

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

Quoi surveiller pour 2025

Les failles sont de plus en plus nombreuses

L'année 2025 sera probablement caractérisée par ce que fera Donald Trump maintenant qu'il s'installe dans le Bureau ovale pour un second mandat. Si l'on se fie aux dernières semaines, le 47^e président (et certains de ses proches comme Elon Musk) semble décidé à procéder à un **bouleversement de l'ordre économique et géopolitique mondial**. Les attaques récentes contre la souveraineté du Canada, du Groenland (et du Danemark) et du Panama laissent craindre le pire. On peut se demander ce qu'il adviendra si les États-Unis, qui ont été les principaux garants d'une certaine stabilité géopolitique depuis la Seconde Guerre mondiale, abandonnent ce rôle et font fi unilatéralement des conventions et traités internationaux et se dissocient des organismes supranationaux. L'instabilité ainsi exacerbée pourrait nuire à la conjoncture et aux investissements, affecter négativement les marchés et multiplier les crises politiques et économiques.

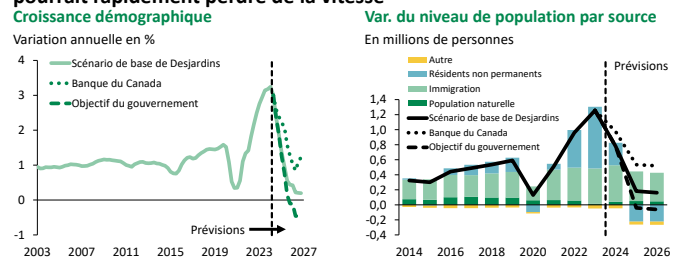
L'ampleur de la politique commerciale protectionniste promise par Donald Trump et la vitesse à laquelle elle sera implantée sont parmi les grands questionnements. Plusieurs hypothèses ont été soulevées pendant la campagne électorale ainsi que depuis l'élection. Des tarifs universels très élevés mis en place rapidement entraîneraient des conséquences néfastes importantes pour l'économie mondiale, et ce, surtout si les entreprises aux États-Unis comme ailleurs ont peu de temps pour s'ajuster. Si, la nouvelle administration Trump prend davantage son temps (à l'image de 2017-2018) et que les tarifs sont plus ciblés ou plus éphémères qu'appréhendé, les conséquences seront plus modestes.

Des droits de douane américains sur les importations freineraient grandement l'économie canadienne dès leur application. Mais d'ici là, les exportations du Canada pourraient être fortement stimulées par la demande des entreprises américaines cherchant à accroître leurs stocks, ce qui soutiendrait la croissance. D'ailleurs, tant les anecdotes que les données sur le commerce suggèrent que c'est ce qui est en train de se produire. Cependant, compte tenu de l'incertitude entourant l'ampleur et la date d'entrée en vigueur d'éventuels tarifs sur les exportations canadiennes, ce vent favorable pourrait ne pas souffler bien longtemps. On s'attend à ce que certains

biens, comme l'énergie, soient exemptés de droits aux frontières, mais nous ne le saurons avec certitude qu'après l'investiture du président Trump. Si l'énergie est bel et bien exemptée, l'Ontario et le Québec figureront parmi les **provinces les plus vulnérables** aux tarifs américains. Au Québec, les secteurs les plus touchés comprendraient les métaux primaires (y compris l'aluminium, qui a fait l'objet de tarifs de 10 % en 2018 et en 2019), la fabrication d'aliments et de boissons ainsi que les produits chimiques, la machinerie et l'aéronautique. Les régions du Centre-du-Québec, de l'Estrie, de la Côte-Nord et du Nord-du-Québec subiraient les effets les plus importants.

Le **ralentissement de la croissance démographique**, qui a propulsé l'économie au cours des dernières années, représente un autre vent contraire pour le Canada (graphique 1). La diminution des cibles d'immigration et la réduction prévue du nombre de résidents temporaires risquent de ralentir la croissance du PIB réel global, tandis que le PIB réel par habitant devrait freiner sa chute et recommencer à augmenter. Au Québec, où le taux d'accroissement naturel de la population est plus faible que la moyenne, les nouvelles politiques d'immigration pourraient se traduire par une stagnation démographique, et même par un déclin dans les régions plus rurales, dont plusieurs affichaient un taux de chômage inférieur à 4 % au tournant de l'année.

Graphique 1
L'explosion démographique du Canada, qui a stimulé la demande, pourrait rapidement perdre de la vitesse



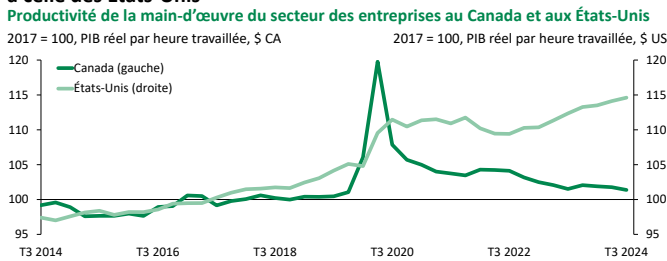
Note : La population annuelle est présentée sur la base d'une année civile.
Gouvernement du Canada, Statistique Canada, Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

Conjugué à la hausse du PIB réel par habitant, le ralentissement de la croissance de la population devrait renverser la tendance baissière de la **productivité du travail** que le Canada affiche depuis la pandémie (graphique 2). Cela devrait stimuler la croissance des salaires réels. Cependant, les problèmes de productivité du Canada vont bien au-delà de sa réalité démographique. Pour stimuler la productivité au pays, les décideurs devraient d'abord et avant tout aider les entreprises canadiennes à adopter de nouvelles technologies, comme l'intelligence artificielle, et à prendre de l'expansion.

L'un des rares contributeurs positifs à la croissance en 2025, le congé de TPS/TVH introduit à la mi-décembre aura toutefois une incidence économique limitée, puisqu'il prendra fin à la mi-février. Et comme le Parlement est prorogé jusqu'au 24 mars, il est peu probable que d'autres transferts fédéraux proposés voient le jour. Les **spéculations autour d'élections convoquées au printemps** sont nombreuses, mais la date fixe d'octobre 2025 est la seule que les ménages canadiens connaissent pour le moment. Quoiqu'il en soit, d'ici à ce que les prochaines élections fédérales aient lieu, il est difficile de voir comment le gouvernement du Canada pourra répondre efficacement à une deuxième présidence de Trump. Actuellement, le Parti conservateur du Canada domine les sondages par une forte marge, et si des élections étaient déclenchées aujourd'hui, il obtiendrait probablement un gouvernement majoritaire (graphique 4). Même chose en Ontario, où des rumeurs circulent voulant que le gouvernement progressiste-conservateur déclenche des élections dès ce printemps, soit plus d'un an avant la date prévue. Les sondages indiquent en effet que le parti obtiendrait une majorité encore plus importante si des élections avaient lieu aujourd'hui. Le gouvernement de l'Ontario a également l'intention d'envoyer des transferts aux ménages au début de 2025 et s'est vigoureusement opposé à des droits de douane sur les exportations canadiennes.

Graphique 2

Depuis la pandémie, la productivité du Canada est nettement inférieure à celle des États-Unis

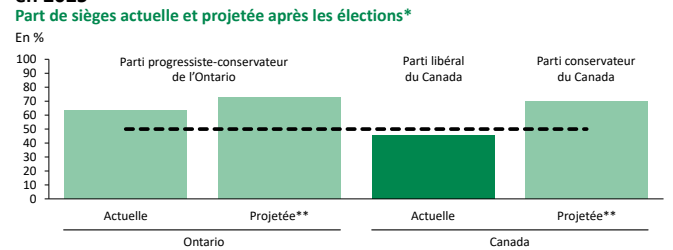


Statistique Canada, Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

Troisième défi pour l'économie canadienne : de nombreux ménages ayant contracté un **prêt hypothécaire** en 2020 devront renouveler celui-ci à un taux d'intérêt plus élevé en 2025. Nos travaux ont montré que l'augmentation des paiements mensuels pourrait atteindre 40 %, selon le type de prêt (graphique 3). Le coût plus élevé du service de la dette hypothécaire pourrait faire reculer la consommation, accentuant la faiblesse d'un secteur déjà touché par le ralentissement démographique. De nouvelles baisses du taux directeur par la Banque du Canada (BdC) cette année devraient compenser quelque peu l'effet néfaste de la hausse des paiements hypothécaires sur le budget des ménages.

Graphique 4

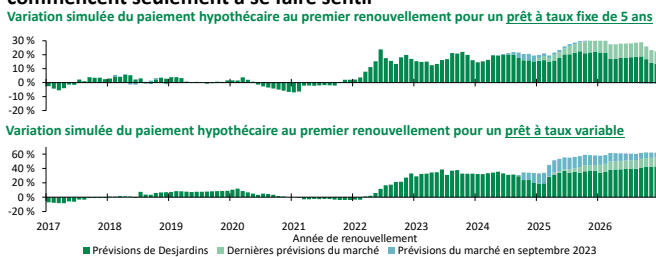
Des élections sont largement attendues au fédéral et en Ontario en 2025



* Les projections de sièges proviennent du site 338Canada pour les élections à venir au fédéral et en Ontario; ** Au 9 janvier 2025. 338Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 3

Les effets des taux hypothécaires plus élevés au renouvellement commencent seulement à se faire sentir

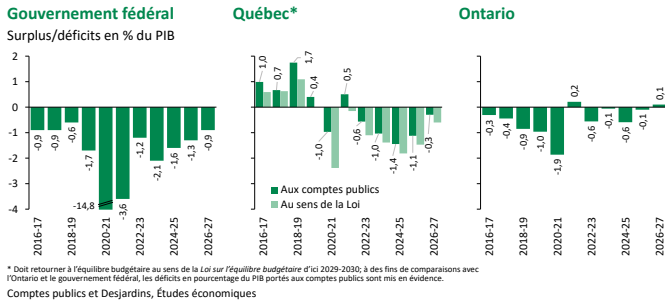


Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

Bien que les Québécois ne soient pas tenus de retourner aux urnes (provinciales) avant l'automne 2026, **le gouvernement du Québec est légalement obligé de présenter, lors de son prochain budget, un plan visant à éliminer son déficit** de 11,0 G\$ (8,8 G\$ avant versements au Fonds des générations), et ce, d'ici 2029-2030. Si le déficit demeure gérable, les avenues pour le résorber ne sont pas si évidentes. Les taux d'imposition des contribuables sont déjà peu concurrentiels et la population vieillissante, potentiellement en stagnation ces prochaines années, laisse entrevoir peu d'options. De plus, la dernière mise à jour budgétaire ne tenait pas compte de la possible guerre commerciale qui se dessine dans son scénario de base ni de l'incertitude entourant le taux d'inclusion sur les gains en capital. Bref, même dans le meilleur des cas, un certain nombre de

décisions impopulaires devront être prises pour respecter la loi budgétaire, représentant d'autant plus un frein au dynamisme économique de la province (graphique 5). Les déficits seront également à l'ordre du jour pour les gouvernements fédéral et ontarien, mais les échéanciers ne sont pas aussi serrés dans le premier cas, et l'ampleur des déficits est moindre dans le second.

Graphique 5
Les plans de retour à l'équilibre budgétaire constitueront un frein



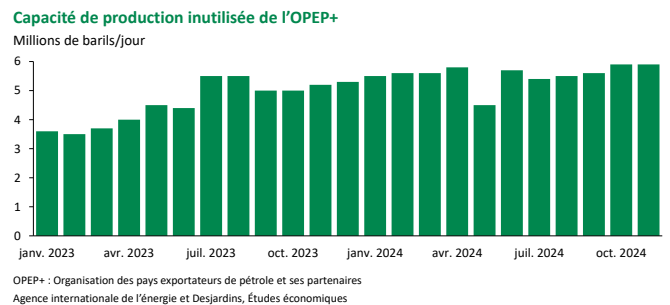
Sur la scène internationale, Donald Trump a promis de **mettre fin à la guerre en Ukraine** et d'arrêter les envois de matériels militaires dans les six premiers mois suivant son retour à la Maison-Blanche. Si son administration réussit, plusieurs des sanctions contre la Russie pourraient rapidement être levées. La fin de ce conflit pourrait réduire les tensions géopolitiques ainsi que faire baisser les prix du pétrole et de l'or.

Du côté de la transition énergétique, le retour de Donald Trump au Bureau ovale pourrait entraîner des **répercussions significatives sur les efforts de décarbonation et les politiques ESG** (environnementales, sociales et de gouvernance). Il a exprimé son scepticisme envers les politiques climatiques et pourrait chercher à réduire la réglementation environnementale mise en place par l'administration précédente. Cela pourrait inclure la sortie de l'Accord de Paris et la réduction des crédits d'impôt pour les énergies renouvelables. Ces actions pourraient ralentir les progrès vers la décarbonation en plus d'accroître l'incertitude concernant le cadre réglementaire environnemental. Une certaine clarté envers celui-ci est un élément essentiel afin d'effectuer une transition efficace sans contrecoups économiques douloureux comme une [inflation plus élevée](#).

De plus, de nouvelles **catastrophes naturelles** pourraient entraîner des conséquences économiques imprévues et plus graves, comme les récents feux dans la région de Los Angeles. En plus des coûts immédiats de reconstruction, elles peuvent perturber les chaînes d'approvisionnement, réduire la productivité, provoquer des pertes d'emplois et amener des dévaluations d'actifs (comme les propriétés dans des zones non assurables), ce qui peut avoir une incidence durable sur l'économie locale, nationale et mondiale.

Dans un contexte où l'offre de pétrole est déjà en situation de surabondance, toute augmentation de la production ou nouvelle faiblesse de la demande pourraient entraîner une **chute des cours pétroliers**. Parmi les éléments à surveiller, une moins bonne performance économique de la Chine, une guerre commerciale de plus grande ampleur ou un bond de la production américaine sous la nouvelle administration Trump sont des facteurs qui risqueraient de provoquer une importante baisse des prix du pétrole. À cela s'ajoute la capacité record de production inutilisée de l'OPEP+, équivalant à 5 % de l'offre mondiale (graphique 6), qui a à elle seule le potentiel de noyer le marché si le cartel décide d'ouvrir les valves.

Graphique 6
L'OPEP+ a une capacité de production inutilisée record

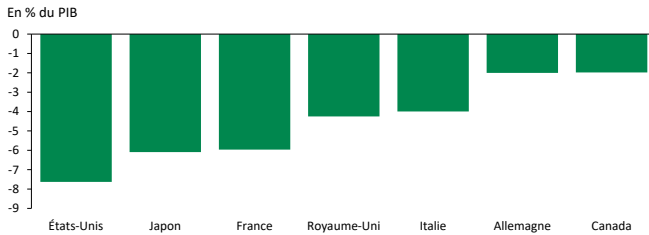


L'économie chinoise est en pleine transformation, tandis que le gouvernement central travaille activement à résoudre la crise immobilière, de liquidité, d'endettement et de confiance ayant débuté en 2021. Reste à voir comment il mettra sa stratégie à exécution. Un mauvais dosage ou un manque d'efficacité des mesures de relance pourrait rapidement éroder le progrès réalisé et **aggraver la situation en Chine**. À l'inverse, les autorités chinoises pourraient enfin s'attaquer directement aux enjeux structurels qui entravent l'économie, comme les politiques industrielles et les dépenses gouvernementales prodigues.

La patience des investisseurs à l'égard des dettes souveraines sera encore mise à l'épreuve. Au-delà des politiques monétaires et de l'évolution de l'économie, l'ampleur des déficits publics pourrait amener les taux obligataires à demeurer élevés dans certains pays plus à risque. En 2024, malgré une bonne performance économique, le déficit des administrations publiques aux États-Unis a dépassé 7 % du PIB (graphique 7 à la page 4). Le Japon et la France suivent de près. La situation financière de plusieurs pays émergents pourrait aussi s'effriter si l'appétit pour le risque des investisseurs diminue. La vigueur du dollar américain constitue un autre enjeu pour ces pays en augmentant le poids de leur dette extérieure.

Graphique 7
Les déficits publics demeurent importants à l'aube d'une année qui s'annonce tumultueuse

Déficits des administrations publiques des pays du G7, estimation pour 2024



Fonds monétaire international et Desjardins, Études économiques

Les politiques de la nouvelle administration américaine en matière d'immigration et de commerce auront des répercussions sur la trajectoire de l'économie du Canada et, par le fait même, sur celle des marchés financiers. De fait, la **Banque du Canada** aurait souhaité ralentir le rythme des baisses de taux en 2025, mais c'est la politique commerciale américaine qui déterminera si c'est possible. Même si notre scénario de base prévoit que la BdC réduira les taux beaucoup plus graduellement cette année, la possibilité d'une introduction précoce ou agressive de tarifs douaniers rend cette prévision incertaine. Dans un autre ordre d'idées, le mandat de la BdC auprès du gouvernement sera renouvelé en fin d'année. Il serait surprenant que cette dernière déroge de son cadre flexible de ciblage d'inflation à 2 %. Toutefois, advenant l'entrée en scène d'un gouvernement conservateur au fédéral, il faudra surveiller ses relations avec la banque centrale, Pierre Poilievre ayant fréquemment critiqué le travail du gouverneur Tiff Macklem et ses collègues.

Du côté américain, les banquiers centraux ont déjà réorienté leurs efforts vers les risques haussiers liés à l'inflation. Le marché s'attend maintenant à une baisse de seulement 25 points de base du taux directeur de la **Réserve fédérale** (Fed) d'ici la fin de l'année. Même si la combinaison de politiques commerciales, migratoires et fiscales expansionnistes pourrait stimuler l'inflation, une conjoncture comme celle observée après la COVID demeure rare. Les acteurs du marché seront très attentifs à la rhétorique de la Fed concernant l'inflation, de même qu'à l'évolution du programme politique de l'administration Trump.

Par ailleurs, l'**indépendance de la Fed** sera scrutée à la loupe cette année. La rhétorique du président élu à l'égard de la Fed s'est adoucie ces derniers temps, mais l'érosion de l'indépendance de la banque centrale est un risque qui mérite d'être surveillé et dont les implications seraient considérables.

Le rendement des **marchés boursiers américains** a surpassé celui de ses pairs mondiaux par rien de moins que 23 points de pourcentage en 2024. Toutefois, l'étendue des gains au sein du marché est tombée à un creux record; la plupart des gains du côté des sociétés américaines étaient attribuables à

une poignée d'entreprises. Cette situation s'est reflétée dans les corrélations – la corrélation implicite à un an des actions américaines a notamment atteint son niveau le plus bas jamais observé. Historiquement, les périodes de compression de l'étendue du marché ont été suivies de baisses des actions, mais celles-ci nécessitaient tout de même un catalyseur. Les données économiques mensuelles peuvent jouer ce rôle, mais les politiques commerciales, migratoires et fiscales pourraient aussi être une source de volatilité sur les marchés boursiers au cours de l'année. La performance des quelques titres ayant stimulé les rendements en 2024 sera déterminante pour les résultats globaux des marchés en 2025.

Quatre facteurs clés influençant le **dollar canadien** sont à surveiller : 1) le retard de la croissance de la productivité au Canada par rapport à celle des États-Unis; 2) la vague de renouvellements hypothécaires, qui pourrait induire des baisses de taux de la BdC; 3) les tarifs douaniers américains; et 4) le prix des matières premières. La plupart de ces facteurs pourraient entraîner une dépréciation du huard au-delà de ce qui est déjà pris en compte dans les prévisions, mais l'ampleur de celle-ci dépendra en grande partie de ce qui se produira réellement dans le contexte politique et commercial international et au Canada.