix déprimés. Vu l'enjeu des exportations, on peut s'attendre à ce que la Banque du Canada maintienne une politique de grande détente monétaire pendant un certain temps encore ainsi qu'un huard concurrentiel. Bien que le taux d'inflation annuel monte progressivement (1.7% en avril), il reste encore inférieur à la cible de la banque centrale. L'importance d'une monnaie concurrentielle se voit dans la performance du marché du travail cette année. L'emploi dans le secteur privé a bondi, les hausses dans le secteur des services compensant largement les pertes dans celui des biens. Sur les 85,000 emplois créés dans les services en 2016, plus de 30% relèvent de l'hôtellerie et de la restauration, ce qui est sans aucun doute lié à l'activité touristique. D'après les statistiques sur les voyages, que le nombre d'Américains en visite au Canada croît au rythme le plus rapide depuis des années, et nous en constatons les avantages pour l'économie. Ce n'est qu'une question de temps avant que les exportateurs de marchandises enregistrent des avantages similaires liés à la nouvelle compétitivité du huard.

Mais comme aux États-Unis, la politique monétaire de grande détente prolongée a des répercussions sur la stabilité financière. Les dettes des ménages continuent d'augmenter et cela présente des risques importants qui pourraient se matérialiser si les perspectives d'emploi devaient se détériorer. Pendant des années, les Canadiens ont profité d'un crédit très abordable grâce à la politique de détente de leur banque centrale. En conséquence, les prix des actifs ont augmenté, notamment dans l'immobilier. Alors que la croissance du crédit à la consommation ralentit, celle des prêts hypothécaires semble encore se renforcer. Les marchés immobiliers en effervescence à Vancouver, Victoria, Toronto et Hamilton alimentent cette expansion du crédit hypothécaire. Inéluctablement, même le gouverneur de la BdC Stephen Poloz pourrait trouver nécessaire de sacrifier des exportations et donc les perspectives de croissance à court terme au profit d'une stabilité financière à long terme.

LE MENSUEL ÉCONOMIQUE

États-Unis Scénario économique

<i>(Variation annuelle en %)*</i>						<i>T4/T4</i>		
	2013	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Produit intérieur brut (\$2009 constants)	1.5	2.4	2.4	1.9	2.0	2.0	2.0	1.8
Dépenses personnelles	1.7	2.7	3.1	2.5	2.4	2.7	2.4	2.3
Construction résidentielle	9.5	1.8	8.9	10.0	4.1	9.4	9.4	2.0
Investissements des entreprises	3.0	6.2	2.8	0.3	2.5	1.5	1.6	2.0
Dépenses publiques	(2.9)	(0.6)	0.7	1.2	1.4	1.1	1.3	1.2
Exportations	2.8	3.4	1.1	(1.6)	(1.3)	(0.6)	(2.6)	(0.6)
Importations	1.1	3.8	4.9	1.1	2.4	2.9	1.5	2.5
Variation des stocks (milliards \$)	61.4	68.0	97.5	60.2	58.2	78.3	59.4	57.4
Demande intérieure	1.2	2.5	2.8	2.3	2.3	2.5	2.4	2.1
Revenu réel disponible	(1.4)	2.7	3.4	2.5	1.9	3.0	2.3	1.8
Emploi	1.0	1.6	1.7	1.7	1.1	1.4	1.6	1.1
Taux de chômage	7.4	6.2	5.3	5.1	5.2	5.0	5.2	5.2
Taux d'inflation	1.5	1.6	0.1	1.4	2.3	0.4	1.9	2.2
Bénéfices avant impôts	2.0	1.7	(3.1)	(3.3)	4.5	(11.5)	4.5	4.5
Solde budgétaire (compt. nat. milliards \$)	(680.2)	(483.3)	(439.0)	(544.0)	(561.0)
Compte courant (milliards \$)	(376.8)	(389.5)	(484.1)	(508.8)	(515.8)

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	<i>actuel</i>					2015	2016	2017
	26-05-16	T2 2016	T3 2016	T4 2016	T1 2017			
Taux cible fonds fédéraux	0.50	0.50	0.50	0.75	1.00	0.50	0.75	1.25
Bons du Trésor 3 mois	0.30	0.28	0.34	0.59	0.82	0.16	0.59	1.10
Obligations fédérales								
2 ans	0.87	0.86	1.00	1.09	1.18	1.06	1.09	1.41
5 ans	1.35	1.35	1.49	1.55	1.64	1.76	1.55	1.86
10 ans	1.83	1.81	1.97	2.02	2.08	2.27	2.02	2.21
30 ans	2.64	2.58	2.71	2.75	2.79	3.01	2.75	2.87
Taux de change								
US\$/Euro	1.12	1.14	1.15	1.12	1.10	1.09	1.12	1.14
YEN/\$US	110	109	108	112	115	120	112	120

Financière Banque Nationale

** fin de période

LE MENSUEL ÉCONOMIQUE

Canada Scénario économique

<i>(Variation annuelle en %)*</i>						<i>T4/T4</i>		
	<i>2013</i>	<i>2014</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>
Produit intérieur brut (\$constants, 2007)	2.2	2.5	1.2	1.3	1.9	0.5	1.4	2.1
Dépenses personnelles	2.4	2.6	1.9	1.6	1.4	1.4	1.6	1.4
Construction résidentielle	(0.4)	2.5	3.9	0.4	(1.3)	2.9	(1.0)	(1.0)
Investissements des entreprises	2.5	0.0	(8.8)	(12.1)	(3.9)	(13.8)	(10.2)	(1.4)
Dépenses publiques	(0.8)	0.6	1.6	2.4	3.7	1.5	4.0	2.2
Exportations	2.8	5.3	3.0	3.2	5.2	1.9	3.3	6.7
Importations	1.5	1.8	0.1	(0.3)	2.5	(3.2)	2.6	3.0
Variation des stocks (millions \$)	15,476	9,869	4,550	3,160	688	-4,017	3,223	1,022
Demande intérieure	1.3	1.6	0.5	0.2	1.2	(0.5)	0.7	1.1
Revenu réel disponible	3.4	1.1	2.7	1.5	1.8	2.0	1.5	1.9
Emploi	1.4	0.6	0.9	0.6	0.7	0.8	0.5	0.7
Taux de chômage	7.1	6.9	6.9	7.4	7.3	7.0	7.4	7.2
Taux d'inflation	0.9	1.9	1.1	1.7	2.1	1.3	2.0	2.0
Bénéfices avant impôts	0.8	7.0	(15.2)	(4.1)	8.8	(18.6)	3.2	9.5
Compte courant (milliards, \$)	(59.7)	(44.9)	(65.7)	(56.5)	(48.5)

* Sauf indication contraire.

Scénario financier**

	<i>actuel</i>					<i>2015</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>
	<i>26-05-16</i>	<i>T2 2016</i>	<i>T3 2016</i>	<i>T4 2016</i>	<i>T1 2017</i>			
Taux à un jour	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75
Bons du Trésor 3M	0.52	0.46	0.46	0.46	0.46	0.50	0.46	0.74
Obligations fédérales								
2 ans	0.62	0.63	0.66	0.69	0.70	0.48	0.69	1.06
5 ans	0.75	0.81	0.91	0.99	1.05	0.73	0.99	1.51
10 ans	1.33	1.41	1.54	1.63	1.68	1.40	1.63	1.99
30 ans	1.98	2.07	2.18	2.24	2.27	2.15	2.24	2.49
Taux de change								
CAD par USD	1.30	1.27	1.25	1.28	1.30	1.39	1.28	1.26
Prix du pétrole (WTI), \$U.S.	49	50	51	49	48	37	49	55

Financière Banque Nationale

** fin de période

LE MENSUEL ÉCONOMIQUE

ÉCONOMIE ET STRATÉGIE

Bureau Montréal

514 879-2529

Stéfane Marion

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

Paul-André Pinonnault

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

Krishen Rangasamy

Économiste principal
krishen.rangasamy@bnc.ca

Marc Pinsonneault

Économiste principal
marc.pinsonneault@bnc.ca

Mathieu Arseneau

Économiste principal
mathieu.arseneau@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste associé, géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Bureau Toronto

416 869-8598

Warren Lovely

DG, recherche et stratégie secteurs publics
warren.lovely@bnc.ca

Généralités : La Financière Banque Nationale (FBN) est une filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes.

Les informations contenues aux présentes proviennent de sources que nous jugeons fiables; toutefois nous n'offrons aucune garantie à l'égard de ces informations et elles pourraient s'avérer incomplètes. Les opinions exprimées sont fondées sur notre analyse et notre interprétation de ces informations et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés aux présentes.

Analystes de recherche : Les analystes de recherche qui préparent les présents rapports attestent que leur rapport respectif constitue une image fidèle de leur avis personnel et qu'aucune partie de leur rémunération n'a été, n'est ni ne sera directement ou indirectement liée à des recommandations ou à des points de vue particuliers formulés au sujet de titres ou de sociétés.

FBN rémunère ses analystes de recherche à partir de sources diverses. Le service de recherche constitue un centre de coûts financé par les activités commerciales de FBN, notamment les Ventes institutionnelles et opérations sur titres de participation, les Ventes au détail et les activités de compensation correspondantes, les Services bancaires aux entreprises et les Services de banque d'investissement. Comme les revenus tirés de ces activités varient, les fonds destinés à la rémunération des travaux de recherche fluctuent en conséquence. Aucun secteur d'activité n'a plus d'influence qu'un autre sur la rémunération des analystes de recherche.

Résidents du Canada : À l'égard de la distribution du présent rapport au Canada, FBN endosse la responsabilité de son contenu. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents du Canada doivent communiquer avec leur représentant professionnel FBN. Pour effectuer une opération, les résidents du Canada devraient communiquer avec leur conseiller en placement FBN.

Résidents des États-Unis : En ce qui concerne la distribution de ce rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC). Ce rapport a été préparé en tout ou en partie par des analystes de recherche employés par des membres du groupe de NBCFI hors des États-Unis qui ne sont pas inscrits comme courtiers aux États-Unis. Ces analystes de recherche hors des États-Unis ne sont pas inscrits comme des personnes ayant un lien avec NBCFI et ne détiennent aucun permis ni aucune qualification comme analystes de recherche de la FINRA ou de toute autre autorité de réglementation aux États-Unis et, par conséquent, ne peuvent pas être assujettis (entre autres) aux restrictions de la FINRA concernant les communications par un analyste de recherche avec une société visée, les apparitions publiques des analystes de recherche et la négociation de valeurs mobilières détenues dans le compte d'un analyste de recherche.

Toutes les opinions exprimées dans ce rapport de recherche reflètent fidèlement les opinions personnelles des analystes de recherche concernant l'ensemble des valeurs mobilières et des émetteurs en question. Aucune partie de la rémunération des analystes n'a été, n'est ou ne sera, directement ou indirectement, liée aux recommandations ou aux points de vue particuliers qu'ils ont exprimés dans cette étude. L'analyste responsable de la production de ce rapport atteste que les opinions exprimées dans les présentes reflètent exactement son appréciation personnelle et technique au moment de la publication. Comme les opinions des analystes peuvent différer, des membres du Groupe Financière Banque Nationale peuvent avoir publié ou pourraient publier à l'avenir des rapports qui ne concordent pas avec ce rapport-ci ou qui parviennent à des conclusions différentes de celles de ce rapport-ci. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis sont invités à communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Résidents du Royaume-Uni : Eu égard à la distribution du présent rapport aux résidents du Royaume-Uni, Financière Banque Nationale Inc. a autorisé le contenu (y compris, là où c'est nécessaire, aux fins du paragraphe 21(1) de la loi intitulée *Financial Services and Markets Act 2000*). Financière Banque Nationale Inc. et sa société mère ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle et/ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des titres ou des instruments financiers connexes qui font l'objet du présent rapport, ou ils peuvent avoir détenu de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes et/ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de mandataire ou pour leur propre compte. Ils peuvent agir dans la tenue d'un marché pour ces placements ou placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre ou ils peuvent agir à titre de banque d'investissement et/ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements peut baisser ou augmenter. Le rendement passé ne se répétera pas nécessairement à l'avenir. Les placements mentionnés dans le présent rapport ne sont pas disponibles pour les clients du secteur détail. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription ni la sollicitation d'une offre d'acheter ou de souscrire les titres décrits dans les présentes ni n'en fait partie. On ne doit pas non plus se fonder sur le présent rapport dans le cadre d'un contrat ou d'un engagement quelconque et il ne sert pas, ni ne servira, de base ou de fondement pour de tels contrats ou engagements.

La présente information ne doit être distribuée qu'aux contreparties admissibles (*Eligible Counterparties*) et clients professionnels (*Professional Clients*) du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. Financière Banque Nationale Inc. est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority et a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD. Financière Banque Nationale Inc. n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority et la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

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.



**BANQUE
NATIONALE**
MARCHÉS FINANCIERS

Une division de la Banque Nationale du Canada