

# Prévisions

ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

Volume 16 / Hiver 2012

**La zone euro pèse sur la croissance économique mondiale**

**Les marchés financiers demandent à être rassurés**



**Desjardins**  
Études économiques



## MOUVEMENT DES CAISSES DESJARDINS



### Desjardins Études économiques

Vice-présidence Études économiques  
Tél. : 514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336  
Télécopieur : 514-281-7080  
Courriel : [desjardins.economie@desjardins.com](mailto:desjardins.economie@desjardins.com)  
Internet : [www.desjardins.com/economie](http://www.desjardins.com/economie)

### COLLABORATEURS PRINCIPAUX



**François Dupuis**  
Vice-président et économiste en chef  
514-281-2336  
[francois.dupuis@desjardins.com](mailto:francois.dupuis@desjardins.com)



**Yves St-Maurice**  
Directeur principal et économiste en chef adjoint  
514-281-7009  
[yves.st-maurice@desjardins.com](mailto:yves.st-maurice@desjardins.com)



**Francis Généreux**  
Économiste principal  
514-281-7125  
[francis.genereux@desjardins.com](mailto:francis.genereux@desjardins.com)



**Hélène Bégin**  
Économiste principale  
418-835-8444, poste 2850  
[helene.begin@desjardins.com](mailto:helene.begin@desjardins.com)



**Jimmy Jean**  
Économiste principal  
514-281-2317  
[jimmy.jean@desjardins.com](mailto:jimmy.jean@desjardins.com)



**Mathieu D'Anjou**  
Économiste principal  
514-281-7082  
[mathieu.d'anjou@desjardins.com](mailto:mathieu.d'anjou@desjardins.com)



**Joëlle Noreau**  
Économiste principale  
418-835-8444, poste 3764  
[joelle.noreau@desjardins.com](mailto:joelle.noreau@desjardins.com)



**Benoit P. Durocher**  
Économiste principal  
514-281-2307  
[benoit.durocher@desjardins.com](mailto:benoit.durocher@desjardins.com)



**Hendrix Vachon**  
Économiste senior  
514-281-7192  
[hendrix.vachon@desjardins.com](mailto:hendrix.vachon@desjardins.com)

### AUTRES COLLABORATEURS

**Geneviève Denault**  
Technicienne spécialisée à l'édition

**Michelle Pelletier Gagnon**  
Relecture

**MISE EN GARDE :** Ce document s'appuie sur des informations publiques, obtenues de sources jugées fiables. Le Mouvement des caisses Desjardins ne garantit d'aucune manière que ces informations sont exactes ou complètes. Ce document est communiqué à titre informatif uniquement et ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente. En aucun cas, il ne peut être considéré comme un engagement du Mouvement des caisses Desjardins et celui-ci n'est pas responsable des conséquences d'une quelconque décision prise à partir des renseignements contenus dans le présent document. Les prix et les taux présentés sont indicatifs seulement parce qu'ils peuvent varier en tout temps, en fonction des conditions de marchés. Les rendements passés ne garantissent pas les performances futures, et les Études économiques du Mouvement des caisses Desjardins n'assument aucune prestation de conseil en matière d'investissement. Les opinions et prévisions figurant dans le document sont, sauf indication contraire, celles des auteurs et ne représentent pas la position officielle du Mouvement des caisses Desjardins. Cette publication est basée sur l'information disponible en date du **14 décembre 2011**.

**NOTE AUX LECTEURS :** Pour respecter l'usage recommandé par l'Office de la langue française, nous employons dans les textes et les tableaux les symboles **k**, **M** et **G** pour désigner respectivement milliers, millions et milliards.



Ce document est imprimé sur du papier Cascades Rolland Enviro 100.  
Copyright © 2011, Mouvement des caisses Desjardins. Tous droits réservés.

ISSN 1917-389X  
Dépôt légal : Bibliothèque nationale du Québec  
Bibliothèque nationale du Canada  
2008



# TABLE DES MATIÈRES

<b>SOMMAIRE</b>	<b>5</b>
La zone euro pèse sur la croissance économique mondiale Les marchés financiers demandent à être rassurés	
<hr/>	
<b>RISQUES INHÉRENTS AUX SCÉNARIOS</b>	<b>8</b>
2012 : l'année de tous les dangers	
<hr/>	
<b>PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES</b>	<b>10</b>
Outre-mer	11
<i>Récession en zone euro</i>	
États-Unis	13
<i>La confiance se rétablit, mais elle reste fragile</i>	
Canada	15
<i>Un ralentissement est attendu</i>	
Provinces	17
<i>Une expansion parsemée d'embûches</i>	
<hr/>	
<b>PRÉVISIONS FINANCIÈRES</b>	<b>24</b>
Politiques monétaires	25
<i>La Banque centrale européenne à la rescousse?</i>	
Marché des titres à revenu fixe	29
<i>Le marché obligataire règne en roi et maître</i>	
Marchés boursiers	33
<i>Les Bourses devraient reprendre une tendance haussière en 2012</i>	
Marchés des devises	35
<i>L'euro sur une pente glissante</i>	
Matières premières	38
<i>L'année 2012 s'annonce difficile</i>	
<hr/>	
<b>2012-2016 : PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES À MOYEN TERME</b>	<b>41</b>
De la lumière au bout du tunnel	
<hr/>	

# PRINCIPAUX TABLEAUX

## SOMMAIRE

<i>Tableau 1</i>	- Croissance du PIB mondial et taux d'inflation	7
<i>Tableau 2</i>	- Prévisions financières	7

---

## PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES

Outre-mer		
<i>Tableau 3</i>	- Croissance du PIB réel et taux d'inflation	12
États-Unis		
<i>Tableau 4</i>	- Principaux indicateurs économiques	14
Canada		
<i>Tableau 5</i>	- Principaux indicateurs économiques	16
Provinces		
<i>Tableau 6</i>	- Québec : principaux indicateurs économiques	18
<i>Tableau 7</i>	- Ontario : principaux indicateurs économiques	20
<i>Tableau 8</i>	- Principaux indicateurs économiques par province	23

---

## PRÉVISIONS FINANCIÈRES

Politiques monétaires		
<i>Tableau 9</i>	- Taux d'intérêt directeurs	28
Marché des titres à revenu fixe		
<i>Tableau 10</i>	- États-Unis : marché des titres à revenu fixe	29
<i>Tableau 11</i>	- Canada : marché des titres à revenu fixe	30
<i>Tableau 12</i>	- G7 : finances publiques	31
<i>Tableau 13</i>	- Canada : finances publiques	32
Marchés boursiers		
<i>Tableau 14</i>	- Historique et prévisions	34
Marchés des devises		
<i>Tableau 15</i>	- Historique et prévisions	37
Matières premières		
<i>Tableau 16</i>	- Historique et prévisions	40

---

## 2012-2016 : PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES À MOYEN TERME

<i>Tableau 17</i>	- États-Unis	42
<i>Tableau 18</i>	- Canada	43
<i>Tableau 19</i>	- Québec et Ontario	43

---

## SOMMAIRE

### La zone euro pèse sur la croissance économique mondiale Les marchés financiers demandent à être rassurés

*Depuis un certain temps, l'attention du monde financier international est tournée vers les dirigeants de l'Union européenne et de la zone euro. La crise des dettes souveraines en zone euro s'est tellement aggravée qu'elle a éclipsé les autres grands problèmes financiers, économiques et politiques ailleurs dans le monde. Après avoir frôlé la catastrophe, les parties en cause semblent avoir décidé de construire les bases d'une entente plus solide afin d'assurer la pérennité de la zone euro. L'année 2012 sera encore difficile sur les plans économiques et financiers à l'échelle planétaire, mais une lueur d'espoir apparaît pour 2013.*

#### ENCORE DES QUESTIONS SANS RÉPONSE

Trouver rapidement des solutions à la crise actuelle qui feront l'unanimité entre les 27 pays de l'Union européenne ou les 17 pays membres de la zone euro est un tour de force. Pourtant, l'ampleur de cette crise l'impose, sans quoi le démantèlement, voire l'éclatement, de la zone monétaire serait presque inévitable, avec des conséquences douloureuses pour l'ensemble de la planète. Tous les pays auraient alors le réflexe normal de sauver leur propre peau, sans trop d'égard à ce qui se passerait ailleurs. Le résultat pourrait être complètement chaotique. Le pacte fiscal conclu en décembre est un pas dans la bonne direction, mais plusieurs questions restent encore sans réponse, surtout sur l'aspect du financement des mécanismes de sauvetage et de stabilisation proposés. Dans une telle situation, il est difficile de prévoir la suite des choses, notamment la réaction des marchés financiers et des agences de notation.

La récession qui s'amorce dans la zone euro est plus certaine que l'issue de la crise financière. Plusieurs indicateurs montrent que la production commence à retraiter. Le PIB réel de la zone euro se dirige vers une diminution de 0,5 % en 2012. En 2013, la croissance de l'économie eurolandaise se relèvera lentement pour atteindre 1,2 %. L'impact se fera sentir jusqu'au Royaume-Uni, qui affichera une croissance économique de 0,2 % en 2012 et de 1,4 % en 2013. Mais tout cela suppose que la crise actuelle s'atténuera graduellement tout au cours de 2012, sans quoi le recul pourrait être plus important.

La crise des finances publiques, qui a pris une tournure mondiale, aura eu des répercussions partout sur la planète. À part quelques très rares exceptions, tous les grands pays verront leur croissance ralentir en 2012. À 3,1 %, la croissance économique mondiale sera au seuil de ce que le Fonds monétaire international qualifie de récession mondiale. Pour l'année 2013, cela s'annonce toutefois un peu mieux avec une croissance prévue de 4,0 %.

Encore une fois, ce sont les pays émergents et en développement qui sauveront la mise, même si la croissance y sera plus faible en 2012 qu'en 2011, soit 5,0 % comparativement à 5,5 %. Des pays comme la Chine ou l'Inde atteindront respectivement des croissances de 8,4 % et de 7,3 % pour 2012. Du côté des pays industrialisés, l'augmentation prévue du PIB réel ne sera que de 1,0 %. Elle remontera lentement à 1,8 % en 2013. Le commerce mondial sera l'une des grandes victimes de ce ralentissement généralisé.

#### ÉTATS-UNIS : POLITIQUE ET ÉCONOMIE NE FONT PAS BON MÉNAGE

Depuis un certain temps, la politique intérieure américaine est plutôt conflictuelle et peu propice à créer un environnement favorable à l'amélioration des conditions économiques. Cette situation risque de perdurer jusqu'à la tenue des prochaines élections en novembre 2012, affectant la confiance des consommateurs et des entrepreneurs. Après la saga du relèvement du plafond de la dette, le plan d'aide à l'emploi a été tué dans l'œuf et l'on se pose maintenant des questions sur la reconduction des baisses d'impôts autrefois accordées par l'administration Bush.

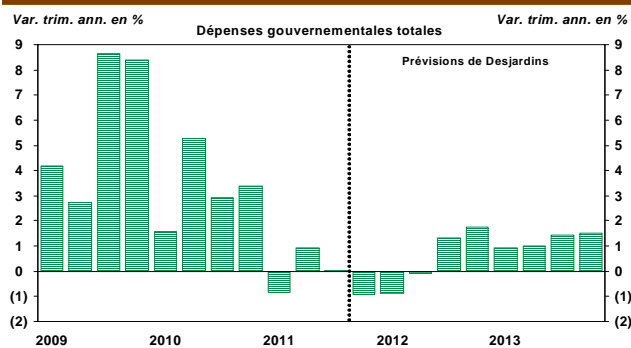
Pourtant, les Américains auraient bien besoin d'un leadership économique fort. Même si les indicateurs économiques se sont améliorés depuis l'été, aucun ne montre le retour à une croissance soutenue. Les prix des maisons existantes ont atteint un nouveau creux en septembre, signe que le déséquilibre reste profond au sein du secteur immobilier résidentiel. Le marché du travail s'améliore, mais le rythme de création d'emplois est encore trop lent pour fouetter les dépenses de consommation. Les entreprises ont fortement augmenté leurs investissements dernièrement, mais elles ne pourront maintenir ce rythme dans le contexte d'incertitude actuel. Par conséquent, la croissance économique devrait atteindre 1,8 % en 2012 et 2,1 % en 2013, comparativement à 1,7 % en 2011.

## LE CANADA PEUT-IL FAIRE FI DE LA CRISE EUROPÉENNE?

Alors que la situation économique se détériore rapidement de l'autre côté de l'Atlantique, le Canada avancera à pas lents mais réguliers en 2012 et en 2013. La faiblesse de l'économie américaine donnera du fil à retordre à nos exportations de biens et services. Les prix des ressources devraient aussi s'affaiblir en 2012, conséquence du ralentissement mondial.

On sent que la demande intérieure perd de la force au Canada, reflet d'une confiance des consommateurs et des entrepreneurs malmenée par les inquiétudes découlant de la crise financière en Europe. Les gouvernements restent aussi fortement engagés à combattre les déficits publics en réduisant leurs dépenses (graphique 1). Dans ce contexte, le marché du travail sera plutôt calme en 2012, refroidissant les dépenses de consommation et la construction résidentielle. La croissance du PIB réel canadien devrait atteindre 2,1 % en 2012 et 2,5 % en 2013.

**Graphique 1 – Les dépenses gouvernementales devraient diminuer dans les trimestres à venir au Canada**



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

## PLUS GRANDE HOMOGENÉITÉ DANS LA PERFORMANCE DES PROVINCES

Les circonstances font que la croissance de la plupart des provinces canadiennes s'approchera de la moyenne nationale en 2012. Par exemple, la Colombie-Britannique devrait souffrir davantage d'un ralentissement du secteur immobilier. La région des Prairies ainsi que Terre-Neuve-et-Labrador seront plutôt affectées par la faiblesse des prix des matières premières par rapport à 2011, tout particulièrement du pétrole.

Les exportations internationales de biens et services seront le talon d'Achille de l'Ontario et du Québec compte tenu de la faiblesse de l'économie américaine et de la récession en zone euro. Le huard restera légèrement en dessous de la parité tout au long de 2012; il ne sera pas assez faible pour donner une impulsion à la fabrication. Le secteur immobi-

lier résidentiel ne brillera pas non plus dans ces deux provinces. L'Ontario devrait subir une contraction des dépenses publiques, alors qu'au Québec c'est l'augmentation du fardeau fiscal, dont l'augmentation de la taxe de vente du Québec (TVQ), qui risque de nuire à la croissance de la consommation des ménages. En revanche, l'investissement des entreprises devrait continuer à stimuler l'économie et à encourager la productivité. Le PIB réel de l'Ontario devrait progresser de 1,9 % en 2012 et de 2,4 % en 2013, alors qu'au Québec la croissance sera de 1,7 % et de 2,3 % pour ces mêmes années.

## EFFORTS CONCERTÉS DES BANQUES CENTRALES POUR DE FAIBLES TAUX D'INTÉRÊT

La nervosité est bien palpable sur les marchés financiers. Les taux obligataires en zone euro subissent des pressions à la hausse compte tenu de l'incertitude quant au dénouement de la crise. À l'inverse, les obligations américaines et canadiennes sont très prisées, faisant diminuer les taux à des creux rarement atteints pour certaines échéances. Les marchés boursiers ont aussi vécu des moments tumultueux depuis l'été.

La situation pourrait se renverser graduellement au cours des deux prochaines années. La bonne rentabilité des entreprises, jumelée à la faiblesse des cours, tend à montrer une sous-évaluation des marchés boursiers nord-américains, surtout par rapport aux marchés obligataires. Par conséquent, si les inquiétudes quant à la zone euro réussissent à s'apaiser, il y a fort à parier que les investisseurs délaisseront graduellement le marché obligataire pour regarder du côté des produits plus risqués, comme les actions. Les principaux indices boursiers américains et canadiens pourraient donc gagner environ 8 % pour chacune des années 2012 et 2013. La performance des obligations nord-américaines pourrait par contre en souffrir.

Les principales banques centrales éviteront d'augmenter leurs taux directeurs en 2012. C'est vrai pour la Réserve fédérale (Fed), la Banque du Canada (BdC), la Banque du Japon et la Banque d'Angleterre (BoE). La situation de crise persistante en zone euro incitera la Banque centrale européenne (BCE) à abaisser son taux directeur à 0,50 % d'ici la fin du premier trimestre de 2012. En 2013, la BdC pourrait être la première à amorcer le retour graduel des hausses de taux directeurs vers la mi-année, suivie de la BoE et de la BCE. La Fed devrait plutôt attendre au début de 2014.

### Tableau 1 Croissance du PIB mondial (ajusté selon la PPA\*) et taux d'inflation

Pays ou zone	Poids** (%)	Croissance du PIB réel (%)			Taux d'inflation (%)		
		2011p	2012p	2013p	2011p	2012p	2013p
<b>Économies industrialisées</b>	<b>47,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,0</b>	<b>1,8</b>	<b>2,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>
États-Unis	19,1	1,7	1,8	2,1	3,2	1,7	2,4
Canada	1,7	2,3	2,1	2,5	2,9	2,0	1,9
Québec	0,4	1,7	1,7	2,3	3,0	2,2	2,1
Ontario	0,7	2,0	1,9	2,4	3,1	1,9	1,9
Japon	5,7	(0,2)	2,2	1,4	(0,2)	(0,4)	0,1
Royaume-Uni	2,9	0,9	0,2	1,4	4,4	2,5	2,5
Zone euro	14,9	1,6	(0,5)	1,2	2,6	1,6	1,8
Allemagne	4,0	3,0	(0,2)	1,4	2,3	1,7	1,8
France	2,9	1,6	(0,3)	1,3	2,1	1,5	1,9
Italie	2,5	0,6	(1,2)	0,2	2,7	1,8	2,0
Autres pays	2,9	2,2	1,6	2,7	2,5	1,8	2,2
<b>Économies en développement</b>	<b>53,0</b>	<b>5,5</b>	<b>5,0</b>	<b>5,8</b>	<b>6,0</b>	<b>5,3</b>	<b>5,5</b>
Asie du Nord (Chine, Hong Kong, Inde et Corée du Sud)	21,6	8,0	7,5	7,8	6,0	4,4	4,5
Chine	13,2	9,1	8,4	8,4	5,4	3,8	4,0
Inde	5,5	7,3	7,3	8,2	8,1	6,9	6,7
Asie du Sud (Indonésie, Malaisie, Thaïlande et Philippines)	3,5	4,6	4,4	5,6	4,7	4,1	4,2
Amérique latine	7,9	4,1	3,4	4,0	7,5	6,9	8,1
Europe de l'Est	8,2	4,2	2,6	4,2	6,0	5,6	5,3
Autres pays	11,8	3,0	3,1	4,0	5,0	5,6	5,4
<b>Monde</b>	<b>100,0</b>	<b>3,6</b>	<b>3,1</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>	<b>3,0</b>	<b>3,4</b>

p : prévisions; \* Parité des pouvoirs d'achat : taux de change d'équilibre entre les monnaies qui assure l'égalité des pouvoirs d'achat entre les pays; \*\* 2010.  
Sources : Banque mondiale, Consensus Forecasts et Desjardins, Études économiques

### Tableau 2 Sommaire des prévisions financières

Fin de période en % (sauf si indiqué)	2011		2012				2013			
	T3	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
<b>Taux d'intérêt directeur</b>										
États-Unis	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Canada	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,50	1,50
Zone euro	1,50	1,00	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75
Royaume-Uni	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75
Japon	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
<b>Obligations fédérales dix ans</b>										
États-Unis	1,93	2,05	2,15	2,25	2,40	2,50	2,75	3,10	3,30	3,50
Canada	2,15	2,10	2,30	2,45	2,60	2,70	2,90	3,20	3,40	3,60
<b>Marché des devises</b>										
Dollar canadien (USD/CAD)	1,05	1,03	1,06	1,05	1,02	1,00	0,99	0,98	0,97	0,96
Euro (EUR/USD)	1,34	1,30	1,18	1,20	1,22	1,25	1,27	1,30	1,32	1,34
Euro (EUR/CAD)	1,41	1,34	1,26	1,26	1,24	1,25	1,26	1,27	1,28	1,29
<b>Matières premières (moyenne annuelle)</b>										
Pétrole <i>WTI</i> * (\$ US/baril)	95 (95**)		87 (90**)				100 (105**)			
Or (\$ US/once)	1 570 (1 600**)		1 600 (1 550**)				1 450 (1 350**)			
<b>Marchés boursiers** (niveau et croissance)</b>										
États-Unis (S&P 500)	1 240		Cible : 1 325 (+6,9 %)				Cible : 1 440 (+8,7 %)			
Canada (S&P/TSX)	12 100		Cible : 13 100 (+8,3 %)				Cible : 14 200 (+8,4 %)			

p : prévisions; \* *West Texas Intermediate*; \*\* Fin d'année.  
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

# RISQUES INHÉRENTS AUX SCÉNARIOS

## 2012 : l'année de tous les dangers

*Si la propagation de la crise aux grands pays européens constituait un fort risque il y a quelques mois, on peut maintenant dire qu'il s'est concrétisé lorsque les marchés obligataires de pays comme l'Italie, la France et même l'Allemagne ont été pris à partie. Malgré la mise en place de nouveaux gouvernements de coalition avec de bonnes intentions en Grèce et en Italie, l'Europe a déjà un pied dans le précipice, les statistiques économiques indiquant fermement une récession. Il ne suffit plus qu'un nouveau choc financier s'y jumelle pour causer la catastrophe. Cela représente toujours le principal risque à la baisse pour l'ensemble des scénarios. Malheureusement, les probabilités de concrétisation sont élevées et les implications négatives pour l'économie et les marchés financiers mondiaux sont nombreuses.*

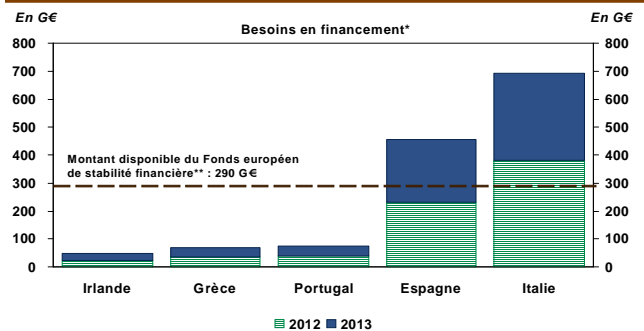
### MISSION PRESQUE IMPOSSIBLE EN EUROPE

Un scénario d'effondrement de la zone euro serait presque assurément provoqué par l'un ou l'autre de deux événements majeurs : des faillites bancaires ou un défaut de paiement d'un gouvernement. Une faillite bancaire pourrait être causée par la combinaison d'un manque d'accès à des liquidités et la réalisation de pertes importantes sur des avoirs constitués de titres souverains. S'il est vrai que l'accès aux marchés de financement de gros est devenu difficile pour les banques européennes, les mesures illimitées d'octroi de liquidités mises en place par la Banque centrale européenne (BCE) ont néanmoins mitigé la gravité du risque de pénurie jusqu'à présent. La BCE a d'ailleurs récemment assoupli ses règles d'éligibilité de contreparties afin de libérer davantage l'accès à la liquidité. Pour l'instant, l'approche proactive de la banque centrale laisse croire qu'un choc de liquidité peut être évité à court terme.

La possibilité d'un défaut de paiement d'un gouvernement représente toutefois une menace significative. L'effacement d'une partie de la dette a quelque peu amoindri les chances d'un défaut de paiement en Grèce dans l'immédiat. L'Italie et l'Espagne sont désormais les pays les plus craints par les investisseurs, surtout en raison de la taille imposante de leurs besoins de financement et de l'absence de mesures aux ressources suffisantes pour les satisfaire (graphique 2). Ces craintes se traduisent par des hausses des coûts d'emprunt et une dévaluation des titres de dettes souveraines détenus par les banques. Il y a un risque élevé d'atteindre un point de non-retour pour les banques si les pertes s'exacerbent. Les banques nécessiteraient alors une injection de fonds propres de la part des gouvernements, ce qui augmenterait l'endettement public de manière coûteuse, accroissant d'autant plus le risque de défaut de paiement des gouvernements et semant la panique sur les marchés obligataires souverains. L'Italie, l'Espagne et la France pourraient goûter à cette médecine amère. Il s'ensuivrait assurément une décote de la

France, le Fonds européen de stabilité financière perdrait complètement sa capacité à se financer et l'instabilité atteindrait un paroxysme menant à un inévitable effondrement du système financier européen dans son état actuel.

**Graphique 2 – Les ressources actuelles sont insuffisantes pour secourir l'Espagne et l'Italie**



\* Dette venant à échéance plus nouveaux emprunts.  
\*\* Capacité de prêt, nette des fonds alloués à la Grèce, à l'Irlande et au Portugal.  
Sources : Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

Pour éviter un tel scénario de contagion accélérée, des mesures urgentes doivent être mises en place pour, dans un premier temps, donner la garantie que l'Italie et l'Espagne seraient soutenues financièrement si elles perdaient leur accès au financement sur les marchés et, dans un deuxième temps, assurer que les gouvernements adoptent les comportements nécessaires (austérité et stimulation de la compétitivité) pour remettre leurs finances publiques sur un sentier durable à long terme. Or, le premier élément de la solution se bute à la difficulté d'obtenir suffisamment de fonds afin de pourvoir aux besoins de l'Italie et de l'Espagne pour une période raisonnable. En outre, plusieurs des solutions avancées jusqu'à présent nécessitent des modifications aux traités de l'Union européenne, procédures qui s'échelonnent habituellement sur plusieurs mois, voire plusieurs années.



Le deuxième élément de solution voit son niveau de difficulté hautement amplifié par la récession prenant naissance. L'atteinte des cibles de réduction du déficit sera d'autant plus ardue que la récession aura un effet de vent contraire et que les mesures d'austérité contribueront à aggraver la contraction. Il s'agit encore là d'un cercle vicieux malsain qui pourrait pousser l'euro à sa perte, provoquant potentiellement une récession mondiale.

### **POSSIBILITÉ D'UN AUTRE FAUX DÉPART AUX ÉTATS-UNIS**

Même si le problème criant de l'Europe a retenu presque toute l'attention, cela n'implique pas que les ennuis des États-Unis sont réglés, ces derniers faisant face à des risques baissiers à la fois sur le plan économique et sur le plan politique. D'un angle économique, la performance américaine depuis l'automne a été impressionnante compte tenu de la panoplie d'indicateurs qui pointaient vers une récession durant l'été. Par contre, la réalité d'une confiance toujours très faible, d'un rythme lent de création d'emplois et de gains anémiques du revenu risque de rattraper les dépenses de consommation. Les sources de croissance sont limitées aux États-Unis, d'autant plus que d'un point de vue politique l'heure en est au retrait des mesures de stimulation de croissance.

Il s'agit d'ailleurs d'un des principaux risques à la baisse. L'échec du comité bipartite chargé d'en arriver à une entente sur les mesures de réduction du déficit a mis une fois de plus en relief les profondes discordances qui existent entre démocrates et républicains. Or, les politiciens doivent encore s'entendre d'ici la fin de l'année sur le prolongement de la baisse temporaire d'impôt sur les salaires décrétée il y a un an et l'extension de la durée maximale de prestations d'assurance-chômage. Si ces mesures ne sont pas prolongées, on estime que l'effet immédiat sur le revenu personnel disponible et la consommation sera somme toute assez modeste. Toutefois, c'est l'impact sur la confiance et sur la volatilité des marchés financiers qui pourrait s'avérer plus dommageable. Par ailleurs, les marchés pourraient connaître un autre épisode de panique si des signes montraient que les politiciens cherchent à éliminer les dispositions de coupes automatiques de l'entente d'août dernier. Une nouvelle décote serait alors probable. Toutefois, ce risque est relativement contenu étant donné la détermination du président Obama à exercer son droit de *veto* devant toute tentative en ce sens.

### **LA DEMANDE INTÉRIEURE CANADIENNE SERA-T-ELLE AU RENDEZ-VOUS?**

La part relativement faible des exportations vers l'Europe limitera quelque peu l'impact de la récession européenne

sur l'économie canadienne. Ce sont surtout les risques d'un nouveau ralentissement aux États-Unis et dans les pays émergents qui pourraient toucher les exportations canadiennes plus lourdement que prévu, particulièrement au chapitre des matières premières. En outre, un ralentissement en Chine provoquant une forte chute des cours des matières premières mettrait sans doute un frein aux investissements dans les provinces ressources, en plus de peser sur la croissance du revenu intérieur brut. De leur côté, les secteurs manufacturiers du Québec et de l'Ontario demeurent vulnérables à une baisse de la demande américaine.

Par ailleurs, si, dans les dernières années, la demande intérieure a su compenser la morosité du secteur extérieur, il y a un risque qu'elle ne puisse être au rendez-vous cette fois-ci. L'endettement des ménages et la faiblesse de la croissance du revenu pourraient constituer des freins plus importants que prévu à la croissance des dépenses de consommation. La période d'effervescence de l'immobilier pourrait également se terminer dans la douleur, particulièrement en Colombie-Britannique et en Ontario où l'abordabilité s'est dégradée. À travers cela, les gouvernements fédéral et provinciaux sont, comme dans la plupart des pays développés, en mode d'austérité et il n'est pas exclu que les compressions budgétaires heurtent la croissance économique et l'emploi plus qu'anticipé.

### **LES PAYS ÉMERGENTS POURRAIENT ÊTRE FRAPPÉS DE PLEIN FOUET**

Habituellement très vigoureuses, les économies du Brésil, de la Chine, de l'Inde et de la Russie ont commencé à montrer des signes d'essoufflement, et il existe une possibilité que la demande en provenance de ces pays ralentisse beaucoup plus que ce qui est escompté dans le scénario de base. Les risques sont étroitement liés à ceux concernant l'Europe étant donné l'importance de sa demande pour les produits manufacturés en provenance de Chine, notamment. Les tensions qui sévissent sur les marchés financiers en Europe ont d'ailleurs des conséquences majeures sur le financement des entreprises exportatrices à l'échelle mondiale : certaines enquêtes indiquent même que les difficultés de financement seraient plus importantes à l'heure actuelle qu'à tout moment durant la crise financière de 2008-2009. Si l'on garde à l'esprit l'impact important qu'a eu ce phénomène sur les échanges internationaux lors de cet épisode, le retour en force des tensions ne peut qu'être hautement inquiétant. D'autres risques méritent également d'être soulignés, par exemple l'escalade des tensions en Iran pouvant mener à une autre flambée des prix de l'énergie, qui heurterait davantage les consommateurs dans les pays développés.

# PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES

## PRÉVISIONS

Outre-mer	11
<i>Récession en zone euro</i>	
États-Unis	13
<i>La confiance se rétablit, mais elle reste fragile</i>	
Canada	15
<i>Un ralentissement est attendu</i>	
Provinces	17
<i>Un expansion parsemée d'embûches</i>	

---

## PRINCIPAUX TABLEAUX

Outre-mer		
<i>Tableau 3</i>	- <i>Croissance du PIB réel et taux d'inflation</i>	<i>12</i>
États-Unis		
<i>Tableau 4</i>	- <i>Principaux indicateurs économiques</i>	<i>14</i>
Canada		
<i>Tableau 5</i>	- <i>Principaux indicateurs économiques</i>	<i>16</i>
Provinces		
<i>Tableau 6</i>	- <i>Québec : principaux indicateurs économiques</i>	<i>18</i>
<i>Tableau 7</i>	- <i>Ontario : principaux indicateurs économiques</i>	<i>20</i>
<i>Tableau 8</i>	- <i>Principaux indicateurs économiques par province</i>	<i>23</i>

---

# OUTRE-MER

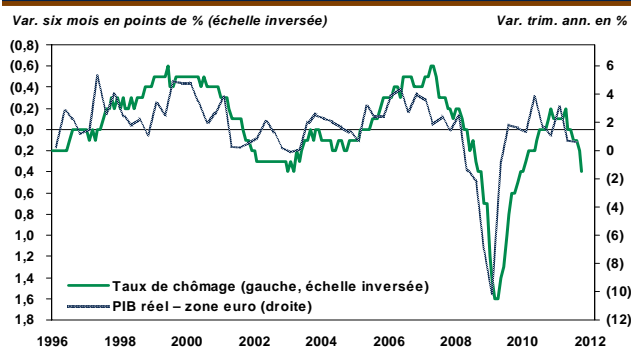
## Récession en zone euro

*La zone euro est probablement déjà en récession et plusieurs trimestres de décroissance devraient maintenant se succéder. Notre scénario de base repose sur la mise en place par les autorités politiques eurolandaises, avec l'aide du Fonds monétaire international (FMI) et de la Banque centrale européenne (BCE), d'un mécanisme qui empêchera d'aggraver la crise. L'économie du Royaume-Uni, déjà fragile, sera évidemment affectée par la dégradation de la conjoncture sur le Vieux Continent. En Asie, la reconstruction au Japon est maintenant amorcée, mais le rebond sera éphémère. En Chine, la croissance demeure robuste tout en étant compatible avec un atterrissage en douceur.*

### CONTRACTION IMMINENTE

Après une reprise déficiente, incluant les croissances annualisées sous 1 % obtenues au printemps et à l'été de 2011, il est clair que l'économie eurolandaise est en train de retomber en récession. De plus en plus d'indicateurs économiques sont pleinement compatibles avec des baisses de la production de biens et services. Les indices de confiance le suggèrent depuis déjà quelques mois, les indices PMI en tête. Maintenant, c'est au tour d'indicateurs plus basés sur l'économie réelle de signaler la rechute, dont la construction et la production industrielle eurolandaise ou les commandes manufacturières allemandes. Un autre signe, qui généralement ne trompe pas, est la hausse du taux de chômage pour l'ensemble de la zone, qui est passé de 9,9 % en avril à 10,3 % en octobre, le plus haut niveau depuis 1998. Une si forte augmentation ne survient généralement que lors d'une récession (graphique 3).

**Graphique 3 – La hausse du taux de chômage est un signe supplémentaire que l'économie eurolandaise est en récession**



Sources : Eurostat et Desjardins, Études économiques

### SOLUTIONS EN VUE?

Plusieurs facteurs, tous très liés, ont conduit à la transmission de la crise des dettes publiques à l'économie réelle. L'élément le plus important est la baisse de la confiance des investisseurs, des entreprises et des ménages. Aucune solution amenée par les dirigeants européens pour régler la crise

ne sera efficace si elle ne renverse pas l'érosion de la confiance. Il est toutefois trop tard pour éviter complètement une récession, d'autant plus qu'une des conditions nécessaires, mais non suffisantes, à une éventuelle solution demeure l'imposition de plans d'austérité dans les pays les plus touchés par la crise. Cette austérité aura inévitablement des effets sur l'activité économique et le chômage. Toutefois, sans elle, la confiance des investisseurs resterait trop faible, ce qui aggraverait la situation, notamment par le biais d'une crise de liquidité et du crédit. Une contraction de ce dernier est probablement déjà en branle, mais c'est maintenant aux dirigeants européens et internationaux d'éviter qu'elle prenne une ampleur trop grande.

En ce sens, les solutions impliquant le FMI et la BCE semblent les plus envisageables. Un financement supplémentaire du FMI par la BCE (ou ses composantes nationales), qui stériliserait probablement ces avances de fonds, permettrait de soutenir les pays les plus à risque. Une contribution provenant d'autres pays que ceux de la zone euro serait aussi bienvenue. En soutenant les gouvernements en difficulté, le FMI imposerait les contraintes budgétaires et les réformes économiques nécessaires au rétablissement de la confiance à court terme et d'une croissance saine à moyen terme. Finalement, les gouvernements nationaux, possiblement à l'aide du Fonds européen de stabilité financière ou du futur mécanisme européen de stabilité, pourraient appuyer les efforts de recapitalisation de leurs banques. Notre scénario repose sur un tel dénouement, mais il n'écarter pas la récession. Ainsi, le PIB réel eurolandais devrait se contracter de 0,5 % l'an prochain. La croissance sera de retour en 2013 avec un gain de 1,2 %.

### EFFETS INTERNATIONAUX

Le reste du monde ne pourra être tout à fait immunisé contre les problèmes économiques de la zone euro. L'ensemble du commerce mondial devrait être touché puisque la zone représente environ 20 % des importations mondiales et que celles-ci sont en décélération. De plus, quelques signes com-

mencent à montrer un resserrement des conditions de crédit des échanges commerciaux. En 2012, la croissance du PIB mondial devrait être de seulement 3,1 %, ce qui s'approche de ce que le FMI considère comme une récession.

Les économies les plus touchées devraient évidemment être les proches voisins de la zone euro. Le Royaume-Uni, membre de l'Union européenne mais pas de la zone euro, subira évidemment plusieurs contrecoups. Le problème est que l'économie britannique est déjà passablement malmenée. La consommation réelle est en baisse depuis cinq trimestres, le crédit est encore en contraction, le marché de l'habitation ne se relève pas et la production manufacturière est anémique. Là aussi, on voit une hausse du nombre de chômeurs. Le gouvernement a récemment décidé de ralentir le rythme des mesures d'austérité, mais certaines d'entre elles sont toujours en place. On peut s'attendre à une stagnation prochaine du PIB réel trimestriel du Royaume-Uni. Sur l'ensemble de 2012, le PIB réel ne devrait augmenter que de 0,2 % pour ensuite croître un peu plus fortement en 2013, soit de 1,4 %.

La crise européenne a également des effets sur la Chine. La variation annuelle des exportations chinoises vers l'Europe est passée de près de 25 % à l'été 2011 à seulement 9,2 % en octobre. En fait, il n'y a pas que le secteur extérieur qui ralentit en Chine, on observe aussi une progression annuelle légèrement moins vive du PIB réel qui a atteint « seulement » 9,1 % cet été. De plus, des indicateurs comme les indices

PMI et ceux liés au crédit et à la masse monétaire suggèrent un atterrissage en douceur de l'économie chinoise alors que l'inflation redescend de ses récents sommets. Les autorités politiques et monétaires semblent même s'inquiéter d'un ralentissement trop marqué. Le scénario comporte cependant peu de changements pour la Chine où le PIB réel devrait croître de 8,4 % en 2012 et en 2013, ce qui est moins vif que la hausse de 9,1 % estimée pour 2011. D'autres pays en émergence, notamment l'Inde et le Brésil, montrent aussi des signes de ralentissement.

Au Japon, la reconstruction a enfin commencé. Après trois trimestres consécutifs de baisse qui ont ramené l'économie nipponne en récession, le PIB réel a augmenté de 5,6 % au troisième trimestre. Sans surprise, l'investissement résidentiel a fortement contribué à ce regain. Toutefois, la faible confiance des consommateurs, les contraintes liées à l'endettement élevé du gouvernement japonais ainsi que la force du yen, qui limite la progression des exportations, empêcheront l'économie nipponne d'aligner plusieurs trimestres de très fortes croissances. Après une baisse de 0,2 % en 2011, le PIB réel devrait croître de 2,2 % en 2012 pour ralentir à 1,4 % en 2013.

**Tableau 3**  
**Outre-mer : croissance du PIB réel et taux d'inflation**

Pays ou zone	Croissance du PIB réel (%)				Taux d'inflation (%)			
	2010	2011p	2012p	2013p	2010	2011p	2012p	2013p
<b>Europe</b>								
Royaume-Uni	1,8	0,9	0,2	1,4	3,3	4,4	2,5	2,5
Zone euro	1,7	1,6	(0,5)	1,2	1,6	2,6	1,6	1,8
Allemagne	3,7	3,0	(0,2)	1,4	1,1	2,3	1,7	1,8
France	1,4	1,6	(0,3)	1,3	1,5	2,1	1,5	1,9
Italie	1,2	0,6	(1,2)	0,2	1,5	2,7	1,8	2,0
Espagne	(0,1)	0,7	(1,0)	1,4	1,9	3,1	1,4	1,8
Russie	4,0	4,1	3,3	4,4	6,9	7,1	6,6	6,6
<b>Asie et Pacifique</b>								
Australie	2,7	1,6	2,9	3,3	2,9	3,4	2,7	3,1
Japon	4,1	(0,2)	2,2	1,4	(0,7)	(0,2)	(0,4)	0,1
Chine	10,4	9,1	8,4	8,4	3,3	5,4	3,8	4,0
Inde	10,0	7,3	7,3	8,2	12,0	8,1	6,9	6,7
Corée du Sud	6,2	3,6	3,2	4,1	2,9	4,3	3,0	3,0
<b>Amérique latine</b>								
Argentine	9,2	7,1	3,8	3,5	10,8	10,2	11,1	13,5
Brésil	7,5	3,2	3,4	4,4	5,0	6,5	5,4	5,1
Mexique	5,4	3,6	2,9	3,4	4,2	3,3	3,4	3,5

p : prévisions

Sources : Consensus Forecasts et Desjardins, Études économiques



# ÉTATS-UNIS

## La confiance se rétablit, mais elle reste fragile

Les pires craintes alimentées par des indicateurs décevants à la fin de l'été ne se sont pas réalisées, et les États-Unis sont toujours sur le chemin de la croissance. Si, depuis quelques mois, l'amélioration de plusieurs indicateurs est bienvenue, la progression de l'économie américaine restera tout de même modeste. Cette dernière doit encore affronter de nombreux vents contraires, dont l'incertitude alimentée par la crise en Europe et la situation politique interne.

### DES « POUSSERES VERTES » À L'AUTOMNE ?

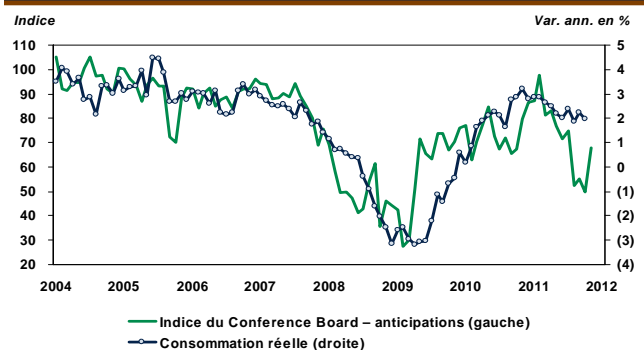
Après un été où les données économiques décevantes ont fait gonfler les craintes d'un retour imminent de la récession aux États-Unis, les derniers mois ont permis d'apaiser les pires appréhensions. À un moment donné, la chute des indices de confiance des consommateurs, les niveaux alarmants des indices manufacturiers régionaux et la baisse des indices ISM pointaient tous vers une possible contraction du PIB réel, d'autant plus que ce dernier s'était montré plutôt fragile au cours du premier semestre de l'année. Tout cela, dans un climat politique tendu où le gouvernement fédéral est passé tout près de manquer à ses engagements financiers.

La situation est maintenant tout autre, et les indicateurs ont tendance à surprendre vers le haut plutôt que vers le bas. La confiance se rétablit, les indices ISM ne sont jamais passés en mode de contraction et le chômage est en baisse. Est-ce que ces signes encourageants, à l'image des *green shoots* selon l'expression utilisée par le président de la Réserve fédérale au printemps de 2009, montrent vraiment que les États-Unis ont, pour de bon, chassé leurs démons ?

Il faut voir l'amélioration des indicateurs économiques comme un facteur permettant de repousser les scénarios de récession plutôt que comme un élément suggérant une véritable accélération de la croissance. Le retour de la confiance des ménages en est un bon exemple. La chute de l'indice de confiance des consommateurs du Conference Board en août et la poursuite de la baisse jusqu'en octobre signalaient clairement une contraction sévère de la consommation réelle. Notre scénario de base n'avait cependant pas incorporé un recul aussi marqué. La remontée de la confiance en novembre, avec le plus fort gain depuis 2003, est maintenant compatible avec un scénario de croissance modeste des dépenses des ménages. La hausse est cependant insuffisante pour signaler une rapide accélération (graphique 4).

La situation du marché du travail est semblable. En deux mois, le taux de chômage a diminué de 9,1 % à 8,6 %, son plus bas niveau depuis février 2009. Toutefois, les facteurs qui ont permis cette baisse, comme l'étonnante progression

**Graphique 4 – Le rebond de la confiance des ménages américains réduit les risques de voir la consommation réelle diminuer**



Sources : Conference Board, Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

de l'emploi selon la très volatile enquête auprès des ménages et la baisse de la population active, ne sont pas des signes solides d'une accélération de l'économie. Si l'on se fie plutôt à l'enquête auprès des entreprises, la situation récente n'est pas mauvaise, mais elle conseille la prudence devant la multiplication des « pousses vertes ».

### VENTS CONTRAIRES ET DÉSÉQUILIBRES PERSISTANTS

L'amélioration des indicateurs permet de croire que les États-Unis parviendront tôt ou tard à se débarrasser de leurs nombreux problèmes économiques, mais il y a encore loin de la coupe aux lèvres. Le marché de l'habitation reste très déprimé alors qu'un nouveau creux des prix des maisons existantes a été atteint en septembre. Il faudra encore patienter avant de voir une réelle amélioration de ce secteur d'activité puisque le nombre de maisons à vendre demeure imposant, sans considérer les « stocks fantômes » détenus par les banques à la suite des nombreuses saisies. Le crédit bancaire stagne toujours et les inquiétudes provenant de l'Europe semblent pousser les institutions financières à ralentir le rythme d'assouplissement des conditions de crédit. Le taux de chômage de long terme reste près de ses sommets historiques, entraînant une érosion des compétences qui pourrait limiter la croissance potentielle de l'économie. Malgré un certain assainissement, l'endettement des ménages demeure

élevé et leur taux d'épargne faible. Tous ces facteurs font qu'il est difficile de croire à un changement de tendance de la croissance économique américaine; le lent rythme de progression restera la norme. Cette situation touche surtout la consommation réelle qui, après avoir crû de 2,3 % en 2011, devrait progresser d'un peu plus de 1,5 % en 2012 et en 2013.

Il y a quand même des lueurs d'espoir, notamment du côté des entreprises qui, au troisième trimestre, ont ramené leurs investissements en équipements et logiciels au-dessus du sommet qui a précédé la récession. La croissance de l'investissement devrait se poursuivre, mais il faut s'attendre, à court terme, à un ralentissement par rapport aux gains des derniers trimestres, comme la croissance annualisée de 15,6 % atteinte l'été dernier. Les commandes de biens d'investissement, les indices ISM et un affaiblissement de la demande de prêts commerciaux et industriels militent en ce sens. Les indices ISM suggèrent aussi une poursuite de la baisse des stocks entamée au troisième trimestre. Après une hausse de 8,7 % en 2011, l'investissement des entreprises devrait croître de 7,6 % en 2012 et de 8,1 % en 2013.

#### L'ÉCONOMIE PRISE EN OTAGE PAR LA POLITIQUE

Outre l'Europe, s'il y a un endroit qui pourrait faire dérailler l'amélioration de la conjoncture américaine, c'est Washington. Malgré le mélodrame de cet été, les dirigeants

démocrates et républicains du Congrès n'ont pas su s'entendre sur les mesures à prendre afin de réduire de 1 200 G\$ US les déficits futurs du gouvernement fédéral. La loi sur le plafond de la dette adoptée en août règle cette question avec des coupes automatiques dans les dépenses militaires et civiles. Toutefois, l'impasse politique a tué dans l'œuf le plan d'aide à l'emploi annoncé au début de l'automne par le président Obama. On peut espérer que le Congrès parviendra à reconduire en 2012 les baisses d'impôts et les mesures d'assurance-chômage qui doivent bientôt se terminer. Le cas des réductions d'impôts instaurées par le président Bush en 2001 et en 2003, qui doivent prendre fin dans un an, est plus complexe vu les sommes en jeu, soit environ 4 500 G\$ US sur dix ans! Pour savoir ce qui adviendra d'elles, il faudra attendre le dénouement de l'élection présidentielle de 2012, actuellement incertain étant donné la conjoncture économique qui mine les chances de réélection du président Obama malgré l'absence d'un candidat qui se démarque chez les républicains.

Nos prévisions économiques pour 2011 et 2012 ont peu changé. Le PIB réel devrait croître de 1,7 % en 2011, puis de 1,8 % en 2012. Le gain sera un peu plus solide en 2013, soit 2,1 %, ce qui reste relativement modeste. Le taux de chômage devrait graduellement se rapprocher de 8,0 % d'ici la fin de 2013.

**Tableau 4**  
**États-Unis : principaux indicateurs économiques**

Variation trimestrielle annualisée en % (sauf si indiqué)	2011		2012				Moyennes annuelles			
	T3	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	2010	2011p	2012p	2013p
<b>Produit intérieur brut réel*</b>	2,0	2,6	1,2	1,9	1,6	2,1	3,0	1,7	1,8	2,1
Dépenses personnelles	2,3	2,5	1,3	1,4	1,6	2,0	2,0	2,3	1,7	1,6
Construction résidentielle	1,6	4,0	6,8	7,3	6,0	10,1	(4,3)	(1,7)	5,7	8,1
Investissement des entreprises	14,8	5,1	5,9	6,8	6,9	9,0	4,4	8,7	7,6	8,1
Variation des stocks (G\$)	(8,5)	5,0	0,0	15,0	25,0	35,0	58,8	21,2	18,8	60,0
Dépenses publiques	(0,1)	(1,7)	(1,2)	(0,3)	(0,3)	(1,3)	0,7	(2,0)	(0,9)	(0,7)
Exportations	4,3	5,5	1,5	1,5	2,0	2,5	11,3	6,8	2,8	3,0
Importations	0,5	3,2	1,5	3,0	4,5	4,5	12,5	4,8	2,5	3,6
Demande intérieure finale	3,0	2,0	1,4	1,7	1,8	2,2	1,8	1,9	1,9	2,0
<b>Autres indicateurs</b>										
Revenu personnel disponible réel	(2,1)	1,5	0,5	2,5	2,6	2,5	1,8	0,9	1,1	1,6
Emploi (selon entreprises)	0,9	1,2	1,1	1,3	1,4	1,5	(0,7)	1,0	1,2	1,6
Taux de chômage (%)	9,1	8,8	8,8	8,7	8,7	8,5	9,6	9,0	8,7	8,1
Mises en chantier (1)	610	626	620	645	655	680	585	598	650	716
Profits des entreprises*** (2)	7,9	7,0	6,0	4,0	5,0	5,0	32,2	8,0	5,0	7,0
Taux d'épargne personnelle (%)	3,8	3,1	2,9	3,2	3,5	3,6	5,3	4,2	3,3	3,4
Taux d'inflation global (2)	3,8	3,4	2,5	1,2	1,3	1,7	1,6	3,2	1,7	2,4
Taux d'inflation de base** (2)	1,9	2,1	2,1	1,9	1,8	1,6	1,0	1,6	1,8	1,6
Solde budgétaire fédéral (G\$) (3)	(1 173)	(1 100)	(1 050)	(1 000)	(950)	(875)	(1 274)	(1 187)	(969)	(669)
Solde du compte courant (G\$)	(448,0)	(442,2)	(444,0)	(453,3)	(468,4)	(482,0)	(470,9)	(460,2)	(461,9)	(488,5)

p : prévisions; \* \$ US 2005; \*\* Excluant aliments et énergie; \*\*\* Avant impôts; (1) Milliers d'unités à rythme annualisé; (2) Glissement annuel; (3) Comptes nationaux.  
 Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

# CANADA

## Un ralentissement est attendu

*Malgré un important rebond de la production l'été dernier, les perspectives de croissance pour l'économie canadienne sont relativement modestes pour les trimestres à venir. D'une part, le Canada ne sera pas imperméable aux difficultés rencontrées en Europe, à la détérioration des conditions économiques mondiales et aux incertitudes sur les marchés financiers. D'autre part, plusieurs facteurs sont réunis pour que la progression de la demande intérieure soit moins robuste.*

### LE SECTEUR EXTÉRIEUR PROPULSE LA CROISSANCE

Le PIB réel a augmenté de 3,5 % (à rythme annualisé) au troisième trimestre de 2011, marquant ainsi un net rebond par rapport à la baisse de 0,5 % répertoriée au printemps. Rappelons que la production canadienne avait été entravée par plusieurs facteurs temporaires au deuxième trimestre, comme les problèmes d'approvisionnement survenus à la suite des catastrophes au Japon et les difficultés dans le secteur de l'énergie en raison de l'entretien dans certaines installations pétrolières ainsi que de feux de forêt en Alberta. Le retour à la normale de la plupart des activités a cependant favorisé une accélération de la croissance au troisième trimestre.

Les exportations de biens et de services ont progressé de 14,4 % durant l'été, leur plus forte hausse trimestrielle depuis le printemps 2004. En tenant également compte de la baisse de 3,2 % des importations, le solde du commerce de biens et de services s'est donc nettement amélioré au troisième trimestre. À lui seul, le gain du secteur extérieur a amené une contribution de 5,3 % au PIB réel. Cet apport a toutefois été effacé en partie par un ralentissement de la croissance des stocks des entreprises. Du côté de la demande intérieure, la progression a été plus modeste durant le trimestre. L'investissement résidentiel (+10,9 %) et la consommation (+1,2 %) ont poursuivi leur progression, tandis que l'investissement non résidentiel a subi une réduction surprise (-3,6 %), mettant ainsi fin à six trimestres consécutifs de fortes hausses.

### LE CANADA DEMEURE TRIBUTAIRE DES INCERTITUDES MONDIALES

L'accélération de la croissance économique survenue au troisième trimestre est une bonne nouvelle. Il ne faut toutefois pas se bercer d'illusions : le rattrapage est maintenant chose du passé, si bien que les perspectives pour les trimestres à venir sont nettement plus modestes. C'est que la détérioration des conditions économiques mondiales, avec notamment la problématique des dettes souveraines en Europe, aura inévitablement des répercussions au Canada. Non seulement le secteur extérieur subira les effets néfastes d'une demande

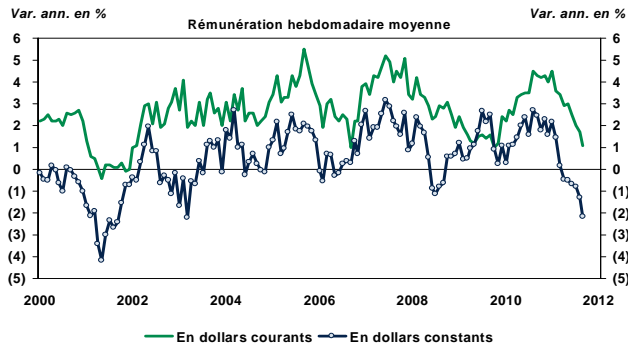
moins élevée, mais la crise en Europe qui alimente les incertitudes sur les marchés financiers affectera la confiance des ménages et des entreprises au pays. D'ailleurs, malgré un léger sursaut en novembre, l'indice de confiance des consommateurs se maintient sous sa valeur historique.

### LA DEMANDE INTÉRIEURE S'ESOUFFLE

Les difficultés ne proviennent toutefois pas que de l'étranger. La demande intérieure canadienne a ralenti de façon considérable au troisième trimestre. Une grande partie de ce ralentissement s'explique cependant par une baisse étonnante des investissements non résidentiels des entreprises. Considérant le niveau élevé des intentions d'investissement, les liquidités abondantes au sein des sociétés et les faibles coûts d'emprunt, la tendance haussière devrait cependant reprendre ses droits dans les trimestres à venir. En fait, les inquiétudes proviennent davantage des autres composantes de la demande intérieure alors que plusieurs facteurs moins favorables ressurgissent.

Du côté de la consommation, la détérioration de la confiance des ménages se conjugue à un net ralentissement des revenus et à un plafonnement de l'emploi. La croissance annuelle de la rémunération hebdomadaire moyenne est descendue à seulement 1,1 % en septembre dernier, comparativement à 4,5 % au début de 2011. En tenant compte de la hausse des prix à la consommation durant la même période, la rémunération hebdomadaire affiche une baisse de 2,2 % exprimée en termes réels (graphique 5 à la page 16). Le pouvoir d'achat des ménages canadiens s'est donc détérioré significativement. La création d'emplois est aussi devenue beaucoup plus modeste récemment. Après plusieurs mois de croissance soutenue, marqués notamment par une pleine récupération des emplois perdus lors de la dernière récession, les gains au chapitre de l'emploi sont pratiquement nuls depuis l'été dernier. Or, considérant la croissance économique plus modérée attendue au cours des prochains trimestres, il faut s'attendre à ce que la progression de l'emploi demeure très limitée d'ici la mi-2012. Dans ces conditions, tout porte à croire que la croissance de la consommation demeurera modérée dans les trimestres à venir.

**Graphique 5 – La progression des revenus est nettement moins favorable au Canada**



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

En ce qui concerne les dépenses gouvernementales, les effets de la lutte aux déficits et du retrait des plans de relance se feront de plus en plus sentir. Ainsi, après une réduction de 4,8 % l'été dernier, le recul des investissements des gouvernements devrait s'accélérer au cours des prochains trimestres et engendrer une contribution négative au PIB réel.

Enfin, l'investissement résidentiel continue de défier les lois de la gravité avec une hausse importante au troisième tri-

mestre. Plusieurs facteurs sont pourtant réunis pour qu'un ralentissement commence à se matérialiser. En plus des conditions moins favorables au chapitre de la confiance, des revenus et de l'emploi, la hausse des prix de l'immobilier répertoriée au cours des dernières années devient de plus en plus un frein à l'évolution du marché. Pour l'instant, le maintien de taux d'intérêt exceptionnellement bas d'un point de vue historique limite l'impact sur l'abordabilité des propriétés. Par contre, les taux augmenteront inévitablement un jour ou l'autre, ce qui devrait inciter de plus en plus de ménages à la prudence dans un contexte où leur niveau d'endettement se situe à un sommet.

### UNE CROISSANCE PLUS MODESTE

La combinaison d'une détérioration du commerce extérieur et d'une demande intérieure moins robuste implique que la croissance économique sera relativement modérée au cours des prochains trimestres. La résolution graduelle des problèmes en Europe devrait toutefois ouvrir la voie à une hausse de la croissance en deuxième moitié de 2012. Au bout du compte, le PIB réel canadien pourrait croître de 2,1 % en 2012, après un gain de 2,3 % en 2011. Une légère accélération est prévue en 2013 avec une augmentation de 2,5 %.

**Tableau 5**  
**Canada : principaux indicateurs économiques**

	2011		2012				Moyennes annuelles			
	T3	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	2010	2011p	2012p	2013p
Variation trimestrielle annualisée en % (sauf si indiqué)										
<b>Produit intérieur brut réel*</b>	3,5	1,7	1,8	2,1	2,5	2,8	3,2	2,3	2,1	2,5
Dépenses personnelles	1,2	1,9	2,2	2,3	2,8	3,3	3,3	1,9	2,2	2,9
Construction résidentielle	10,9	3,3	(0,6)	0,7	2,2	3,3	10,2	2,6	2,5	2,1
Investissement des entreprises	(3,6)	11,5	8,0	6,5	6,0	5,2	7,3	12,3	6,8	4,9
Variation des stocks (G\$)	10,3	13,8	17,0	19,3	21,0	21,5	8,9	13,7	19,7	17,4
Dépenses publiques	0,0	(0,9)	(0,9)	(0,1)	1,3	1,8	4,7	1,2	(0,1)	1,2
Exportations	14,4	(3,0)	(1,0)	1,0	2,0	2,5	6,4	4,0	1,0	3,7
Importations	(3,2)	1,9	2,0	2,6	4,0	4,0	13,1	6,4	2,5	3,6
Demande intérieure finale	0,9	2,3	1,9	2,1	2,8	3,1	4,5	2,9	2,2	2,7
<b>Autres indicateurs</b>										
Revenu personnel disponible réel	(1,2)	1,0	1,5	2,0	2,5	3,0	3,6	0,9	1,3	3,1
Rémunération hebdomadaire	0,2	0,5	0,5	1,5	2,0	2,5	3,5	2,3	0,9	2,7
Emploi	1,2	(0,5)	0,4	0,8	1,1	1,6	1,4	1,6	0,7	1,2
Taux de chômage (%)	7,2	7,4	7,5	7,4	7,4	7,2	8,0	7,5	7,4	7,0
Mises en chantier (1)	204,6	193,3	171,7	169,4	176,1	182,8	189,9	192,1	175,0	190,0
Profits des entreprises*** (2)	17,0	10,0	4,0	2,0	3,0	6,0	21,2	13,7	3,8	8,3
Taux d'épargne personnelle (%)	3,5	2,9	2,5	2,0	1,8	1,9	4,8	3,7	2,0	2,9
Taux d'inflation global (2)	3,0	2,9	2,9	2,0	1,8	1,5	1,8	2,9	2,0	1,9
Taux d'inflation de base** (2)	1,9	2,0	2,2	1,7	1,7	1,6	1,8	1,7	1,8	2,0
Solde budgétaire fédéral (G\$) (3)	(40,4)	(35,0)	(32,0)	(29,0)	(27,0)	(25,0)	(42,6)	(35,2)	(28,3)	(18,8)
Solde du compte courant (G\$)	(48,5)	(50,0)	(53,0)	(55,0)	(57,0)	(60,0)	(50,9)	(51,1)	(56,3)	(47,5)

p : prévisions; \* \$ 2002; \*\* Excluant les huit composantes les plus volatiles; \*\*\* Avant impôts; (1) Milliers d'unités à rythme annualisé; (2) Glissement annuel; (3) Comptes nationaux.

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques



# PROVINCES

## Une expansion parsemée d'embûches

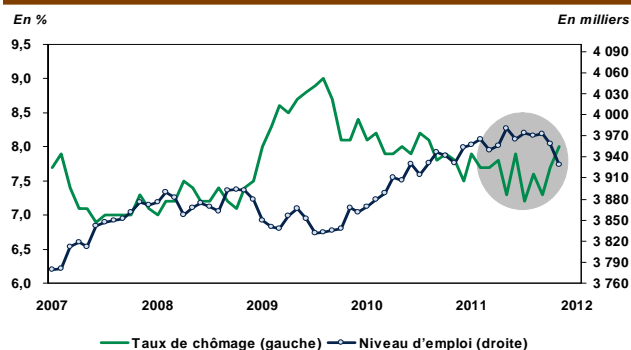
Au Québec, les perspectives économiques semblent aussi fragiles qu'à la fin de l'été 2011. La confiance des ménages et des entreprises tarde à se rétablir, les exportations stagnent et les ventes au détail manquent de tonus. Le marché du travail, qui commence à vaciller, s'ajoute maintenant aux préoccupations. Le cycle d'expansion devrait malgré tout se poursuivre, mais une faible progression du PIB réel caractérisera les prochains trimestres. En Ontario, les effets des soubresauts au sein des chaînes d'approvisionnement ont été très importants au printemps et à l'été derniers. De plus, l'assombrissement des conditions économiques mondiales devrait particulièrement affecter la province à compter du quatrième trimestre. Après un début de 2011 exceptionnel, la croissance économique des provinces de l'Ouest devrait se rapprocher de la moyenne nationale en raison de conditions moins favorables au sein des matières premières. En Atlantique, c'est toujours le secteur énergétique de Terre-Neuve-et-Labrador qui retient l'attention.

### QUÉBEC : LES MÉNAGES MIS À L'ÉPREUVE

Les dépenses de consommation sont décevantes depuis le début de 2011. La période morose des ventes au détail observée au premier semestre tarde à faire place à plus de vigueur et sème le doute quant à la capacité des ménages à soutenir la croissance économique. Plusieurs contraintes ont contribué à refroidir les consommateurs. En outre, l'accroissement du fardeau fiscal, à la suite de la hausse de la taxe de vente du Québec (TVQ) de 7,5 % à 8,5 % le 1<sup>er</sup> janvier 2011, semble avoir pesé lourd dans la balance. Diverses augmentations se sont ajoutées au fil de l'année telles que la majoration de la taxe sur l'essence de 1 ¢ le litre en avril, ce qui a puisé de l'argent supplémentaire dans les poches des contribuables. Les hausses de taxes et de tarifs, qui ont totalisé plus de 2,5 G\$, ont freiné les dépenses de consommation d'environ 1 % en 2011. Une ponction similaire s'exercera en 2012 puisque la TVQ, la taxe sur l'essence et la contribution santé subiront des modifications équivalentes à celles de l'année précédente. Le fardeau fiscal devrait toutefois commencer à se stabiliser à compter de 2013, alors que l'essentiel des augmentations annoncées dans le cadre du Plan de retour à l'équilibre budgétaire auront déjà été appliquées. L'effet sur la consommation deviendra neutre, ce qui permettra à celle-ci de se raffermir. Les dépenses en biens et services devraient donc s'accroître d'environ 1,5 % en 2011 et en 2012, puis progresser de 2,5 % l'année suivante.

L'évolution du marché du travail et de la confiance sera toutefois déterminante pour les consommateurs. Même si l'emploi a connu une remontée spectaculaire à la suite de la récession de 2008-2009, une certaine hésitation est perceptible depuis quelques mois (graphique 6). Les difficultés économiques mondiales, qui affectent le climat d'affaires, rendent les entreprises plus hésitantes à embaucher. Le Québec a encaissé une perte de 30 500 emplois en novembre, soit une deuxième diminution mensuelle consécutive. Le taux

Graphique 6 – Le marché du travail québécois est plus hésitant depuis quelques mois



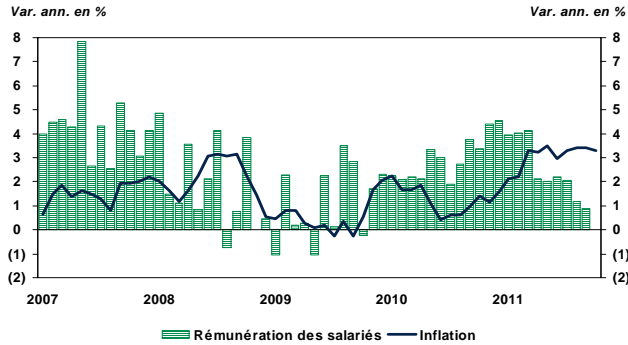
Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

de chômage est remonté à 8,0 % alors qu'il approchait les 7 % en juillet dernier. D'autres soubresauts risquent de survenir à court terme, le temps que les incertitudes se dissipent sur la scène internationale. L'emploi augmentera à peine en 2012 et peu de progrès sont attendus pour le taux de chômage. Les choses se replaceront par la suite, de sorte qu'une création de 50 000 emplois est prévue en 2013. Le taux de chômage fléchira alors à 7 % en moyenne après avoir avoisiné 7,5 % en 2012. Le marché du travail subira donc momentanément les contrecoups du manque de tonus de l'économie.

La progression annuelle de la rémunération des travailleurs, qui excédait 4 % au début de 2011, s'est rapidement affaiblie sous 1 % à l'automne. La remontée du taux de chômage, qui reflète aussi l'élargissement du bassin de main-d'œuvre disponible, a permis de relâcher un peu les pressions salariales. L'inflation s'est quant à elle accélérée aux alentours de 3 % en 2011, notamment en raison de la hausse de la TVQ en début d'année. La rémunération hebdomadaire moyenne augmente désormais moins rapidement que

l'inflation (graphique 7), ce qui mine le pouvoir d'achat des consommateurs.

**Graphique 7 – La rémunération hebdomadaire progresse moins rapidement que l'inflation au Québec**



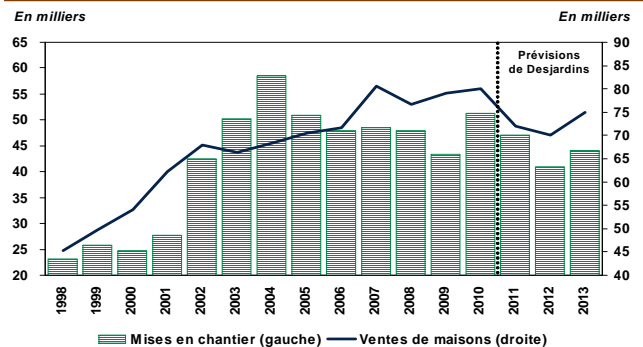
Sources : Institut de la statistique du Québec et Desjardins, Études économiques

Même si la confiance des ménages s'est passablement affaiblie en août 2011 en raison de la correction des marchés boursiers mondiaux, elle n'a pas diminué à un niveau susceptible d'entraîner une chute des dépenses de consommation. Un léger regain de l'indice du Conference Board est même survenu en novembre, ce qui est plutôt rassurant. Si la Bourse regagne du terrain au cours des prochains mois, la confiance des ménages pourrait en faire autant. Pour l'instant, les consommateurs semblent avoir peu de points d'appui. L'alourdissement du fardeau fiscal ainsi que les hésita-

tions du marché du travail pourraient ralentir les dépenses de consommation encore quelques trimestres.

Étant donné le contexte d'incertitude actuel, le secteur résidentiel tire bien son épingle du jeu depuis l'été 2011. La construction neuve étonne par sa vigueur en raison des nombreux projets d'appartements en copropriété à Montréal. Les prévisions de mises en chantier pour le Québec ont été rehaussées à 47 000 unités en 2011, ce qui représente tout de même un recul annuel approchant les 10 %. Un repli similaire est attendu en 2012, tandis qu'une amélioration caractérisera 2013 (graphique 8).

**Graphique 8 – Le secteur résidentiel du Québec continuera de perdre de la vigueur en 2012, mais il remontera en 2013**



Sources : Société canadienne d'hypothèques et de logement, Association canadienne de l'immobilier et Desjardins, Études économiques

## Tableau 6 Québec : principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011p	2012p	2013p
Var. ann. en % (sauf si indiqué)					
<b>Produit intérieur brut réel</b>	(0,7)	2,5	1,7	1,7	2,3
Dépenses personnelles	0,8	3,3	1,6	1,6	2,5
Construction résidentielle	(2,2)	12,9	1,6	(0,4)	1,9
Investissement des entreprises	(15,0)	5,9	10,2	4,5	4,4
Variation des stocks (M\$ 2002)	(1 003)	5	2 073	1 538	1 775
Dépenses publiques	4,1	3,7	2,4	1,6	1,1
Exportations	(7,4)	0,8	(0,1)	1,7	2,6
Importations	(6,0)	5,3	3,0	1,4	2,5
Solde commercial (M\$ 2002)	(23 943)	(31 348)	(36 467)	(36 573)	(37 351)
Demande intérieure finale	0,1	4,2	2,4	1,7	2,3
<b>Autres indicateurs</b>					
Revenu personnel disponible réel	1,4	4,1	0,5	1,5	2,0
Rémunération hebdomadaire	1,1	3,0	2,5	1,7	2,0
Emploi	(0,8)	1,7	1,1	0,4	1,2
Taux de chômage (%)	8,5	8,0	7,7	7,5	7,0
Taux d'épargne personnelle (%)	3,9	3,7	2,7	2,5	3,1
Ventes au détail	(1,1)	6,3	1,9	2,9	4,0
Mises en chantier (k)	43,4	51,4	47,0	41,0	44,0
Taux d'inflation	0,6	1,2	3,0	2,2	2,1

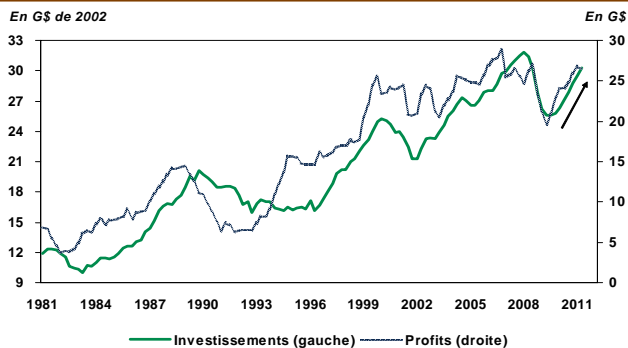
p : prévisions

Sources : Statistique Canada, Institut de la statistique du Québec, Société canadienne d'hypothèques et de logement et Desjardins, Études économiques

Les ventes de maisons existantes évoluent près du niveau moyen des cinq dernières années, ce qui constitue une modération après la période d'effervescence. Le marché revient progressivement à l'équilibre, ce qui limite le pouvoir de négociation des vendeurs et atténue les hausses de prix. La variation annuelle des prix des résidences, qui approchait les 5 % cet été, s'est estompée à 3,4 % en octobre. Le prix moyen des propriétés devrait s'accroître de 3,5 % en 2012 et approcher ainsi les 270 000 \$. Il semble que le marché immobilier résidentiel soit en voie de réussir un atterrissage en douceur au Québec, au moment où des signes de surchauffe se manifestent dans certaines parties du pays. Si les difficultés du marché du travail de la province sont de courte durée et de faible ampleur, le ralentissement du secteur de l'habitation se poursuivra graduellement.

Le cycle d'expansion actuel s'appuie principalement sur la vigueur des investissements des entreprises (graphique 9). Leur bilan de santé<sup>1</sup> est d'ailleurs très positif : les profits sont au rendez-vous, les marges d'exploitation sont généralement élevées et les liquidités des entreprises sont abondantes. La faiblesse des taux d'intérêt a aussi diminué les coûts d'emprunt, contribuant à faire fléchir le nombre de faillites. Le fait que les industries non financières soient en général peu endettées et que les profits soient respectables leur permet de dégager une marge de manœuvre pour investir. Les entreprises ont de nouveau rehaussé leurs investissements en bâtiments non résidentiels au troisième trimestre, notamment dans le secteur commercial. Il semble donc que la confiance du milieu des affaires ne se soit pas suffisamment effritée pour compromettre la relance en cours des investissements.

**Graphique 9 – Les investissements et les profits des entreprises sont à la hausse au Québec**

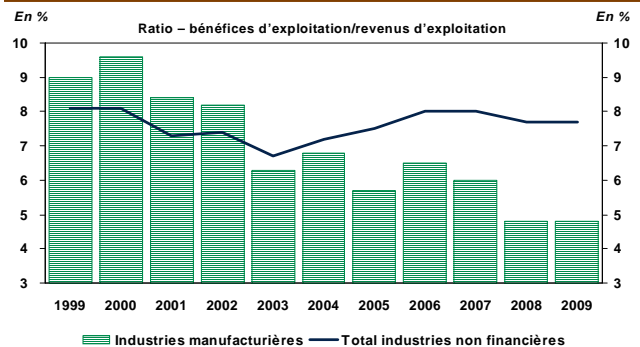


Sources : Institut de la statistique du Québec et Desjardins, Études économiques

<sup>1</sup> Voir le *Point de vue économique* publié récemment à ce sujet : « La situation financière des entreprises semble solide au Québec », 29 novembre 2011, [www.desjardins.com/fr/a\\_propos/etudes\\_economiques/actualites/point\\_vue\\_economique/pv111129.pdf](http://www.desjardins.com/fr/a_propos/etudes_economiques/actualites/point_vue_economique/pv111129.pdf).

La situation financière des fabricants est moins favorable que celle de l'ensemble des industries. D'une part, les marges bénéficiaires se sont fortement affaiblies depuis une dizaine d'années (graphique 10), ce qui coïncide avec l'ascension du dollar canadien. La baisse du ratio de liquidités est un autre signe préoccupant pour les manufacturiers, d'autant plus que l'écart avec l'ensemble des industries non financières s'est passablement élargi en l'espace de dix ans au Québec. Les déboires de l'industrie forestière et de celle des pâtes et papiers, tout comme la rationalisation du secteur du textile et du vêtement ont contribué à noircir le bilan financier de l'ensemble des industries manufacturières. Les changements structurels importants ont laissé leurs traces au fil des années.

**Graphique 10 – Au Québec, les marges bénéficiaires d'exploitation ont chuté dans le secteur manufacturier**



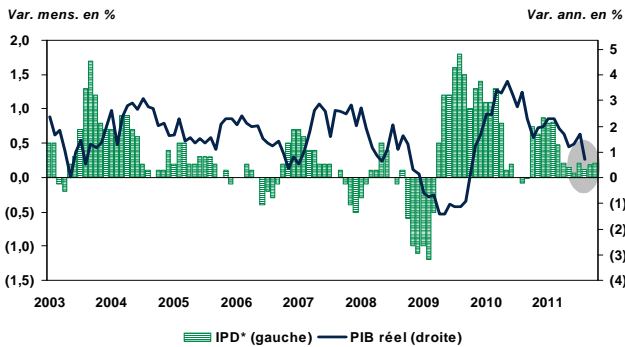
Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

La période de stagnation des exportations internationales du Québec est solidement ancrée depuis la fin de 2009 puisque les hausses et les baisses mensuelles se succèdent sans direction claire. Le redressement éventuel des expéditions à l'étranger repose en bonne partie sur quelques poids lourds. Les industries de la première transformation des matières premières, dont l'aluminium, le bois ainsi que les pâtes et papiers, comptent pour environ 20 % des exportations internationales québécoises. Compte tenu de l'essoufflement de la demande mondiale, les perspectives à court terme sont peu favorables pour ces secteurs. Du côté de l'aéronautique, qui représente plus de 10 % des exportations du Québec à l'étranger, une reprise généralisée n'est pas attendue avant quelques trimestres. Dans ce contexte, les exportations totales du Québec pourraient tarder à se raffermir. D'autres obstacles, dont les perspectives économiques mondiales incertaines et la valeur élevée du huard qui évolue près de la parité, mettront aussi à l'épreuve le commerce extérieur.

En somme, le cycle d'expansion de l'économie du Québec paraît fragile, et plusieurs risques à la baisse planent sur le scénario de prévisions. La faible progression de l'Indice pré-curseur Desjardins signale cependant que la croissance éco-

nomique sera positive, mais lente, au cours des trois à six prochains mois (graphique 11). Dans ce contexte, la hausse du PIB réel devrait se limiter à 1,7 % en 2012 pour une seconde année consécutive. L'économie de la province reprendra son véritable envol en 2013, avec une croissance anticipée de 2,3 %.

**Graphique 11 – La faible hausse de l'IPD\* annonce une croissance économique plutôt lente au Québec**



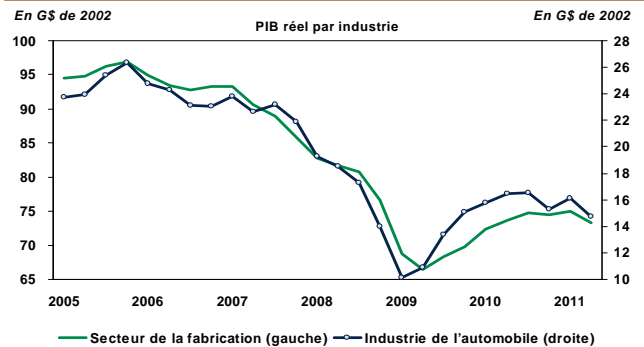
\* Indice précurseur Desjardins.  
Sources : Institut de la statistique du Québec et Desjardins, Études économiques

**ONTARIO : PLUSIEURS DIFFICULTÉS TERNISSENT LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES**

L'Ontario a été la province la plus touchée par les difficultés temporaires du printemps dernier. Rappelons que le tsunami au Japon et les problèmes dans certaines centrales nucléai-

res ont entravé plusieurs chaînes d'approvisionnement dans le monde. Ainsi, le PIB réel de l'Ontario a diminué de 1,3 % à rythme annualisé au deuxième trimestre de 2011, un recul plus prononcé que la moyenne canadienne (-0,5 %) ou que le PIB réel du Québec (-0,8 %). Cette plus grande sensibilité de l'économie ontarienne s'explique par l'importance élevée de la fabrication dans la province. La production a diminué de 8,7 % dans ce secteur au deuxième trimestre et, avec une baisse de 29,5 %, l'industrie de l'automobile a particulièrement souffert (graphique 12). Les produits chimiques et pétroliers ainsi que le secteur des machines ont aussi subi une diminution prononcée de leur production.

**Graphique 12 – La production s'est repliée au printemps dernier dans la fabrication en Ontario**



Sources : Ministère des Finances de l'Ontario et Desjardins, Études économiques

**Tableau 7  
Ontario : principaux indicateurs économiques**

	2009	2010	2011p	2012p	2013p
Var. ann. en % (sauf si indiqué)					
<b>Produit intérieur brut réel</b>	(3,2)	3,0	2,0	1,9	2,4
Dépenses personnelles	0,2	3,6	1,7	2,0	2,8
Construction résidentielle	(8,7)	8,3	4,2	(1,7)	1,1
Investissement des entreprises	(16,8)	11,0	14,4	7,2	4,6
Variation des stocks (M\$ 2002)	(2 967)	2 066	10 830	17 080	15 360
Dépenses publiques	5,3	5,5	0,7	(0,1)	1,3
Exportations	(12,6)	7,5	3,4	0,5	3,8
Importations	(10,4)	13,3	4,9	2,2	3,2
Solde commercial (M\$ 2002)	(10 206)	(28 106)	(34 062)	(40 176)	(39 559)
Demande intérieure finale	(0,8)	4,8	2,9	1,8	2,5
<b>Autres indicateurs</b>					
Revenu personnel disponible réel	1,3	3,6	0,9	1,7	3,0
Rémunération hebdomadaire	1,4	3,9	0,9	0,3	3,6
Emploi	(2,5)	1,7	1,8	0,6	1,1
Taux de chômage (%)	9,0	8,7	7,8	7,8	7,5
Taux d'épargne personnelle (%)	4,4	4,9	3,4	3,5	3,7
Ventes au détail	(2,5)	5,4	3,1	3,4	4,5
Mises en chantier (k)	50,4	60,4	66,8	60,0	65,0
Taux d'inflation	0,4	2,5	3,1	1,9	1,9

p : prévisions

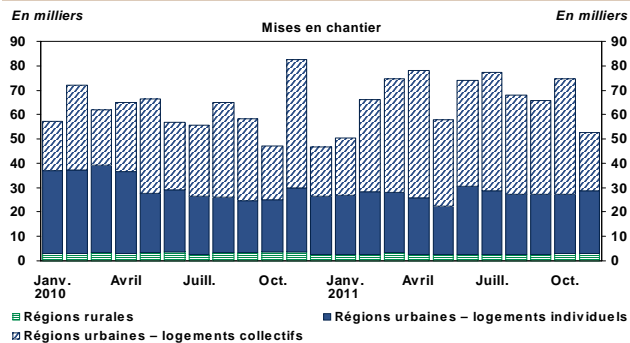
Sources : Statistique Canada, ministère des Finances de l'Ontario, Société canadienne d'hypothèques et de logement et Desjardins, Études économiques



Comme en témoignent toutefois les résultats des comptes économiques canadiens récemment dévoilés, le retour à la normale de certaines activités devrait entraîner un important rebond de la production dans plusieurs industries au troisième trimestre. En outre, la fabrication a affiché un gain de 3,8 % à rythme annualisé dans l'ensemble du Canada. Cela permet d'espérer une croissance similaire pour cette industrie en Ontario. La baisse du PIB réel de la province avait aussi été accentuée au printemps par une réduction au sein de la finance, des assurances et des services immobiliers. Ce secteur d'activité a une grande influence sur le PIB puisqu'il est de loin le plus important de l'économie ontarienne. Or, les données canadiennes signalent une nette amélioration au sein de cette industrie durant l'été, ce qui devrait être particulièrement bénéfique à l'Ontario. Plusieurs éléments laissent donc croire qu'un accroissement significatif du PIB réel de la province est survenu au troisième trimestre de 2011.

La construction continue également de contribuer positivement à la croissance économique. Le nombre de mises en chantier résidentielles s'est élevé à 70 300 unités au troisième trimestre, ce qui constitue un niveau relativement élevé d'un point de vue historique. Le moteur du marché demeure le segment des logements collectifs, en particulier les copropriétés dans la région de Toronto. En moyenne depuis le début de 2011, les mises en chantier de logements collectifs dans les régions urbaines s'élèvent à environ 40 000 unités, soit près d'une fois et demie de plus que tous les autres segments du marché (graphique 13). Ce niveau exceptionnel d'activité dans les copropriétés suscite des inquiétudes depuis un certain temps déjà et il semble improbable que ce rythme de croissance puisse être conservé à moyen et à long terme. Des indices laissant croire que les conditions sont de moins en moins favorables au sein du marché des copropriétés commencent d'ailleurs à apparaître.

**Graphique 13 – Les logements collectifs amènent beaucoup de volatilité au sein des mises en chantier en Ontario**



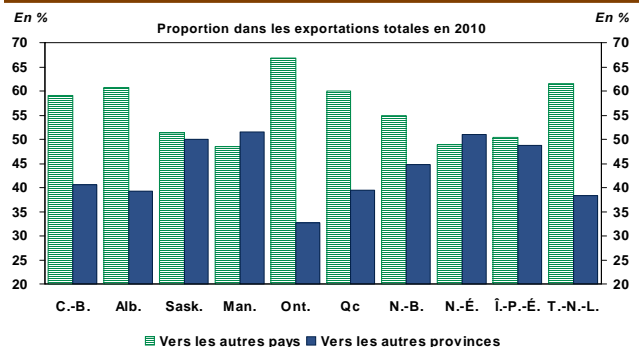
Sources : Société canadienne d'hypothèques et de logement et Desjardins, Études économiques

Le taux d'inoccupation des appartements en copropriété à Toronto se situe à un niveau élevé. Les dernières années ont

également été marquées par un manque flagrant d'investissements dans des immeubles résidentiels à vocation locative. Une partie de la demande dans le marché de la location a toutefois été comblée par la mise en disponibilité de plusieurs unités en copropriété. Ainsi, près de 20 % des copropriétés de la région de Toronto ne sont actuellement pas occupées par leurs propriétaires, mais sont plutôt destinées à la location. Un essoufflement commence toutefois à paraître dans ce marché alors que le taux d'inoccupation des copropriétés offertes en location a augmenté au cours des derniers mois. De plus, les nouvelles règles instaurées par le gouvernement fédéral concernant le crédit hypothécaire stipulent que la mise de fonds minimale doit maintenant être de 20 % dans le cas où le logement n'est pas occupé par le propriétaire. Un tel changement est susceptible de contraindre les achats qui sont faits à titre d'investissement. Dans ces conditions, il est vraisemblable que les mises en chantier ralentiront au cours des prochains mois, ce qui affectera évidemment l'ensemble du secteur de la construction de la province et freinera la croissance économique.

L'investissement résidentiel ne sera pas la seule source de faiblesse pour l'économie ontarienne dans les trimestres à venir. D'une part, le secteur extérieur risque d'être malmené par les effets de la détérioration de la demande mondiale. Les exportations de biens et services de l'Ontario sont d'ailleurs particulièrement sensibles à ce qui se passe à l'étranger. La part des exportations dirigées vers les autres pays dans les exportations totales était de 66,6 % en 2010, soit le niveau le plus élevé parmi les provinces canadiennes. En comparaison, la proportion est de 60,1 % au Québec, de 59,1 % en Colombie-Britannique et de 60,7 % en Alberta (graphique 14). D'autre part, comme dans plusieurs autres régions au pays, les dépenses gouvernementales subiront une certaine réduction dans les prochains trimestres sous l'effet combiné du retrait des plans de relance et de la lutte aux déficits budgétaires.

**Graphique 14 – L'Ontario est particulièrement dépendant du commerce avec les autres pays**



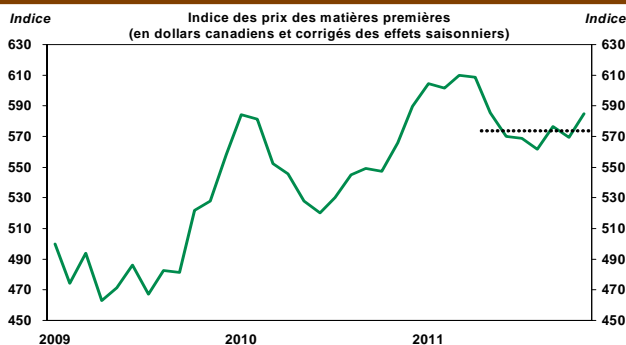
Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Au bout du compte, après le rebond attendu au troisième trimestre, de nombreux facteurs sont réunis pour que la croissance du PIB réel de l'Ontario ralentisse significativement à la fin de 2011 et au début de 2012. Ainsi, l'année 2011 pourrait se solder par une hausse de 2,0 % du PIB réel ontarien. L'atténuation de la crise en Europe en deuxième moitié de 2012 devrait permettre une amélioration des perspectives économiques mondiales et, par ricochet, devrait engendrer une accélération de la croissance dans la province. Si le gain annuel moyen attendu pour 2012 demeure modeste (1,9 %), l'année 2013 devrait bénéficier d'une progression plus soutenue du PIB réel, soit 2,4 %.

### OUEST CANADIEN : LES PRAIRIES DOMINENT LA CROISSANCE

Les provinces de l'Ouest ont pour la plupart tiré profit en 2011 de prix des matières premières relativement élevés pendant une bonne partie de l'année. Ainsi, les provinces des Prairies affichent depuis la fin de 2010 la progression la plus vive des mises en chantier, de l'emploi, des ventes des manufacturiers ainsi que des ventes des grossistes. L'indice des prix des produits de base exprimé en dollars canadiens et corrigé des effets saisonniers semble toutefois se stabiliser depuis quelques mois, une situation qui pourrait se prolonger jusqu'en première moitié de 2012 (graphique 15). Dans ces circonstances, la croissance économique de cette région se rapprochera davantage de la moyenne canadienne au cours des trimestres à venir.

**Graphique 15 – Les fluctuations des prix des matières premières sont moins importantes depuis quelques mois au Canada**



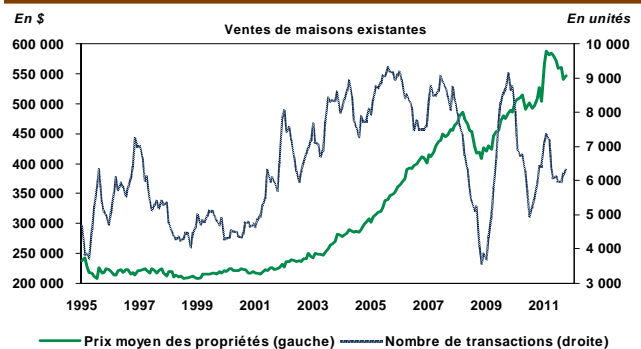
Sources : Banque du Canada, Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

De plus, les nombreuses critiques et réticences aux États-Unis envers le projet d'oléoduc Keystone XL, qui doit permettre une meilleure distribution du pétrole albertain dans plusieurs États américains, pourraient avoir des répercussions au pays. Pour l'instant, le gouvernement américain a retardé son approbation au projet, le temps notamment de mieux évaluer les impacts environnementaux. Si les États-Unis devaient finalement revenir en arrière et se retirer du projet,

cela impliquerait un potentiel de croissance plus faible pour les exportations albertaines d'énergie. Cette situation pourrait inciter plusieurs entreprises canadiennes à la prudence en ce qui concerne leurs projets d'expansion et ainsi freiner les investissements non résidentiels dans la région.

En Colombie-Britannique, c'est surtout le récent ralentissement du marché immobilier qui retient l'attention. Après avoir atteint un sommet de 588 379 \$ en février 2011, le prix moyen des maisons existantes a diminué d'environ 40 000 \$ au cours des derniers mois. Le nombre de transactions est également en baisse de près de 15 % durant la période (graphique 16). Certaines données laissent cependant croire que l'essentiel de ces réductions sont survenues au sein des propriétés affichant les prix les plus élevés et que les ajustements sont plus limités en ce qui concerne les logements dont la valeur est plus près de la médiane. Comme mentionné précédemment, plusieurs facteurs sont toutefois réunis pour que le marché immobilier se modère au cours des prochains trimestres. À l'image des derniers mois, la Colombie-Britannique pourrait bien se retrouver à l'avant-scène d'un ralentissement du marché résidentiel au pays.

**Graphique 16 – Le marché immobilier de la Colombie-Britannique montre des signes de ralentissement depuis quelques mois**



Sources : Association canadienne de l'immobilier et Desjardins, Études économiques

### ATLANTIQUE : TERRE-NEUVE-ET-LABRADOR PROFITE DU SECTEUR DE L'ÉNERGIE

Terre-Neuve-et-Labrador continue de se démarquer avec une croissance soutenue de la plupart de ses indicateurs économiques. Le secteur de l'énergie profite évidemment du maintien des prix du pétrole aux alentours de 100 \$ US le baril. À lui seul, le secteur des mines, du pétrole et du gaz pourrait engendrer une hausse d'environ 2 % du PIB réel de la province en 2011. Ainsi, Terre-Neuve-et-Labrador devrait connaître, pour une deuxième année consécutive, la croissance économique la plus élevée au pays en 2011. En ce qui concerne les provinces maritimes, la progression de leur PIB réel devrait être similaire à la moyenne nationale.

### Tableau 8

## Canada : principaux indicateurs économiques par province

	2009	2010	2011p	2012p	2013p
Moyenne annuelle en % (sauf si indiqué)					
<b>Croissance du PIB réel – Canada</b>	<b>2,8</b>	<b>3,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,5</b>
Atlantique	(2,3)	3,4	2,5	2,1	2,2
Québec	(0,7)	2,5	1,7	1,7	2,3
Ontario	(3,2)	3,0	2,0	1,9	2,4
Manitoba	(0,3)	2,4	2,5	2,0	2,0
Saskatchewan	(3,8)	4,0	3,5	2,8	3,0
Alberta	(4,5)	3,3	3,9	3,3	3,5
Colombie-Britannique	(2,1)	3,0	2,8	2,5	2,7
<b>Taux d'inflation – Canada</b>	<b>0,3</b>	<b>1,8</b>	<b>2,9</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>
Atlantique	0,1	2,2	3,5	1,8	1,7
Québec	0,6	1,2	3,0	2,2	2,1
Ontario	0,4	2,5	3,1	1,9	1,9
Manitoba	0,6	0,8	2,9	2,0	1,8
Saskatchewan	1,0	1,4	2,7	2,0	1,8
Alberta	(0,1)	1,0	2,5	2,2	2,0
Colombie-Britannique	0,0	1,3	2,4	2,2	2,0
<b>Croissance de l'emploi – Canada</b>	<b>(1,6)</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	<b>0,7</b>	<b>1,2</b>
Atlantique	(0,7)	0,6	0,8	0,6	0,9
Québec	(0,8)	1,7	1,1	0,4	1,2
Ontario	(2,5)	1,7	1,8	0,6	1,1
Manitoba	0,0	1,9	0,8	0,5	0,8
Saskatchewan	1,3	0,9	0,3	1,0	1,0
Alberta	(1,4)	(0,4)	3,8	1,5	2,0
Colombie-Britannique	(2,1)	1,7	0,8	0,7	1,5
<b>Taux de chômage – Canada</b>	<b>8,3</b>	<b>8,0</b>	<b>7,5</b>	<b>7,4</b>	<b>7,0</b>
Atlantique	10,5	10,4	10,1	10,2	9,9
Québec	8,5	8,0	7,7	7,5	7,0
Ontario	9,0	8,7	7,8	7,8	7,5
Manitoba	5,2	5,4	5,4	5,2	4,8
Saskatchewan	4,8	5,2	5,0	4,8	4,3
Alberta	6,6	6,5	5,5	5,1	4,5
Colombie-Britannique	7,7	7,6	7,6	7,7	7,2
<b>Croissance des ventes au détail – Canada</b>	<b>(2,9)</b>	<b>5,5</b>	<b>3,2</b>	<b>3,7</b>	<b>4,7</b>
Atlantique	0,6	4,7	4,4	3,7	4,7
Québec	(1,1)	6,3	1,9	2,9	4,0
Ontario	(2,5)	5,4	3,1	3,4	4,5
Manitoba	(0,4)	5,6	4,0	4,0	4,2
Saskatchewan	(0,5)	3,1	7,4	4,5	5,0
Alberta	(8,3)	6,0	5,8	5,0	6,0
Colombie-Britannique	(4,4)	5,3	1,5	3,5	4,5
<b>Mises en chantier – Canada (milliers d'unités)</b>	<b>149,1</b>	<b>189,9</b>	<b>192,1</b>	<b>175,0</b>	<b>190,0</b>
Atlantique	10,9	12,8	12,0	11,3	12,3
Québec	43,4	51,4	47,0	41,0	44,0
Ontario	50,4	60,4	66,8	60,0	65,0
Manitoba	4,2	5,9	6,0	5,9	6,4
Saskatchewan	3,9	5,9	7,4	7,2	7,8
Alberta	20,3	27,1	25,5	24,5	26,5
Colombie-Britannique	16,1	26,5	27,4	25,1	28,0

p : prévisions

Sources : Statistique Canada, Société canadienne d'hypothèques et de logement et Desjardins, Études économiques

# PRÉVISIONS FINANCIÈRES

## PRÉVISIONS

Politiques monétaires	25
<i>La Banque centrale européenne à la rescousse?</i>	
Marché des titres à revenu fixe	29
<i>Le marché obligataire règne en roi et maître</i>	
Marchés boursiers	33
<i>Les Bourses devraient reprendre une tendance haussière en 2012</i>	
Marchés des devises	35
<i>L'euro sur une pente glissante</i>	
Matières premières	38
<i>L'année 2012 s'annonce difficile</i>	

---

## PRINCIPAUX TABLEAUX

Politiques monétaires	
<i>Tableau 9 - Taux d'intérêt directeurs</i>	28
Marché des titres à revenu fixe	
<i>Tableau 10 - États-Unis : marché des titres à revenu fixe</i>	29
<i>Tableau 11 - Canada : marché des titres à revenu fixe</i>	30
<i>Tableau 12 - G7 : finances publiques</i>	31
<i>Tableau 13 - Canada : finances publiques</i>	32
Marchés boursiers	
<i>Tableau 14 - Historique et prévisions</i>	34
Marchés des devises	
<i>Tableau 15 - Historique et prévisions</i>	37
Matières premières	
<i>Tableau 16 - Historique et prévisions</i>	40

---



# POLITIQUES MONÉTAIRES

## La Banque centrale européenne à la rescousse?

Les menaces à la stabilité financière provenant de la situation en Europe seront la principale préoccupation des banques centrales en 2012. À l'épicentre de la crise, la Banque centrale européenne cherchera avant tout à éviter une détérioration des conditions économiques et financières, et l'on peut ainsi s'attendre à de nouvelles baisses des taux directeurs au début de 2012. Elle demeure cependant réfractaire à l'idée d'aider encore plus directement les gouvernements. Aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon, on peut s'attendre à la mise en place de nouvelles mesures quantitatives, et les taux devraient demeurer inchangés tout au long de 2012. Inquiétée par la conjoncture internationale, la Banque du Canada ne devrait pas augmenter ses taux directeurs avant la mi-2013.

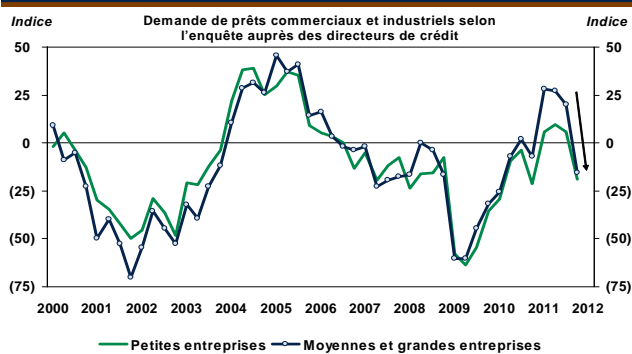
### RÉSERVE FÉDÉRALE (Fed)

Au cours de l'été dernier, une vague de données décevantes a amené la Fed à entreprendre une nouvelle action pour appuyer la relance de l'économie, soit l'allongement de la durée de son portefeuille de titres obligataires. La situation est maintenant moins inquiétante. Toutefois, si la conjoncture américaine n'a pas fait place aux pires appréhensions, la fragilité de l'économie européenne et du secteur financier eurolandais est problématique pour la Fed. Afin d'amoindrir les difficultés de financement en dollars américains sur les marchés internationaux, la Fed a dû bonifier les conditions de prêt à la Banque centrale européenne et aux autres principales banques centrales. Ce faisant, elle évite une possible vague de vente d'actifs américains par les institutions européennes à court de billets verts. Une situation semblable avait amplifié la déroute des marchés américains en 2008.

Nonobstant les difficultés émanant de l'Europe, la conjoncture américaine montre quelques signes d'amélioration. Même le marché du crédit se porte un peu mieux. Après une rechute en août, les prêts à la consommation ont progressé au cours des deux mois suivants, aidés par les prêts étudiants octroyés par le gouvernement fédéral. Après des trimestres de contraction, le crédit bancaire se stabilise enfin grâce à une légère augmentation des prêts aux entreprises. Le crédit n'est plus autant un frein à la relance de l'économie, mais l'absence de reculs profonds n'est pas gage d'un puissant rebond. De nombreux facteurs suggèrent que la timide embellie est fragile. Premièrement, les banques semblent moins enclines à assouplir leurs conditions de crédit, qui demeurent donc serrées. Deuxièmement, la demande de prêts commerciaux et industriels était de nouveau en forte baisse à l'automne (graphique 17).

Dans ces circonstances, et avec un taux de chômage encore trop élevé, les dirigeants de la Fed pourraient trouver que de nouveaux gestes de leur part seraient souhaitables. En fait, puisque le crédit sort de sa torpeur, une nouvelle politique

**Graphique 17 – La demande de prêts industriels et commerciaux est en baisse aux États-Unis**



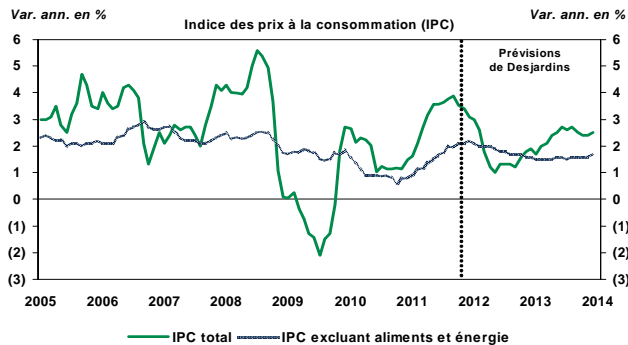
Sources : Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

quantitative pourrait s'avérer plus efficace que lors des premières moutures annoncées au printemps de 2009 ou à l'automne de 2010. Ce serait notamment le cas de l'habitation où la demande de prêts se porte un peu mieux. La possibilité d'achats supplémentaires de titres hypothécaires a d'ailleurs été évoquée par Ben Bernanke au début de novembre. L'amélioration des indicateurs économiques laisse un peu plus de temps à la Fed, mais une annonce pourrait avoir lieu d'ici le printemps. Il faut aussi considérer que la politique fiscale s'avérera plus restrictive aux États-Unis à partir de l'automne 2012, et ce, sans compter l'instabilité amenée par une élection présidentielle qui s'annonce éprouvante. Une politique monétaire encore plus expansionniste mettrait du baume sur ces plaies. Du côté des taux directeurs, on ne s'attend pas à des hausses avant 2014.

L'inflation ne devrait pas déranger la Fed dans sa lutte au chômage. L'année 2011 a vu une résurgence des prix alors que la variation annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC) a atteint près de 4 % à la fin de l'été. Même l'inflation de base, qui exclut les aliments et l'énergie, s'est montrée plus présente, passant de moins de 1 % à l'automne 2010 à plus de 2 % un an plus tard. Toutefois,

plusieurs des facteurs ayant amené ces accélérations sont en train de s'apaiser. Ainsi, la hausse de l'IPC total ne devrait être que de 1,7 % en 2012, puis de 2,4 % en 2013, après une augmentation de 3,2 % en 2011. Du côté de l'inflation de base, la hausse devrait être de 1,8 % en 2012 et de 1,6 % en 2013 (graphique 18).

**Graphique 18 – L'inflation américaine devrait se modérer davantage au cours des prochains mois**



Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

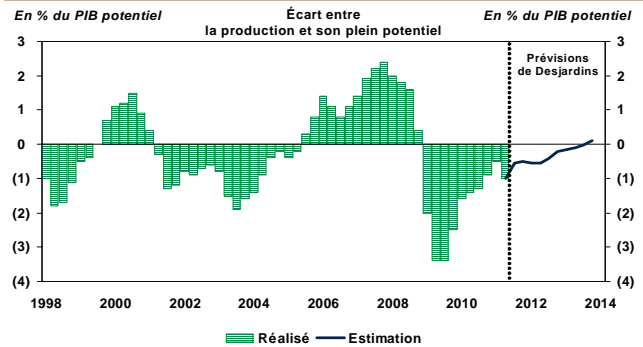
### BANQUE DU CANADA (BdC)

Les autorités monétaires canadiennes ont une fois de plus opté pour le *statu quo* lors de leur rencontre du 6 décembre dernier. Le taux cible des fonds à un jour est donc demeuré à 1,00 %, niveau où il se maintient depuis le 8 décembre 2010. L'économie canadienne a pourtant progressé de façon relativement satisfaisante durant cette période. En outre, le PIB réel par industrie a augmenté de 1,8 % (à rythme annualisé) au cours des neuf premiers mois de 2011, une croissance légèrement supérieure à celle du potentiel pour l'ensemble de l'année, évalué à 1,6 % par la BdC.

De toute évidence, ce qui retient les autorités monétaires n'est pas tant ce qui se passe au Canada, mais plutôt l'évolution de la situation économique et financière mondiale. L'économie canadienne étant très ouverte, l'assombrissement des perspectives économiques internationales freinera sans aucun doute l'évolution de son PIB réel dans les trimestres à venir. Ainsi, le retour au plein potentiel de production pourrait ne se réaliser que vers la mi-2013 (graphique 19), ce qui contribuera à amoindrir les pressions inflationnistes au cours des prochains mois. Le taux annuel d'inflation totale, actuellement à 2,9 %, devrait donc retraiter vers la cible médiane (2 %) dès le printemps prochain, lorsque les effets des importantes hausses des prix de l'énergie survenues au printemps 2011 auront disparu du calcul (graphique 20).

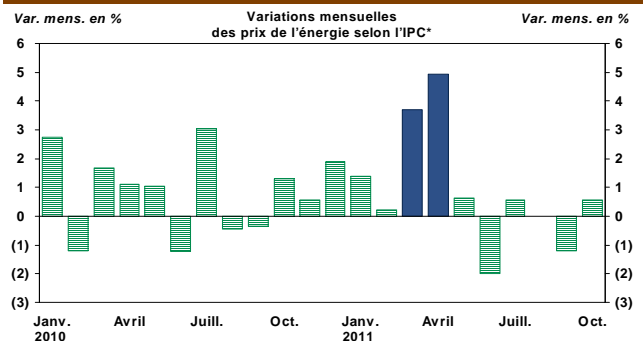
Les incertitudes sur les marchés financiers sont aussi très préoccupantes pour la BdC. Comme l'ont mentionné les autorités monétaires dans leur plus récente *Revue du système financier*, les risques pesant sur la stabilité du système

**Graphique 19 – Le retour au plein potentiel est prévu pour la mi-2013 au Canada**



Sources : Banque du Canada, Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

**Graphique 20 – Les fortes hausses des prix de l'énergie du printemps dernier gonflent encore l'inflation au Canada**



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

financier canadien sont élevés et ils se sont accrus au cours des six derniers mois. Les principales sources d'inquiétude sont la crise des dettes souveraines en Europe, un ralentissement prononcé de la croissance économique des pays industrialisés en raison de la faiblesse des bilans des banques internationales, une résolution désordonnée des déséquilibres des comptes courants dans le monde, l'endettement élevé des ménages canadiens et les effets du maintien de bas taux d'intérêt sur la prise de risque malavisée ou sur la solidité de certaines institutions financières.

Si l'on tient compte de l'ensemble de ces risques, il est évident que la BdC voudra conserver son *statu quo* pour une période prolongée. Le taux cible des fonds à un jour devrait donc rester à 1,00 % jusqu'à la mi-2013. Cela maintiendra un degré de détente monétaire considérable qui aidera l'économie canadienne à traverser les difficultés actuelles.

Cela dit, on ne peut pas totalement exclure la possibilité que la BdC décide de réduire davantage ses taux directeurs au cours des prochains mois. Pour qu'une telle action soit envisagée, il faudrait que l'économie canadienne semble se diriger vers une récession ou que le système financier cesse de fonctionner adéquatement au pays. Pour l'instant, ces deux

éventualités demeurent peu probables. Les autorités monétaires suivront cependant la situation de près au cours des prochaines semaines, en particulier l'évolution du problème des dettes souveraines en Europe.

### BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

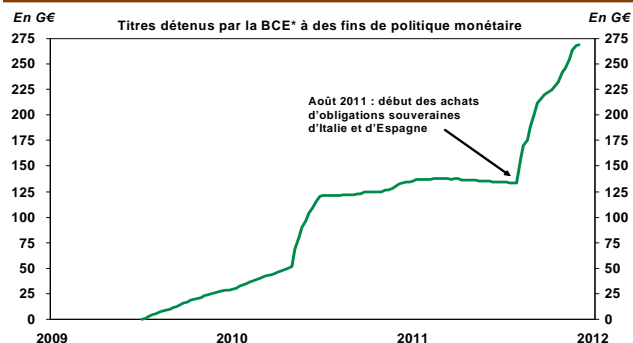
Devant une nouvelle dégradation marquée de l'environnement économique et financier en zone euro, la BCE a dû passer à l'action au cours des derniers mois. Son taux directeur a ainsi été abaissé de 0,25 point de pourcentage en novembre et en décembre, soit lors des deux premières réunions dirigées par Mario Draghi en remplacement de Jean-Claude Trichet. Ces assouplissements monétaires ont renversé les hausses décrétées plus tôt en 2011 pour ramener le taux refi à 1,00 %, son creux historique.

La BCE a aussi dû redoubler d'efforts pour éviter que la crise des dettes souveraines européennes ne déstabilise le système financier. Elle a ainsi multiplié les mesures extraordinaires visant à fournir des liquidités au secteur bancaire, allant même jusqu'à diminuer ses critères concernant les titres acceptés en garantie et à introduire des opérations de refinancement d'une durée de trois ans. Avec la collaboration de la Réserve fédérale, elle peut aussi fournir aux banques européennes des liquidités en dollars américains à un coût avantageux.

Si la BCE se montre résolue à soutenir le secteur bancaire, elle demeure beaucoup plus réticente à aider les gouvernements européens aux prises avec des problèmes de financement. Le malaise de la BCE est compréhensible puisque la loi, qui a été inspirée des meilleures pratiques des banques centrales, lui interdit explicitement de financer les gouvernements de la zone euro. Le président Draghi a de plus exprimé qu'il serait très mal à l'aise de trahir l'esprit de cette loi en finançant indirectement les gouvernements. Il faut dire que la BCE juge que la crise actuelle en est une de solvabilité des gouvernements, qui ne peut être réglée par les autorités monétaires. Cela explique l'insistance de la BCE sur la nécessité de mettre en place des règles plus strictes pour contrôler les finances publiques des pays membres de la zone euro. Malgré ce malaise, la BCE continue d'acheter des obligations souveraines sur le marché secondaire (graphique 21) et elle le fera sans doute tant que le Fonds européen de stabilité financière ne sera pas prêt à prendre la relève.

Étant donné le contexte économique et financier très difficile, la BCE continuera d'agir pour tenter de limiter les dégâts. Elle devrait abaisser son taux directeur à 0,50 % au cours du premier trimestre de 2012 et le maintenir plusieurs trimestres à ce niveau. Elle continuera aussi d'offrir un soutien maximum au secteur bancaire, mais elle ne tentera pas seule de régler les problèmes de financement des gouvernements.

**Graphique 21 – La BCE\* achète de plus en plus d'obligations souveraines**



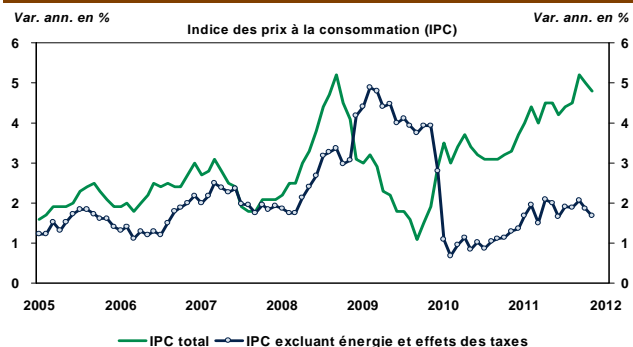
\* Banque centrale européenne.  
Sources : Banque centrale européenne et Desjardins, Études économiques

### BANQUE D'ANGLETERRE (BoE)

Même si la dette du gouvernement britannique est pour le moment épargnée, l'évolution de la crise des dettes souveraines inquiète la BoE au plus haut point, car le système bancaire britannique est très exposé à la situation en zone euro. Si le resserrement des conditions de crédit semble modéré jusqu'à maintenant au Royaume-Uni, on note une hausse indéniable des tensions financières qui affectent le financement des banques. Le ralentissement marqué de l'économie de la zone euro assombrit aussi les perspectives de croissance, déjà très faibles, de l'économie britannique. La BoE a ainsi revu significativement à la baisse ses prévisions dans son rapport sur l'inflation de novembre et elle juge maintenant que l'économie britannique pourrait stagner d'ici la mi-2012.

Dans ce contexte, la BoE n'a pas hésité à passer à l'action malgré le fait que l'inflation britannique demeure très élevée, à 4,8 % en novembre (graphique 22). Il faut dire que la fin des effets temporaires liés aux hausses des taxes et aux prix de l'énergie devrait entraîner un recul marqué de l'inflation en 2012. En octobre, la BoE a ainsi remis en marche

**Graphique 22 – L'inflation britannique est gonflée par l'énergie et les taxes**



Sources : Office for National Statistics et Desjardins, Études économiques

son programme d'assouplissement quantitatif en décidant d'acheter pour 75 G£ (115 G\$ US) d'actifs supplémentaires financés par la création de réserves bancaires. Ces nouveaux achats, qui devraient se terminer au début du mois de février, porteront à 275 G£ (425 G\$ US) les achats de titres de la BoE, et tout indique que ce programme sera de nouveau augmenté au cours des prochains mois. La BoE a aussi mis en place une nouvelle facilité permettant de fournir plus de liquidités au secteur bancaire. D'autres mesures de ce type pourraient suivre si la situation financière continuait à se détériorer. Le taux directeur britannique demeurera longtemps à son niveau plancher de 0,50 % et une première hausse n'est prévue qu'en fin de 2013.

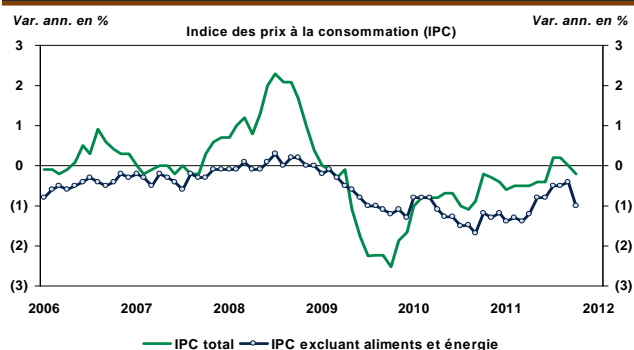
### BANQUE DU JAPON (BoJ)

La BoJ demeure en mode assouplissement. Elle a bonifié de 5 000 G¥ (65 G\$ US) son plan d'achat de titres du gouvernement japonais en octobre. Les mesures quantitatives annoncées à ce jour totalisent 55 000 G¥ (710 G\$ US) en incluant les fonds alloués pour un programme de prêts en échange de garanties. Parallèlement, les taux d'intérêt directeurs sont maintenus à leur niveau plancher.

La reprise de la production au Japon et la hausse des dépenses en construction à la suite des catastrophes naturelles de mars ne soutiendront que temporairement la croissance économique. Le gouvernement pourra difficilement contribuer davantage à la demande intérieure alors que la dette publique, qui croît rapidement, avoisine 220 % du PIB. Du côté de la demande extérieure, le ralentissement aux États-Unis et en Europe semble déjà commencer à affecter les exportations japonaises. La tendance de ces dernières reflète aussi l'appréciation du yen par rapport au dollar américain et à l'euro.

La BoJ est appelée à poursuivre sur la voie de l'assouplissement dans les trimestres à venir afin de soutenir l'économie nippone. Le Japon demeure par ailleurs le seul pays industrialisé avec un problème de déflation. La variation annuelle des prix à la consommation excluant les aliments et l'énergie est redescendue à -1,0 % en octobre, le plus bas niveau depuis avril dernier (graphique 23). Dans ce contexte, la BoJ pourrait être tentée de bonifier ses mesures quantitatives et de laisser croître son bilan. Pour rejoindre un degré d'intervention similaire au sommet atteint en 2005, la BoJ devra étirer son bilan d'environ 15 000 G¥ (193 G\$ US).

**Graphique 23 – La déflation s'amplifie à nouveau au Japon**



Sources : Statistics Bureau et Desjardins, Études économiques

**Tableau 9**  
**Taux d'intérêt directeurs**

Fin de période en %	2011				2012				2013			
	T1	T2	T3	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
<b>États-Unis</b>												
Fonds fédéraux	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
<b>Canada</b>												
Taux des fonds à un jour	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,50	1,50
<b>Zone euro</b>												
Taux de refinancement	1,00	1,25	1,50	1,00	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75
<b>Royaume-Uni</b>												
Taux de base	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75
<b>Japon</b>												
Taux des fonds à un jour	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques



# MARCHÉ DES TITRES À REVENU FIXE

## Le marché obligataire règne en roi et maître

Les obligations n'auront pas été qu'un engouement passager en 2011. Les investisseurs se sont rués et cantonnés dans les actifs moins risqués tout au long de l'année, guidés par la grande difficulté qu'ont éprouvée les politiciens européens à contenir la crise des dettes souveraines, par les frayeurs qu'ont causées les indicateurs économiques américains durant l'été et par l'incapacité des dirigeants américains à trouver un terrain d'entente sur la manière de réduire le déficit. Rien n'indique que l'année 2012 sera moins mouvementée : la remontée des taux se fera par tâtonnement.

### LES TAUX SOLIDEMENT ANCRÉS

L'année 2011 aura été marquante pour les marchés obligataires. En effet, une nouvelle réalité s'est instaurée avec un taux de deux ans américain évoluant autour du taux directeur de la Réserve fédérale (Fed), un taux de dix ans ne rapportant guère plus qu'une compensation pour l'inflation, et un taux de trente ans à des niveaux jamais vus en plusieurs décennies en dépit d'un haut degré d'incertitude budgétaire aux États-Unis.

L'enthousiasme du début d'année a fait place à une multitude de chocs inattendus, qui ont à leur tour cédé le terrain à un bras de fer politique. Celui-ci s'est soldé par une décote de la dette américaine, au moment où une panoplie d'indicateurs économiques laissait croire que la plus grande puissance économique de la planète pouvait replonger en récession.

Même si l'économie américaine s'est redressée en fin d'année, le marché obligataire nord-américain n'en demeure pas

moins parmi les grands gagnants au sein des classes d'actifs, soutenu par le niveau exceptionnel d'incertitude qui a déprimé les investisseurs toute l'année. L'embellie économique récente aux États-Unis n'a pas su redonner aux investisseurs le goût du risque (graphique 24). Ceux-ci sont

**Graphique 24 – Les taux américains demeurent exceptionnellement bas, malgré les statistiques encourageantes**



Sources : Datastream, Citigroup et Desjardins Études économiques

**Tableau 10**  
**États-Unis : marché des titres à revenu fixe**

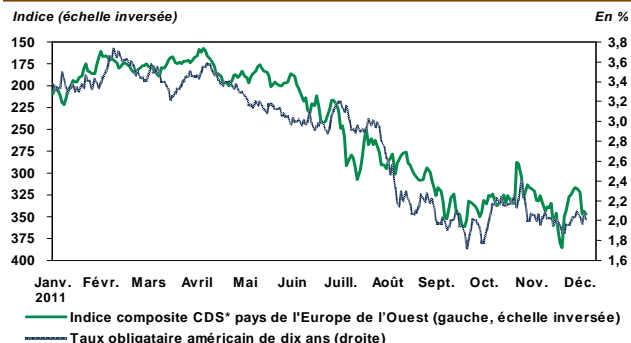
Fin de période en %	2011				2012				2013			
	T1	T2	T3	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
<b>Taux directeurs</b>												
Fonds fédéraux	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
<b>Bons du Trésor</b>												
3 mois	0,09	0,03	0,02	0,05	0,10	0,10	0,10	0,10	0,15	0,20	0,25	0,30
<b>Obligations fédérales</b>												
2 ans	0,76	0,44	0,26	0,25	0,30	0,40	0,50	0,60	0,70	0,85	1,00	1,30
5 ans	2,19	1,72	0,94	0,95	1,15	1,30	1,45	1,60	1,85	2,15	2,40	2,70
10 ans	3,45	3,16	1,93	2,05	2,15	2,25	2,40	2,50	2,75	3,10	3,30	3,50
30 ans	4,51	4,38	2,92	3,10	3,20	3,30	3,45	3,60	3,80	4,00	4,20	4,40
<b>Pente</b>												
5 ans - 3 mois	2,10	1,69	0,92	0,90	1,05	1,20	1,35	1,50	1,70	1,95	2,15	2,40
10 ans - 2 ans	2,70	2,72	1,66	1,80	1,85	1,85	1,90	1,90	2,05	2,25	2,30	2,20
30 ans - 3 mois	4,42	4,35	2,90	3,05	3,10	3,20	3,35	3,50	3,65	3,80	3,95	4,10

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

plutôt demeurés tétanisés par les risques d'un effondrement de l'euro (graphique 25).

**Graphique 25 – La tendance des taux obligataires américains a suivi de près les inquiétudes concernant l'Europe**



\* Credit default swap.  
Sources : Bloomberg, Markit, Datastream et Desjardins Études économiques

Ces craintes ont été renforcées par les nombreux échecs des décideurs européens dans leurs tentatives de rassurer les investisseurs sur la solidité des gouvernements et du système financier européens. De plus en plus de pays de la zone euro ont vu leurs coûts de financement augmenter dangereusement. L'Italie, avec sa dette massive de 1 900 G€ (2 550 G\$ US), a retenu beaucoup l'attention, mais la pression a aussi fortement augmenté sur plusieurs autres pays,

dont la France. Pour le moment, les coûts de financement de l'Allemagne et même de la France demeurent relativement faibles, mais les derniers événements confirment que la crise a atteint un seuil critique au point de menacer la survie de la zone euro. Les banques européennes, grandes détentrices d'obligations de gouvernements aux situations budgétaires précaires, accumulent des pertes à mesure que leurs avoirs sont réévalués à la baisse au cours du marché. Leur premier réflexe consiste à disposer de leurs actifs afin de préserver leurs ratios d'adéquation de fonds propres, mais cela réduit davantage la valeur des obligations souveraines européennes et augmente les coûts d'emprunt des gouvernements.

Par ailleurs, les banques européennes sont presque dans l'impossibilité d'obtenir des liquidités sur les marchés privés. Les incertitudes qu'elles ont quant au degré d'exposition des unes et des autres font qu'elles hésitent à se prêter entre elles et qu'elles doivent avoir recours aux facilités d'appoint mises sur pied par la Banque centrale européenne pour pallier leurs besoins en financement de court terme. La préoccupation à l'égard des banques se reflète également dans leurs difficultés à émettre des titres de dettes et d'actions. Les investisseurs américains sur les marchés monétaires ont notamment pondéré leurs portefeuilles au détriment des banques européennes durant la dernière année.

**Tableau 11**  
**Canada : marché des titres à revenu fixe**

Fin de période en %	2011				2012				2013			
	T1	T2	T3	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
<b>Taux directeurs</b>												
Fonds à un jour	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,50	1,50
<b>Bons du Trésor</b>												
3 mois	0,96	0,93	0,81	0,90	0,95	0,95	1,00	1,00	1,00	1,10	1,50	1,60
<b>Obligations fédérales</b>												
2 ans	1,83	1,60	0,88	0,95	1,10	1,20	1,30	1,40	1,60	1,90	2,30	2,50
5 ans	2,77	2,33	1,39	1,35	1,60	1,80	1,95	2,10	2,50	2,75	3,00	3,15
10 ans	3,35	3,11	2,15	2,10	2,30	2,45	2,60	2,70	2,90	3,20	3,40	3,60
30 ans	3,80	3,58	2,77	2,70	2,90	3,00	3,15	3,30	3,50	3,70	3,90	4,05
<b>Pente</b>												
5 ans - 3 mois	1,81	1,40	0,58	0,45	0,65	0,85	0,95	1,10	1,50	1,65	1,50	1,55
10 ans - 2 ans	1,52	1,51	1,27	1,15	1,20	1,25	1,30	1,30	1,30	1,30	1,10	1,10
30 ans - 3 mois	2,84	2,65	1,96	1,80	1,95	2,05	2,15	2,30	2,50	2,60	2,40	2,45
<b>Écart (Canada - États-Unis)</b>												
3 mois	0,87	0,90	0,79	0,85	0,85	0,85	0,90	0,90	0,85	0,90	1,25	1,30
2 ans	1,08	1,15	0,62	0,70	0,80	0,80	0,80	0,80	0,90	1,05	1,30	1,20
5 ans	0,58	0,61	0,46	0,40	0,45	0,50	0,50	0,50	0,65	0,60	0,60	0,45
10 ans	(0,10)	(0,05)	0,23	0,05	0,15	0,20	0,20	0,20	0,15	0,10	0,10	0,10
30 ans	(0,71)	(0,80)	(0,15)	(0,40)	(0,30)	(0,30)	(0,30)	(0,30)	(0,30)	(0,30)	(0,30)	(0,35)

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

**Tableau 12**  
**G7 : finances publiques**

	Surplus (déficit) budgétaire/ PIB nominal en %			Dettes brute/PIB nominal en %			Cote de crédit	
	2011p	2012p	2013p	2011p	2012p	2013p	S&P	Moody's
États-Unis	(10,0)	(9,3)	(8,3)	97,6	103,6	108,5	AA+	Aaa
Canada	(5,0)	(4,1)	(3,0)	87,8	92,8	96,6	AAA	Aaa
Japon	(8,9)	(8,9)	(9,5)	211,7	219,1	226,8	AA-	Aa3
Allemagne	(1,2)	(1,1)	(0,6)	86,9	87,3	86,4	AAA	Aaa
France	(5,7)	(4,5)	(3,0)	98,6	102,4	104,1	AAA	Aaa
Italie	(3,6)	(1,6)	(0,1)	127,7	128,1	126,6	A	A2
Royaume-Uni	(9,4)	(8,7)	(7,3)	90,0	97,2	102,3	AAA	Aaa
Zone euro	(4,0)	(2,9)	(1,9)	95,6	97,9	98,2	AAA	Aaa

p : prévisions

Source : Organisation de coopération et de développement économiques, novembre 2011 (données pour l'ensemble des administrations publiques)

Dans ce contexte, le système bancaire européen prend parfois des allures de bombe à retardement, dont l'impact potentiel ultime est extrêmement difficile à évaluer. Dans une optique de positionnement de portefeuille, le marché des actions nord-américaines, malgré sa sous-évaluation, reste à la merci des dénouements en Europe. Les investisseurs ont toujours fraîchement en mémoire la débâcle des places boursières mondiales lors de la dernière crise bancaire. Bien qu'elle ait été mauvaise, l'année 2011 n'a pas été au même niveau de catastrophe que 2008 et 2009 sur les Bourses, ce qui suggère que, dans un scénario d'effondrement en Europe, les pertes se poursuivraient en 2012. Par ailleurs, la récession européenne et un ralentissement possible dans les pays émergents mettent en relief les risques à la baisse sur la demande et les cours des matières premières. Comme placement moins à risque, il reste donc les obligations d'un groupe de pays ayant conservé une certaine confiance au point de vue fiscal et économique, ou encore celles considérées comme valeurs refuges. On compte, parmi ce groupe d'obligations, celles des États-Unis, du Canada, de l'Australie, de la Nouvelle-Zélande, du Royaume-Uni et, pour l'instant, de l'Allemagne.

#### OBLIGATIONS AMÉRICAINES : LA FED DEMEURE ACTIVE

Malgré l'attrait dont a profité le marché obligataire américain, la marge de manœuvre à la baisse est très limitée du point de vue des taux nominaux, les taux réels étant à des niveaux difficilement soutenables. Le taux réel de cinq ans se situe profondément en territoire négatif, tandis que celui de dix ans évolue près de zéro. Le niveau actuel des taux réels, combiné à l'amélioration des conditions économiques aux États-Unis, laisse croire que le taux de dix ans est environ 100 points de base inférieur à ce qu'il devrait être en temps normal. Les craintes relatives à l'Europe expliquent évidemment l'essentiel de cet écart.

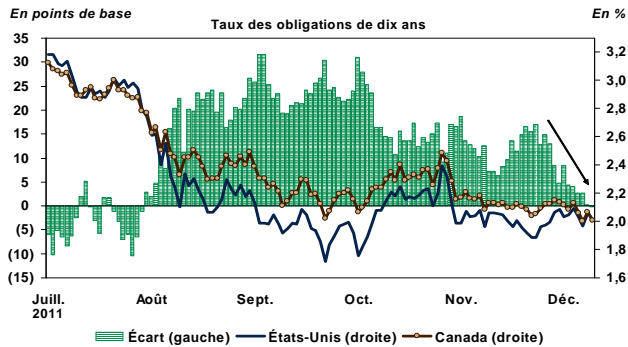
Les bas taux réels indiquent que des baisses supplémentaires des taux nominaux devront probablement passer par une modération des anticipations d'inflation du marché. Il s'agit d'un scénario envisageable dans un cadre plus pessimiste. Si la récession européenne devait déclencher un choc systémique global par l'entremise du système bancaire, les craintes de récession aux États-Unis s'en trouveraient amplifiées et les anticipations d'inflation se modéreraient. Les taux pourraient alors atteindre de nouveaux creux, d'autant plus que les marchés s'attendraient à d'autres mesures musclées de la Fed.

Le scénario de base n'envisage pas une baisse additionnelle des taux, mais il intègre néanmoins de nouvelles mesures d'assouplissement quantitatif en début d'année 2012. La Fed continuera également son programme *Operation Twist* jusqu'à juin, ce qui occasionnera des achats nets de l'ordre d'environ 13 G\$ US par mois en obligations à échéance de 30 ans. Ces mesures, combinées aux incertitudes à l'égard de l'Europe, continueront de garder les taux obligataires à des niveaux exceptionnellement bas sur l'ensemble de la courbe, particulièrement en début d'année.

#### LES OBLIGATIONS FÉDÉRALES CANADIENNES FONT PARTIE D'UN CLUB SÉLECT

Même si les statistiques économiques se sont améliorées au Canada depuis l'été dernier, les taux obligataires ont été maintenus à de bas niveaux par l'incertitude mondiale. Le taux de deux ans est repassé sous 1,00 %, évoluant généralement entre 0,90 % et 0,95 % depuis le début de novembre. Le taux de dix ans a quant à lui atteint un nouveau creux de 1,96 % en décembre. Fait à noter, le taux de dix ans canadien est repassé sous son équivalent américain pour la première fois depuis juillet (graphique 26 à la page 32), confirmant la place du marché obligataire canadien au rang des plus attrayants à travers le monde. Même si les achats d'obli-

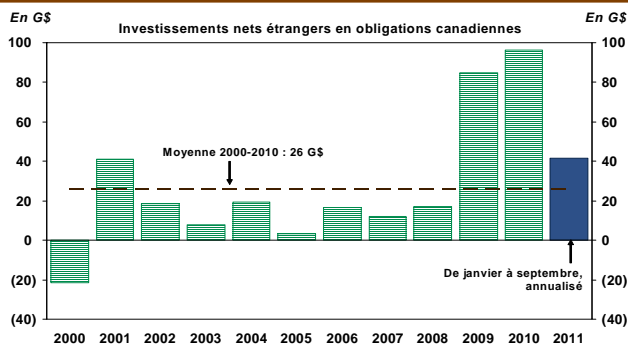
**Graphique 26 – L'écart entre les taux des obligations fédérales canadiennes et américaines de dix ans s'est refermé**



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

gations canadiennes par les étrangers ont été moins importants en 2011 qu'en 2010 (une année record), ils sont tout de même supérieurs à la moyenne de la dernière décennie (graphique 27).

**Graphique 27 – Les investisseurs étrangers ont continué d'acheter des obligations canadiennes en 2011**



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

En plus de la demande étrangère relativement soutenue, les anticipations d'assouplissement monétaire par la Banque du Canada (BdC) ont contribué à maintenir les taux canadiens à de bas niveaux. Même s'ils ne prévoient pas une baisse immédiate du taux directeur au Canada, les investisseurs tablent toujours sur une réduction dans un horizon de trois mois. Les marchés semblent ainsi miser sur un scénario dans lequel les tensions en Europe et la faiblesse de l'économie américaine finissent par gagner l'économie canadienne, forçant la BdC à détendre sa politique monétaire. Il s'agit bel et bien d'un risque à la baisse, mais le scénario de base demeure celui d'une croissance suffisante pour empêcher une baisse additionnelle du taux directeur qui, il faut le rappeler, est déjà cantonné à un niveau très bas.

**LA REMONTÉE DES TAUX NE SE FERA PAS RAPIDEMENT**

L'année 2012 devrait se caractériser par le début d'une lente remontée des taux obligataires dans l'optique où l'économie américaine affiche une modeste croissance et où les dirigeants européens effectuent de lents progrès pour résoudre la crise. Les cibles de fin d'année 2012 pour les taux de dix ans s'établissent à 2,5 % et à 2,7 % pour les États-Unis et le Canada respectivement, ce qui constitue de faibles progrès, conformément au scénario de croissance molle et de prolongement de l'incertitude sur les marchés financiers. La dynamique de la remontée des taux devrait se traduire par une pentification très progressive des courbes 2/10 américaine et canadienne, avec des cibles respectives de l'ordre de 190 et de 130 points de base pour la fin de l'année 2012.

**Tableau 13**  
**Canada : finances publiques des gouvernements fédéral et provinciaux**

	Surplus (déficit) (1) en M\$		Surplus (déficit) budgétaire en % du PIB	Dette nette en % du PIB (2)	Cote de crédit	
	2010-2011	2011-2012p	2011-2012p	2011-2012p	S&P	Moody's
Gouvernement fédéral	(33 400)	(31 000)	(1,8)	34,6	AAA	Aaa
T.-N.-L.	485	59	0,2	30,8	A+	Aa2
Île-du-Prince-Édouard	(53)	(42)	(0,8)	36,4	A	Aa2
Nouvelle-Écosse	569	(320)	(0,9)	37,8	A+	Aa2
Nouveau-Brunswick	(633)	(514)	(1,7)	34,7	AA-	Aa2
Québec	(3 150)	(3 800)	(1,1)	49,7	A+	Aa2
Ontario	(14 011)	(15 994)	(2,5)	37,8	AA-	Aa1
Manitoba	(298)	(438)	(0,8)	27,3	AA	Aa1
Saskatchewan	47	361	0,6	5,6	AAA	Aa1
Alberta	0	0	0,0	(5,6)	AAA	Aaa
Colombie-Britannique	(309)	(2 778)	(1,4)	17,7	AAA	Aaa

p : prévisions; (1) Incluent des réserves pour éventualités pour certains gouvernements; (2) Calculé à partir des résultats de 2010 pour les PIB des autres provinces que le Québec et l'Ontario.

Sources : Ministères des Finances du Canada et du Québec et Desjardins, Études économiques



# MARCHÉS BOURSIERS

## Les Bourses devraient reprendre une tendance haussière en 2012

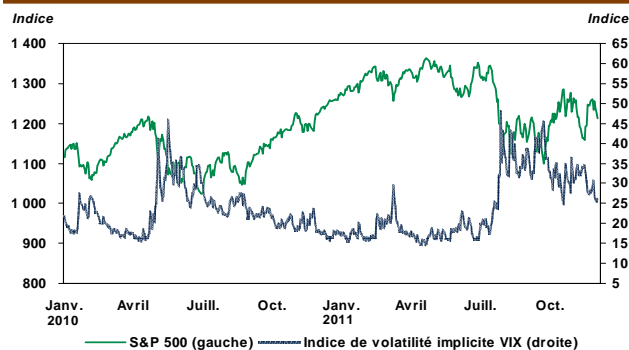
L'incapacité des autorités européennes à présenter une solution complète et définitive à la crise des dettes souveraines a été un facteur déterminant de la performance décevante des Bourses nord-américaines en 2011. Les profits des entreprises ont toutefois continué de progresser à un bon rythme, rendant les indices boursiers attrayants, surtout si on les compare aux titres à revenu fixe. Malgré une croissance économique limitée et le maintien de certaines incertitudes, les Bourses devraient ainsi être en mesure de progresser à un bon rythme en 2012 et en 2013.

### L'EUROPE CONTINUE D'INQUIÉTER LES INVESTISSEURS

Après une première moitié de 2011 respectable, les indices boursiers nord-américains ont violemment chuté à partir de la fin du mois de juillet. Cette baisse résultait de plusieurs facteurs dont une nouvelle accentuation de la crise des dettes souveraines en zone euro, la publication de données économiques très décevantes aux États-Unis et l'impasse politique dans ce pays qui a amené la firme Standard & Poor's à décaler la dette américaine.

Malgré des statistiques économiques plus encourageantes aux États-Unis, les Bourses ont été incapables de rebondir de façon décisive au cours des derniers mois. Cela s'explique essentiellement par la tournure de plus en plus inquiétante de la crise européenne. La contagion a ainsi atteint l'Italie et elle menace même la France et l'Allemagne. Le pire scénario, soit l'éclatement de la zone euro qui entraînerait une crise financière majeure ressemblant à celle qui a suivi la faillite de Lehman Brothers, ne paraît donc plus totalement improbable. Les indices boursiers ont ainsi fluctué sans direction claire au cours des derniers mois, au rythme des événements en zone euro, et les inquiétudes des investisseurs demeurent relativement élevées (graphique 28).

**Graphique 28 – Les tensions financières restent plus élevées qu'en début d'année, contribuant au recul des Bourses**



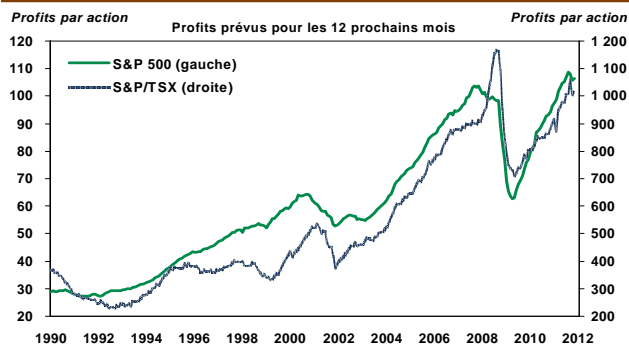
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Au moment d'écrire ces lignes, il semble que l'indice S&P 500 terminera 2011 près de son niveau du début de l'année. Une baisse d'environ 20 % des titres financiers américains, un secteur particulièrement exposé à une nouvelle crise, a été le principal frein à la Bourse américaine en 2011. L'année a été encore plus difficile pour la Bourse canadienne, qui se dirige vers un recul d'environ 10 % depuis le commencement de l'année alors que les importants secteurs des matériaux, de l'énergie et de la finance ont tous reculé significativement.

### LA PERFORMANCE DES ENTREPRISES DEMEURE IMPRESSIONNANTE

À notre avis, l'évolution décevante des indices boursiers en 2011 n'est pas une raison suffisante pour tourner le dos à la Bourse. De par leur nature, les placements boursiers sont volatils et il est normal qu'ils connaissent parfois une année difficile, surtout après un rebond important. Le S&P 500 et le S&P/TSX affichent ainsi toujours des gains respectifs de près de 35 % et de 30 % depuis la fin de l'année 2008. Mieux encore, la tendance haussière des dernières années s'est appuyée sur une croissance rapide des profits des entreprises (graphique 29). Cela s'est poursuivi en 2011 alors que l'on

**Graphique 29 – La remontée des profits demeure impressionnante**



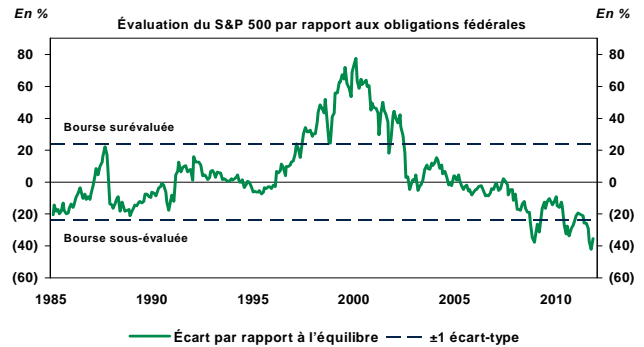
Sources : Institutional Brokers Estimate System et Desjardins, Études économiques

estime que les bénéfices d'exploitation ont progressé de plus de 15 % aux États-Unis et d'environ 25 % au Canada.

La hausse spectaculaire des profits au cours des dernières années reflète en partie un rebond après la grande récession. Une modération de leur croissance paraît ainsi inévitable maintenant que de nouveaux sommets ont été atteints. Cependant, on peut toujours anticiper des progressions d'environ 10 % des profits des deux côtés de la frontière en 2012 et en 2013, malgré des perspectives de croissance économique relativement modestes. La situation financière favorable des entreprises, la faible pression à la hausse sur leurs coûts découlant des bas taux d'intérêt, de la modération des prix des matières premières et du haut taux de chômage, et la présence grandissante des entreprises nord-américaines dans les économies émergentes devraient continuer à soutenir la progression des profits.

Le niveau élevé et les perspectives relativement favorables des bénéfices rendent les indices boursiers nord-américains attrayants d'un point de vue fondamental. Les différents ratios cours/bénéfices indiquent ainsi que les indices boursiers sont soit légèrement sous-évalués, soit correctement évalués. Les Bourses paraissent même franchement sous-évaluées si l'on compare le rendement promis par les titres boursiers à ceux offerts par les titres obligataires, en utilisant par exemple notre version du modèle de la Réserve fédérale (graphique 30).

**Graphique 30 – La Bourse est fortement sous-évaluée par rapport au marché obligataire**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

### LES PROCHAINES ANNÉES S'ANNONCENT MEILLEURES

À court terme, les mouvements des indices boursiers continueront d'être fortement influencés par l'évolution de la situation en zone euro. La volatilité risque ainsi de demeurer élevée un certain temps, mais le pire devrait être évité alors que la probabilité d'une crise financière semblable à celle de l'automne 2008 demeure faible. Les Bourses devraient ainsi tôt au tard reprendre leur tendance haussière des dernières années pour mieux refléter la situation enviable des entreprises. En moyenne, les principaux indices boursiers américains et canadiens devraient ainsi progresser d'environ 8 % au cours des deux prochaines années.

**Tableau 14**  
**Marchés boursiers : historique et prévisions**

	2011p	2012p	2013p
<b>États-Unis</b>			
Fin de période			
Indice S&P 500	Cible : 1 240 (-1,4 %) (fourchette : 1 180 à 1 300)	Cible : 1 325 (+6,9 %) (fourchette : 1 225 à 1 425)	Cible : 1 440 (+8,7 %) (fourchette : 1 340 à 1 540)
Bénéfices du S&P 500	Consensus : 97,26 \$ (+16,4 %) Desjardins : 97,00 \$ (+16,1 %)	Consensus : 106,53 \$ (+9,5 %) Desjardins : 106,00 \$ (+9,3 %)	Consensus : 119,48 \$ (+12,2 %) Desjardins : 117,00 \$ (+10,4 %)
Ratio cours/bénéfices* du S&P 500	12,8	12,5	12,3
Indice Dow Jones	Cible : 12 000 (+3,6 %) (fourchette : 11 500 à 12 500)	Cible : 12 700 (+5,8 %) (fourchette : 11 700 à 13 700)	Cible : 13 800 (+8,7 %) (fourchette : 12 800 à 14 800)
<b>Canada</b>			
Indice S&P/TSX	Cible : 12 100 (-10,0 %) (fourchette : 11 600 à 12 600)	Cible : 13 100 (+8,3 %) (fourchette : 12 100 à 14 100)	Cible : 14 200 (+8,4 %) (fourchette : 13 200 à 15 200)
Bénéfices du S&P/TSX	Consensus : 927,82 \$ (+25,8 %) Desjardins : 920,00 \$ (+24,7 %)	Consensus : 1 057,02 \$ (+13,9 %) Desjardins : 1 020,00 \$ (+10,9 %)	Consensus : 1 182,97 \$ (+11,9 %) Desjardins : 1 130,00 \$ (+10,8 %)
Ratio cours/bénéfices* du S&P/TSX	13,2	12,8	12,6

p : prévisions; \* Niveau réalisé ou cible de l'indice, divisé par les bénéfices réalisés ou prévus par Desjardins.

Sources : Datastream, I/B/E/S et Desjardins, Études économiques

# MARCHÉ DES DEVICES

## L'euro sur une pente glissante

*Les tensions financières liées au problème des dettes souveraines et la récession en zone euro devraient se traduire par un recul plus marqué de la devise commune. L'incertitude devrait rester palpable sur les marchés financiers pendant encore plusieurs mois, ce qui favorisera la devise américaine. Celle-ci bénéficie d'un effet de valeur refuge depuis la fin de l'été. Pour la même raison, le yen pourrait tendre à s'apprécier, mais le plus grand degré d'interventionnisme des autorités monétaires nipponnes sur le marché des changes ne milite pas en faveur de ce scénario. Le dollar canadien pourrait perdre quelques cents contre le billet vert dans les mois à venir et se maintenir sous la parité pendant la majeure partie de 2012.*

### LA PRESSION S'ACCUMULE SUR L'EURO

L'euro qui valait aux alentours de 1,45 \$ US en août s'est considérablement affaibli au cours des derniers mois. La devise européenne demeure cependant encore loin de son creux cyclique de 1,1876 \$ US atteint au printemps 2010, lors d'une phase critique de la crise de la dette grecque. Cela dit, au rythme où les mauvaises nouvelles continuent à s'accumuler en zone euro, le creux du printemps 2010 pourrait bien être testé prochainement.

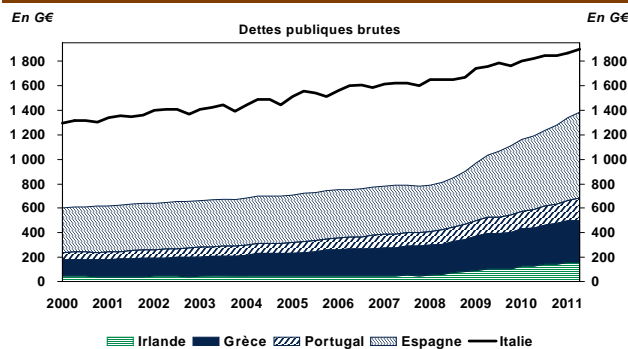
La crise des dettes souveraines a pris une tournure inquiétante durant l'automne avec les tensions qui ont gagné les obligations italiennes et espagnoles. On change assurément de catégorie de pays dans le cas de l'Italie. L'économie italienne étant la troisième en importance de la zone euro, il serait donc très difficile pour les autres membres de la zone de lui venir en aide. La taille absolue de la dette italienne dépasse l'encours réuni des dettes publiques de la Grèce, de l'Irlande, du Portugal et de l'Espagne (graphique 31). La résolution de la crise des dettes souveraines devra nécessairement passer par des plans d'austérité musclés afin de rétablir durablement la confiance des investisseurs envers la solvabilité des gouvernements. Le parcours d'assainissement des finances publiques risque cependant d'être ponctué d'em-

bûches et de nuire à la croissance économique à court terme. Les tensions devraient donc demeurer vives pour encore quelque temps et continuer de nuire à l'euro.

La récession prévue en zone euro forcera la Banque centrale européenne (BCE) à assouplir davantage sa politique monétaire. L'euro devrait perdre quelques cents alors que le principal taux d'intérêt directeur de la BCE sera probablement abaissé à un nouveau plancher de 0,50 % d'ici mars 2012. Qui plus est, une devise faible deviendra de plus en plus justifiée d'un point de vue fondamental. Des gains du commerce extérieur seront requis pour compenser la mollesse de la demande intérieure.

Les scénarios extrêmes qui incluent le démantèlement, voire l'éclatement, de la zone euro paraissent encore peu probables pour l'instant. Il n'est pas évident que la séparation de la zone euro serait une issue intéressante tant pour les pays qui quitteraient la zone que pour ceux qui y demeureraient. Les déserteurs, qui feraient sans doute défaut sur une partie de leurs dettes, auraient de la difficulté à se financer sur les marchés internationaux. Ils risqueraient aussi de perdre leur accès au marché commun européen, leur économie pourrait être touchée par une inflation élevée et ils devraient assumer les coûts d'une devise nationale faible et volatile. Pour les pays qui resteraient dans la zone, cela se ferait vraisemblablement au prix de pertes financières considérables pour le système bancaire eurolandais en raison des défauts qui surviendraient sur les dettes souveraines libellées en euro. Cela amènerait des pressions négatives sur la devise et sur l'économie de la zone en général. En somme, tant les pays en difficulté que les pays en meilleure santé financière ont encore intérêt à trouver des solutions viables pour l'euro. Les dirigeants sont parvenus à s'entendre sur certains aspects le 9 décembre dernier. Reste à savoir s'ils pourront les appliquer. Plusieurs points importants doivent encore être clarifiés, dont la question de la recapitalisation des banques et celle du financement des mesures de soutien pour les grands pays en difficulté (Espagne et Italie).

**Graphique 31 – La dette publique italienne dépasse celles de la Grèce, de l'Irlande, du Portugal et de l'Espagne réunies**

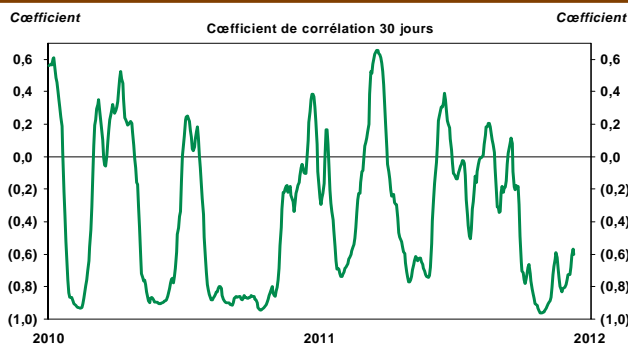


Sources : Eurostat et Desjardins, Études économiques

### LE DOLLAR AMÉRICAIN BÉNÉFICIE D'UN EFFET DE VALEUR REFUGE

Faute d'un plan précis et crédible pour résoudre définitivement la crise européenne, le contexte reste favorable au dollar américain, dont la corrélation avec le cours des actifs risqué est très significative depuis quelques mois (graphique 32). L'absence d'un réel substitut au billet vert oblige les investisseurs à se tourner vers celui-ci lorsque l'aversion pour le risque est élevée. Outre les tensions en zone euro, d'autres facteurs pourraient alimenter les craintes dans les mois à venir. Par exemple, même si les statistiques économiques américaines sont plus encourageantes qu'à l'été, elles continuent à témoigner d'une croissance économique faible qui pourrait rapidement tomber à des niveaux plus critiques. La Chine est également à surveiller. Un freinage trop brusque de son économie réduirait considérablement la croissance économique mondiale.

**Graphique 32 – La corrélation entre le dollar américain et l'indice boursier S&P 500 reste très négative**



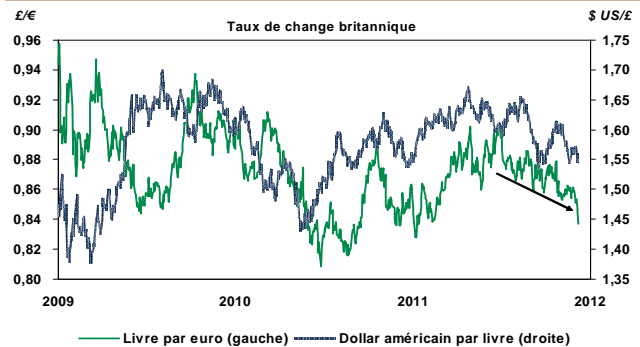
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Sur le plan de la politique monétaire, le dollar américain ne devrait pas être trop affecté par un troisième programme quantitatif (QE3) de la Réserve fédérale, attendu au premier trimestre de 2012. Ce scénario est déjà en partie escompté dans la valeur du billet vert, et la plupart des autres banques centrales d'importance sont également en mode assouplissement. Un QE3 pourrait néanmoins accélérer la diminution de l'aversion pour le risque sur les marchés, ce qui pourrait finalement être défavorable à la devise américaine dès le second trimestre de 2012.

### LA LIVRE S'APPRÉCIE PAR RAPPORT À L'EURO

La livre tend à s'apprécier par rapport à l'euro lorsque les tensions financières augmentent de l'autre côté de la Manche, mais elle se déprécie relativement au billet vert (graphique 33). La paire EUR/GBP s'était stabilisée au-dessus de 0,85 £/€ avant l'annonce le 9 décembre du plan pour soutenir la zone euro, mais les investisseurs n'ont pas été rassurés très longtemps et la paire EUR/GBP a reculé sous 0,84 £/€. L'effet sur la livre semble plus significatif lorsque les

**Graphique 33 – Appréciation de la livre contre l'euro**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

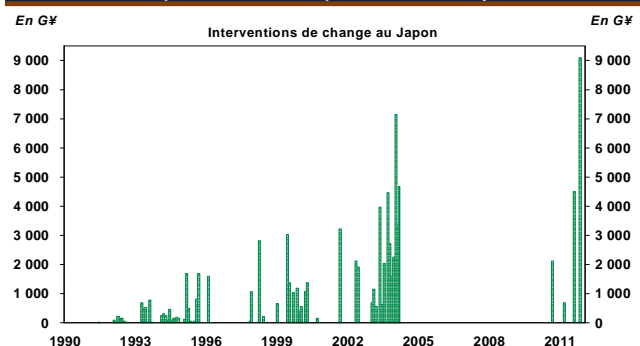
problèmes financiers menacent l'ensemble de la zone euro. Les investisseurs sont alors davantage incités à trouver une solution de remplacement aux titres libellés en euro.

À court terme, la persistance des tensions financières et une récession en zone euro pourraient être favorables à la livre. Néanmoins, la forte possibilité d'une augmentation des mesures quantitatives de la Banque d'Angleterre d'ici février prochain et d'une récession qui pourrait aussi survenir au Royaume-Uni limiterait le potentiel d'appréciation de la livre. Par ailleurs, une appréciation importante de cette devise pourrait rapidement nuire à la compétitivité des exportateurs britanniques envers le reste de l'Europe, le principal marché du Royaume-Uni.

### LES AUTORITÉS NIPPONES SONT PLUS INTERVENTIONNISTES SUR LE YEN

Pour une quatrième fois en un peu plus d'un an, le ministère des Finances du Japon a demandé à sa banque centrale de vendre des yens pour dévaluer la monnaie nippone (graphique 34). Si l'efficacité à long terme des interventions de change paraît souvent limitée, celles-ci semblent au moins avoir permis de freiner l'appréciation du yen et de réduire sa volatilité. Les autorités monétaires n'ont pas de cible

**Graphique 34 – Les autorités monétaires nippones sont une fois de plus intervenues pour dévaluer le yen**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques



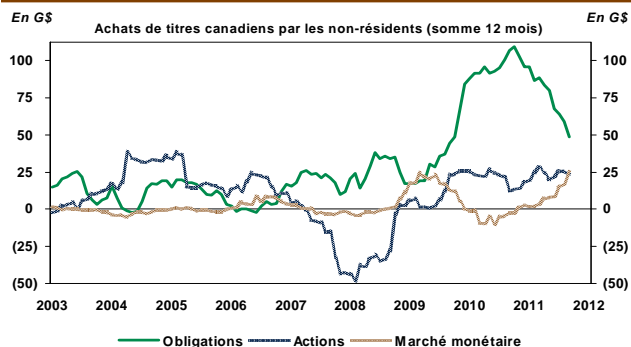
officielle à atteindre en matière de taux de change, mais elles se montrent réticentes à ce que ce dernier descende sous les 77 ¥/\$ US. Avant l'intervention du 31 octobre dernier, le taux de change japonais avait atteint un creux historique de 75,57 ¥/\$ US. Après l'intervention, le taux de change a bondi à plus de 79 ¥/\$ US, puis il s'est stabilisé aux alentours de 77 ¥/\$ US.

La dépréciation du yen reste le scénario le plus probable à plus long terme en raison de la faiblesse structurelle de l'économie nipponne. Pour l'instant, un rebond temporaire de l'économie et un degré d'assouplissement monétaire inférieur à celui observé aux États-Unis retardent cette dépréciation. Les tensions sur les marchés financiers pourraient par ailleurs faire bénéficier le yen d'un effet de valeur refuge, mais d'autres interventions de change sont attendues au besoin pour affaiblir la devise.

### UN HUARD SOUS LA PARITÉ

En dépit des prix élevés du pétrole, le dollar canadien est descendu sous la parité par rapport au dollar américain. La relation avec les prix du brut s'est révélée moins robuste récemment. Les cours d'autres ressources ont toutefois reculé. La devise canadienne a aussi souffert de la plus grande aversion des investisseurs pour le risque et de la vigueur du billet vert. Les investisseurs internationaux se sont réfugiés moins massivement dans les titres canadiens. La demande étrangère pour les obligations canadiennes a continué de fléchir après avoir atteint des sommets un an plus tôt (graphique 35). En revanche, la demande pour les titres du marché

Graphique 35 – Les obligations canadiennes sont moins prisées



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

monétaire arborant l'unifolié s'est accrue. Comparativement aux autres principales banques centrales, la Banque du Canada (BdC) n'a pas récemment assoupli sa politique monétaire, ce qui procure un avantage aux titres canadiens de très court terme.

Une parité durable par rapport au billet vert sera difficile à atteindre à court terme alors que plusieurs embûches pointent toujours à l'horizon pour l'économie mondiale. Le fait que la BdC devrait maintenir le *statu quo*, même si les tensions sont appelées à rester vives, aidera probablement à limiter d'autres pertes éventuelles du dollar canadien par rapport au billet vert. À plus long terme, les perspectives sont plutôt positives pour la devise canadienne avec le contexte économique et financier qui devrait s'améliorer graduellement.

Tableau 15  
Marché des devises : historique et prévisions

Fin de période	2011		2012				2013			
	T3	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
<b>Dollar américain</b>										
Dollar canadien (USD/CAD)	1,0501	1,0309	1,0638	1,0526	1,0204	1,0000	0,9901	0,9804	0,9709	0,9615
Euro (EUR/USD)	1,3417	1,3000	1,1800	1,2000	1,2200	1,2500	1,2700	1,3000	1,3200	1,3400
Livre sterling (GBP/USD)	1,5578	1,5500	1,4700	1,5000	1,5200	1,5500	1,5600	1,5800	1,6000	1,6200
Yen (USD/JPY)	77,07	77,00	77,00	78,00	79,00	80,00	82,00	84,00	85,00	86,00
Dollar australien (AUD/USD)	0,9663	0,9900	0,9500	0,9700	0,9900	1,0100	1,0200	1,0300	1,0400	1,0500
Peso mexicain (USD/MXN)	13,90	14,00	14,25	14,00	13,60	13,30	13,10	12,90	12,80	12,70
Yuan chinois (USD/CNY)	6,38	6,30	6,25	6,15	6,05	6,00	5,95	5,90	5,85	5,80
Dollar effectif* (1973 = 100)	72,81	73,89	78,32	77,49	76,28	74,96	74,39	73,54	72,85	72,20
<b>Dollar canadien</b>										
Dollar américain (CAD/USD)	0,9523	0,9700	0,9400	0,9500	0,9800	1,0000	1,0100	1,0200	1,0300	1,0400
Euro (EUR/CAD)	1,4089	1,3402	1,2553	1,2632	1,2449	1,2500	1,2574	1,2745	1,2816	1,2885
Livre sterling (GBP/CAD)	1,6358	1,5979	1,5638	1,5789	1,5510	1,5500	1,5446	1,5490	1,5534	1,5577
Yen (CAD/JPY)	73,39	74,69	72,38	74,10	77,42	80,00	82,82	85,68	87,55	89,44
Dollar australien (AUD/CAD)	1,0147	1,0206	1,0106	1,0211	1,0102	1,0100	1,0099	1,0098	1,0097	1,0096
Peso mexicain (CAD/MXN)	13,24	13,58	13,40	13,30	13,33	13,30	13,23	13,16	13,18	13,21
Yuan chinois (CAD/CNY)	6,08	6,11	5,88	5,84	5,93	6,00	6,01	6,02	6,03	6,03

p : prévisions; \* Pondéré par les échanges commerciaux avec les principaux partenaires des États-Unis.

Sources : Datastream, Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

# MATIÈRES PREMIÈRES

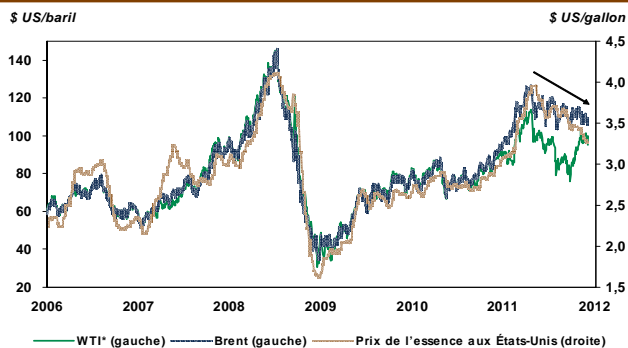
## L'année 2012 s'annonce difficile

L'augmentation des tensions financières et la détérioration des perspectives économiques mondiales ont entraîné un recul des prix de la plupart des matières premières au cours des derniers mois. Cette tendance devrait se poursuivre en 2012 alors que l'activité économique reculera en Europe et que l'économie mondiale progressera à un rythme modeste. Le prix de l'or demeurera élevé, profitant des inquiétudes des investisseurs et des taux d'intérêt très faibles. L'année 2013 devrait être plus favorable pour les matières premières industrielles.

### LES COURS PÉTROLIERS SERONT AFFECTÉS PAR LE RALENTISSEMENT ÉCONOMIQUE

La performance récente du pétrole *WTI* (*West Texas Intermediate*) a de quoi surprendre. Après être descendu aux environs de 75 \$ US le baril au début du mois d'octobre, le prix de ce type de pétrole a remonté près de 100 \$ US le baril au cours des derniers mois, malgré un environnement économique et financier généralement défavorable aux matières premières industrielles. Cette hausse récente n'a toutefois pas beaucoup de conséquences économiques puisqu'elle ne reflète pas une hausse généralisée des prix du pétrole, mais seulement une réduction de l'écart de prix négatif entre le *WTI* et les autres types de pétrole. De façon générale, les cours pétroliers ont plutôt évolué à la baisse depuis le printemps dernier, entraînant une modération des prix de l'essence (graphique 36).

**Graphique 36 – Le Brent reflète mieux la véritable tendance des cours pétroliers en 2011**



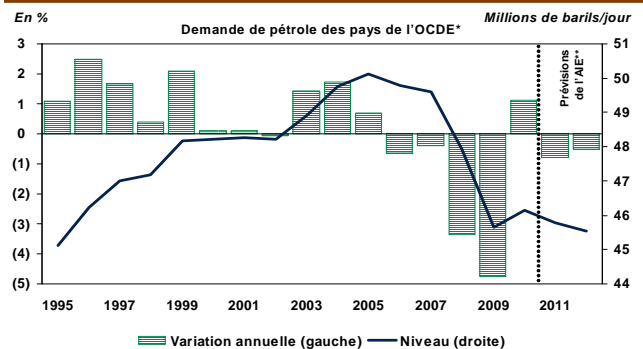
\* West Texas Intermediate.  
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Les prix très faibles du *WTI*, sur une base relative, durant la majeure partie de 2011 provenaient d'un surplus de pétrole brut dans le Midwest américain qui semblait vouloir perdurer plusieurs trimestres. Les stocks dans cette région ont cependant reculé plus rapidement que prévu alors que l'importante possibilité d'arbitrage a rendu rentable l'utilisation du transport routier, maritime et ferroviaire pour transporter

le pétrole *WTI* hors du Midwest. L'acquisition partielle de l'oléoduc Seaway par Enbridge à la mi-novembre et son intention de modifier cette installation pour acheminer du pétrole hors du Midwest ont accéléré la fermeture de l'écart de prix entre le *WTI* et le Brent.

Une légère diminution des stocks mondiaux de produits pétroliers en 2011, résultant surtout de la perte de la production libyenne, a aussi aidé à maintenir les prix de l'or noir relativement élevés. Les actions énergétiques mises en place depuis la chute du régime Kadhafi semblent toutefois porter fruits, et une remontée significative de la production libyenne est maintenant anticipée au cours des prochains trimestres. Dans un contexte où tout indique que la croissance de la demande mondiale sera très limitée, alors que les pays industrialisés réduiront de nouveau leur consommation de pétrole (graphique 37), et où l'AIE (Agence internationale de l'énergie) anticipe une croissance robuste de la production de pétrole des pays non membres de l'OPEP (Organisation des pays exportateurs de pétrole), les cours pétroliers devraient redescendre en 2012 pour se situer en moyenne à 87 \$ US le baril. Ce scénario suppose le maintien de certaines tensions au Moyen-Orient, liées particulièrement à la situation en Iran, mais non un important conflit dans la région qui couperait l'approvisionnement pétrolier. Un con-

**Graphique 37 – Les pays industrialisés diminueront de nouveau leur consommation de pétrole en 2012**



\* Organisation de coopération et de développement économiques; \*\* Agence internationale de l'énergie.  
Sources : Datastream, Agence internationale de l'énergie et Desjardins, Études économiques

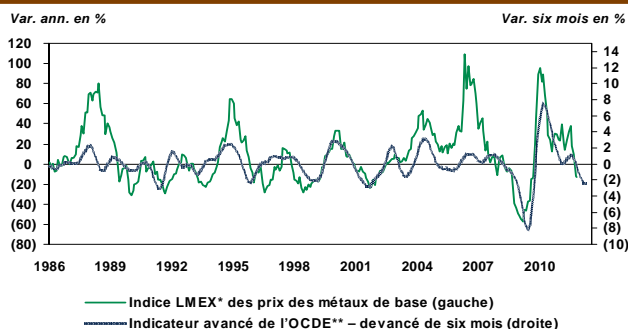
texte économique plus favorable en 2013 devrait ramener les cours pétroliers aux environs de 100 \$ US le baril.

La croissance économique limitée et les stocks très importants en Amérique du Nord devraient maintenir les prix du gaz naturel aux environs de 4 \$ US par *MMBTU* (*Million British Thermal Unit*) au cours des prochaines années.

### LES DIFFICULTÉS ÉCONOMIQUES CONTINUERONT DE NUIRE AUX PRIX DES MÉTAUX EN 2012

Après avoir commencé l'année 2011 en force, les prix de tous les métaux industriels ont enregistré des reculs importants en seconde moitié d'année. Cette évolution n'est pas surprenante. Le ralentissement de plus en plus évident de l'économie mondiale aura un impact important sur la demande de métaux au cours des prochains trimestres. La chute de l'indice *LMEX* (*London Metal Exchange Index*) des prix des métaux de base semble ainsi justifiée par le recul de l'indicateur avancé de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) (graphique 38). Alors que l'économie mondiale ne devrait progresser que de 3,1 % en 2012, les perspectives semblent assez sombres pour les prix des métaux industriels.

**Graphique 38 – Le recul des prix des métaux industriels est conforme à la dégradation des perspectives économiques**

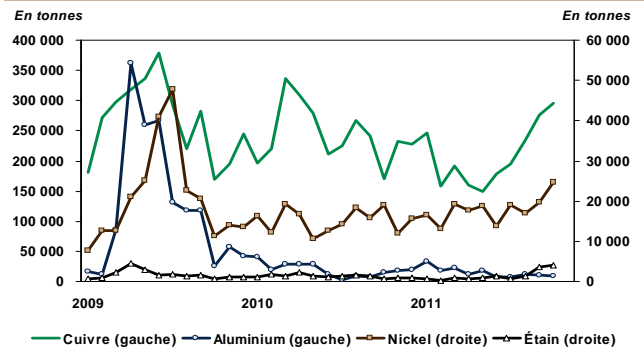


\* *London Metal Exchange Index*; \*\* Incluant six grandes économies émergentes. OCDE : Organisation de coopération et de développement économiques.

Sources : Datastream, Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

En l'absence de crise financière majeure, il serait cependant surprenant que les prix des métaux chutent beaucoup plus bas. Malgré certains signes de ralentissement, l'économie chinoise devrait continuer de croître rapidement au cours des prochaines années, limitant ainsi le ralentissement de la demande de métaux. En fait, on observe même depuis quelques mois une remontée significative des importations chinoises de métaux (graphique 39). Il faut dire qu'au cours des dernières années le gouvernement chinois a parfois profité de replis des prix pour regarnir ses stocks de métaux. La croissance limitée de la production mondiale de certains métaux, particulièrement le cuivre et l'étain, contribuera aussi à maintenir des prix relativement élevés. Cela devrait également permettre aux prix des métaux de base de reprendre

**Graphique 39 – Les importations chinoises de certains métaux de base ont remonté récemment**



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

une tendance haussière en 2013, alors que l'économie mondiale renouera avec un rythme de croissance plus normal.

### LE PRIX DE L'OR POURRAIT SE STABILISER UN CERTAIN TEMPS

À la fin de l'été, l'augmentation des tensions financières a fortement favorisé les métaux précieux, particulièrement l'or dont le prix a bondi d'environ 400 \$ US l'once en quelques mois pour atteindre un nouveau sommet de plus de 1 900 \$ US l'once. L'intensification de la crise des dettes souveraines en Europe, alors qu'à certains moments la zone euro semblait sur le point d'éclater et d'entraîner une crise de liquidité mondiale, a cependant causé certains replis marqués du prix de l'or et de l'argent au cours des derniers mois. Il faut dire qu'en cas de tensions financières extrêmes le billet vert et les obligations gouvernementales deviennent plus recherchés que l'or comme valeur refuge. Malgré certaines hésitations et un billet vert fort, le prix de l'or demeure relativement élevé, aux environs de 1 600 \$ US l'once.

À notre avis, le contexte financier demeurera assez favorable à l'or en 2012, ce qui devrait permettre au prix du métal jaune de se maintenir près des niveaux actuels. Les incertitudes financières, alors que les problèmes de la zone euro seront difficiles à dissiper de façon durable, et les taux d'intérêt extrêmement faibles devraient soutenir le prix de l'or en 2012. Si les craintes concernant la situation fiscale des gouvernements commençaient à se concentrer sur le cas américain, le prix de l'or pourrait même bondir à de nouveaux sommets. Le contexte devrait évoluer de façon moins favorable à l'or en 2013, et le prix du métal jaune devrait progressivement se modérer.

### PASSAGE À VIDE POUR LES PRODUITS FORESTIERS

La morosité quant aux perspectives économiques mondiales a un effet déprimant sur les prix des produits forestiers. Ceux de la pâte notamment ont continué la descente amorcée l'été dernier. Vraisemblablement, cette tendance se pour-

suivra au début de 2012 compte tenu du faible tonus de l'économie américaine et du ralentissement en Europe qui amèneront une diminution de la demande pour le papier et pour la pâte. L'année 2013 s'annonce plus prometteuse. De leur côté, les prix du papier journal sont demeurés stables ces derniers mois, gardant la marque établie à 640 \$ US la tonne depuis plus d'un an. Une gestion serrée de l'offre de papier journal et une forte demande chinoise permettent de conserver ce niveau en dépit d'une baisse de la demande nord-américaine. Cette conjonction d'éléments persistera en 2012 et n'est pas propice à une remontée des prix à brève échéance.

Pour le bois d'œuvre, les conditions ne se sont pas améliorées. Le relèvement des prix au cours de l'été n'a été que le reflet d'un mouvement saisonnier bien connu. Toute hausse de prix demeurera contenue d'ici la fin de l'année 2012. L'atonie du secteur de l'habitation américain mine toute possibilité de hausse de la demande pour encore bien des trimestres. De plus, le ratio demande/capacité des usines en Amérique du Nord est bien en deçà de 80 %, niveau qui permettrait une appréciation durable des prix et des profits intéressants pour les producteurs. Les espoirs se portent vers l'année 2013, et certains évoquent même l'année 2014. La récolte forestière aux États-Unis est sous les niveaux considérés sécuritaires pour le développement durable. Le bois disponible s'accumule depuis un certain temps, ce qui va contenir les hausses de prix au cours des prochaines années.

### LES DENRÉES AGRICOLES PERDENT DU LUSTRE

Les prix des principales céréales (blé, maïs et soya) ont connu une progression en montagnes russes en 2011. La tendance récente est toutefois à la baisse, à l'image des perspectives économiques mondiales pour la prochaine année. On prévoit que la demande pour les céréales sera moins pressante en 2012. En ce qui a trait au blé, le contexte actuel limite quelque peu les hausses de prix. Les éléments susceptibles

de les faire évoluer ne sont pas haussiers. Parmi eux, le ratio des stocks par rapport à la demande n'est pas préoccupant et il se situe au-delà de la moyenne des cinq dernières années. De plus, le retour de la Russie, de l'Ukraine et du Kazakhstan sur les marchés d'exportation cette année a fait diminuer la tension sur les prix. Compte tenu d'une baisse de cadence de l'économie mondiale en 2012, les prix seront plus à la baisse qu'à la hausse. Du côté du soya, le ratio stocks/demande demeure dans la moyenne quinquennale et il ne suscite pas d'inquiétude particulière. La tendance pour 2012 est difficile à établir. Les stocks sont bas pour les huiles végétales, et le soya pourrait suivre l'évolution du maïs qui, lui, pourrait s'apprécier l'an prochain. Rien n'est assuré. Le maïs est dans une dynamique particulière. À l'automne 2011, son prix était supérieur à ce qu'il était un an auparavant, ce qui n'était pas le cas pour le blé et le soya. De plus, le ratio stocks/demande est inférieur à la moyenne des cinq dernières années. Actuellement, la demande de maïs destiné à la production d'éthanol contribue à limiter la baisse des prix.

Les prix du bœuf se sont à nouveau appréciés en seconde moitié de 2011 et, selon toute vraisemblance, ils devraient augmenter quelque peu en 2012, et ce, en dépit de la baisse de rythme de l'économie mondiale. Le bas niveau des cheptels, notamment aux États-Unis, expliquerait en partie cet état de fait. Pour le porc, les forts prix actuels pourraient inciter les producteurs à accroître leur production, ce qui amènerait une diminution des cours en 2012.

**Tableau 16**  
**Prix des matières premières : historique et prévisions**

	2010	2011p	2012p	2013p
Moyennes annuelles				
Pétrole WTI* (\$ US/baril)	80	95	Cible : 87 (fourchette : 78 à 98)	Cible : 100 (fourchette : 85 à 110)
Gaz naturel Henry Hub (\$ US/MMBTU**)	4,38	4,00	Cible : 4,00 (fourchette : 3,25 à 4,50)	Cible : 4,25 (fourchette : 3,50 à 5,00)
Or (\$ US/once)	1 226	1 570	Cible : 1 600 (fourchette : 1 500 à 1 750)	Cible : 1 450 (fourchette : 1 250 à 1 650)
Indice LME*** – métaux de base	3 466	3 930	Cible : 3 300 (fourchette : 3 000 à 4 000)	Cible : 3 800 (fourchette : 3 200 à 4 400)

p : prévisions; \* West Texas Intermediate; \*\* Million British Thermal Unit; \*\*\* London Metal Exchange Index.  
 Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques



# 2012-2016 : PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES À MOYEN TERME

## De la lumière au bout du tunnel

*La croissance économique aux États-Unis et dans plusieurs pays européens devrait se renforcer progressivement. Ce scénario repose sur l'hypothèse que les pays actuellement en difficulté poursuivront les ajustements requis (désendettement des ménages, redressement des finances publiques, amélioration du solde commercial) pour leur assurer un retour durable à des taux de croissance plus soutenus. Dans ce contexte, les principales banques centrales opteront vraisemblablement pour la prudence en ne remontant que graduellement leurs taux d'intérêt. Les pressions inflationnistes devraient demeurer contenues étant donné que la production dans la plupart des économies avancées restera encore longtemps sous son plein potentiel.*

### ENCORE QUELQUES ANNÉES DE VACHES MAIGRES

Plusieurs économies resteront à court de moteurs de croissance pour quelques années encore. La poursuite prévue des ajustements affectera surtout les dépenses de consommation et gouvernementales. L'assainissement du bilan des ménages aux États-Unis et dans certains pays européens constitue un frein direct à la croissance des dépenses de consommation. Le redressement des finances publiques rendu nécessaire dans plusieurs pays devrait aussi nuire à la progression de la consommation. Lorsqu'ils optent pour des hausses de taxes ou des réductions dans les transferts, les gouvernements réduisent le revenu disponible des ménages, les forçant ainsi à moins consommer. Les coupes dans les programmes et les investissements publics réduisent quant à elles le niveau d'activité économique si les entreprises privées ne prennent pas le relais.

Les États-Unis et l'Europe demeureront les endroits les plus directement concernés par les ajustements. Avec une dette publique avoisinant 220 % du PIB, le Japon pourrait pour sa part subir les conséquences des mesures d'austérité qui seront également nécessaires dans ce pays. Prise dans son ensemble, l'économie mondiale devrait souffrir d'une plus faible progression des échanges commerciaux découlant de la mollesse de la demande des principaux pays industrialisés. Ce sera notamment le cas du Canada qui a les États-Unis comme principal client. Certains pays émergents, dont le développement reposait fortement sur la croissance des exportations vers les pays avancés, devront davantage miser sur leur propre demande intérieure, mais cette transition ne pourra se faire rapidement.

### DES EFFORTS QUI RAPPORTERONT

Dans les pays où les ajustements seront plus marqués, l'investissement des entreprises pourrait contrebalancer la faiblesse des dépenses des consommateurs et des gouvernements. Toutefois, les entreprises doivent d'abord reprendre

confiance envers l'économie, ce qui sera assuré par l'assainissement du bilan des ménages et des gouvernements. Éventuellement, les consommateurs pourront progressivement accélérer leurs dépenses, sans toutefois retomber dans l'excès. De leur côté, les gouvernements pourront plus facilement gérer leurs dettes sans avoir à hausser les impôts ou à réduire les dépenses. Le retour d'une plus grande stabilité économique et financière favorisera l'investissement et l'embauche chez les entreprises.

Ailleurs dans le monde, les pays émergents devraient progressivement passer à un nouveau stade de développement caractérisé par une accélération des dépenses de consommation et l'expansion de l'offre de services publics (santé, éducation, transport, infrastructures, etc.). Cela aura notamment pour effet d'accroître la demande en produits et services étrangers. Les pays avancés devraient ainsi voir leurs exportations vers les pays émergents augmenter et leur solde commercial s'améliorer.

### LES PAYS PRODUCTEURS DE MATIÈRES PREMIÈRES RESTERONT AVANTAGÉS

Malgré la croissance modérée prévue dans plusieurs pays avancés pour encore quelques années, la pression sur la demande mondiale et les prix des matières premières devrait rester vive. Essentiellement, la progression de la demande continuera de provenir des pays émergents. Les pays riches en ressources naturelles comme le Canada resteront donc avantagés sur ce point à moyen terme. Outre l'effet prix qui accroît les revenus, d'importants investissements dans les capacités de production seront requis afin de répondre à la demande croissante. Les secteurs minier et énergétique canadiens devraient encore prendre de l'expansion.

L'appréciation des termes de l'échange découlant des prix plus élevés des matières premières se traduit néanmoins par des ajustements de taux de change qui nuisent à la compéti-



tivité d'autres secteurs, en particulier du secteur manufacturier. Le dollar canadien devrait remonter au-dessus de la parité avec le billet vert à moyen terme. Une hausse des dépenses en investissement et en formation pourrait aider à accroître la productivité et la compétitivité du Canada.

### VERS UNE REMONTÉE TRÈS GRADUELLE DES TAUX D'INTÉRÊT

Le scénario de moyen terme sous-entend une longue période où le niveau effectif de production dans plusieurs économies avancées demeurera sous son potentiel. Par conséquent, peu de pressions inflationnistes sont attendues dans les prochaines années, ce qui incitera les banques centrales à demeurer patientes dans le relèvement de leurs taux d'intérêt. La Réserve fédérale (Fed) attendra probablement jusqu'en 2014 pour annoncer une première hausse de taux d'intérêt et, par la suite, le relèvement devrait se faire très graduellement. Au Canada, l'écart entre la production effective et son potentiel devrait se refermer plus rapidement, ce qui devrait pousser les autorités monétaires canadiennes à devancer la Fed de quelques trimestres. Les taux d'intérêt obligataires sont aussi appelés à remonter lentement. Les taux de dix ans américains et canadiens pourraient ne se réinstaller durablement au-dessus des 4 % qu'en 2015 seulement.

### LES CHANGEMENTS DÉMOGRAPHIQUES AFFECTERONT NÉGATIVEMENT LA CROISSANCE

La plupart des pays connaîtront un ralentissement dans la croissance de la population des 15 à 64 ans au cours de la décennie actuelle (graphique 40). Or, sur une très longue période, la croissance économique dépend des avancées technologiques, de l'accumulation de nouvelles connaissances, de l'augmentation du stock de capital productif, mais aussi du nombre de travailleurs. Une progression plus modérée du bassin de travailleurs devrait par conséquent se traduire

**Graphique 40 – Croissance annuelle de la population des 15 à 64 ans dans le monde**

	2000-2010	2011-2020
<b>Pays avancés</b>	0,41	-0,21
États-Unis	1,04	0,38
Japon	-0,58	-0,96
Europe (excluant l'Est)	0,41	-0,13
Canada	1,21	0,28
<b>Pays en développement</b>	1,92	1,34
BRIC*	1,52	0,77
<b>Monde</b>	1,62	1,07

\* Brésil, Russie, Inde et Chine.  
Sources : Organisation des Nations unies et Desjardins, Études économiques

par une croissance économique plus faible. En moyenne, le rythme d'expansion de l'économie mondiale pourrait enregistrer une baisse durable d'environ 0,5 point de pourcentage si la contribution des autres déterminants de la croissance à long terme restait inchangée. Il s'agirait en fait d'un changement minime pour les pays émergents étant donné que leur rythme de croissance resterait encore relativement élevé. Pour les pays avancés, cela signifierait toutefois un recul plus significatif alors que leur croissance moyenne varie actuellement autour de 2,5 %. Un cinquième de la progression du PIB réel pourrait ainsi être retranché dans ces pays.

Évidemment, ces changements démographiques s'opéreront très lentement, mais, d'ici 2015 et 2016, l'effet pourrait commencer à être significatif. La réduction de la croissance potentielle à long terme devrait entre autres forcer les banques centrales à réviser à la baisse le niveau des taux d'intérêt qu'elles jugent neutre. Il s'agira d'un argument supplémentaire pour remonter très graduellement les taux d'intérêt.

**Tableau 17**  
**États-Unis : principaux indicateurs économiques et financiers à moyen terme**

En % (sauf si indiqué)	Moyennes annuelles							Moyennes	
	2010	2011p	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2003-2010	2011-2016p
PIB réel (var. en %)	3,0	1,7	1,8	2,1	2,5	2,5	3,0	1,6	2,3
Taux d'inflation (var. en %)	1,6	3,2	1,7	2,4	2,5	2,5	2,5	2,4	2,4
Taux de chômage	9,6	9,0	8,7	8,1	7,5	7,0	6,5	6,3	7,8
Indice S&P 500 (var. en %)*	12,8	(1,4)	6,9	8,7	7,0	6,0	7,0	6,7	5,7
Fonds fédéraux	0,25	0,25	0,25	0,25	0,95	1,85	3,25	2,28	1,13
Taux préférentiel	3,25	3,25	3,25	3,25	3,95	4,85	6,25	5,28	4,13
Bons du Trésor – 3 mois	0,14	0,05	0,10	0,10	1,00	1,90	3,30	2,08	1,08
Obligations fédérales – 10 ans	3,20	2,75	2,35	3,15	4,05	4,35	4,50	4,00	3,53
Obligations fédérales – 30 ans	4,25	3,90	3,40	4,10	4,60	4,80	4,95	4,60	4,29
Pétrole WTI** (\$ US/baril)	80	95	87	100	105	110	115	64	102
Or (\$ US/once)	1 226	1 570	1 600	1 450	1 350	1 200	1 100	699	1 378

p : prévisions; \* Les variations sont basées sur des observations de fin de période; \*\* West Texas Intermediate.  
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

### Tableau 18

#### Canada : principaux indicateurs économiques et financiers à moyen terme

En % (sauf si indiqué)	Moyennes annuelles							Moyennes	
	2010	2011p	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2003-2010	2011-2016p
PIB réel (var. en %)	3,2	2,3	2,1	2,5	2,5	2,5	2,0	1,8	2,3
Taux d'inflation (var. en %)	1,8	2,9	2,0	1,9	2,0	2,0	2,0	1,9	2,1
Création d'emplois (var. en %)	1,4	1,6	0,7	1,2	1,4	1,2	1,0	1,4	1,2
Création d'emplois (k)	228	268	115	215	246	212	181	218	206
Taux de chômage	8,0	7,5	7,4	7,0	6,7	6,6	6,5	7,0	6,9
Mises en chantier (k)	190	192	175	190	200	205	200	210	194
Indice S&P/TSX* (var. en %)	14,4	(10,0)	8,3	8,4	9,0	7,0	8,0	11,3	5,1
Dollar canadien (\$ US/\$ CAN)	0,97	1,01	0,97	1,03	1,04	1,05	1,05	0,86	1,02
Taux des fonds à un jour	0,59	1,00	1,00	1,25	2,15	2,90	3,75	2,53	2,01
Taux préférentiel	2,59	3,00	3,00	3,25	4,15	4,90	5,75	4,35	4,01
Taux hypothécaires									
1 an	3,49	3,50	3,30	3,60	4,60	5,30	5,90	5,24	4,37
5 ans	5,57	5,40	5,25	5,75	6,45	6,85	7,00	6,33	6,12
Bons du Trésor – 3 mois	0,57	0,90	1,00	1,30	2,20	2,95	3,80	2,40	2,03
Obligations fédérales									
2 ans	1,55	1,35	1,25	2,10	3,05	3,65	4,00	2,88	2,57
5 ans	2,44	2,05	1,85	2,85	3,50	3,90	4,15	3,45	3,05
10 ans	3,24	2,80	2,50	3,30	3,95	4,20	4,30	4,00	3,51
30 ans	3,77	3,30	3,10	3,80	4,30	4,50	4,65	4,40	3,94
Écarts de taux É.-U./Canada									
Bons du Trésor – 3 mois	0,43	0,85	0,90	1,20	1,20	1,05	0,50	0,32	1,04
Oblig. fédérales – 10 ans	0,04	0,05	0,15	0,15	(0,10)	(0,15)	(0,20)	0,00	0,02
Oblig. fédérales – 30 ans	(0,48)	(0,60)	(0,30)	(0,30)	(0,30)	(0,30)	(0,30)	(0,21)	(0,36)

p : prévisions; \* Les variations sont basées sur des observations de fin de période.

Sources : Statistique Canada, Société canadienne d'hypothèques et de logement et Desjardins, Études économiques

### Tableau 19

#### Québec et Ontario : principaux indicateurs économiques à moyen terme

Var. en % (sauf si indiqué)	Moyennes annuelles							Moyennes	
	2010	2011p	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2003-2010	2011-2016p
<b>Québec</b>									
PIB réel	2,5	1,7	1,7	2,3	2,0	1,5	1,5	1,6	1,8
Taux d'inflation	1,2	3,0	2,2	2,1	2,0	2,1	2,0	1,7	2,2
Création d'emplois	1,7	1,1	0,4	1,2	0,7	0,6	0,5	1,2	0,8
Création d'emplois (k)	67	45	15	50	30	25	20	44	31
Taux de chômage (%)	8,0	7,7	7,5	7,0	6,5	6,3	5,9	8,1	6,8
Ventes au détail	6,3	1,9	2,9	4,0	4,0	3,5	3,5	4,1	3,3
Mises en chantier (k)	51	47	41	44	40	40	40	50	42
<b>Ontario</b>									
PIB réel	3,0	2,0	1,9	2,4	2,5	2,5	2,0	1,2	2,2
Taux d'inflation	2,5	3,1	1,9	1,9	2,0	2,0	1,7	1,9	2,1
Création d'emplois	1,7	1,8	0,6	1,1	1,5	1,3	1,2	1,2	1,3
Création d'emplois (k)	108	120	41	73	103	90	84	73	85
Taux de chômage (%)	8,7	7,8	7,8	7,5	7,3	7,1	7,0	7,2	7,4
Ventes au détail	5,4	3,1	3,4	4,5	5,0	4,5	4,0	3,2	4,1
Mises en chantier (k)	60	67	60	65	68	70	65	72	66

p : prévisions

Sources : Statistique Canada, Société canadienne d'hypothèques et de logement et Desjardins, Études économiques

