

Prévisions

ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

Volume 17 / Automne 2012

Le lent rééquilibrage des pays industrialisés se poursuit

Plusieurs banques centrales sortent l'artillerie lourde



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
Internet : www.desjardins.com/economie

COLLABORATEURS PRINCIPAUX



François Dupuis
Vice-président et économiste en chef
514-281-2336
francois.dupuis@desjardins.com



Yves St-Maurice
Directeur principal et économiste en chef adjoint
514-281-7009
yves.st-maurice@desjardins.com



Francis Généreux
Économiste principal
514-281-7125
francis.genereux@desjardins.com



Hélène Bégin
Économiste principale
418-835-8444, poste 2850
helene.begin@desjardins.com



Jimmy Jean
Économiste principal
514-281-2317
jimmy.jean@desjardins.com



Mathieu D'Anjou
Économiste principal
514-281-7082
mathieu.d'anjou@desjardins.com



Joëlle Noreau
Économiste principale
418-835-8444, poste 3764
joelle.noreau@desjardins.com



Benoit P. Durocher
Économiste principal
514-281-2307
benoit.durocher@desjardins.com



Hendrix Vachon
Économiste senior
514-281-7192
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 **18 septembre 2012**.

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 © 2012, Mouvement des caisses Desjardins. Tous droits réservés.

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

TABLE DES MATIÈRES

SOMMAIRE	5
Le lent rééquilibrage des pays industrialisés se poursuit Plusieurs banques centrales sortent l'artillerie lourde	
<hr/>	
RISQUES INHÉRENTS AUX SCÉNARIOS	8
Les tensions financières pourraient regagner les États-Unis	
<hr/>	
PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES	10
Outre-mer	11
<i>Zone euro : pas de chute libre</i>	
États-Unis	13
<i>Des signaux mixtes</i>	
Canada	15
<i>L'économie bénéficie de peu de soutien</i>	
Québec	17
<i>L'économie suscite des inquiétudes</i>	
Ontario	19
<i>Une croissance plus faible à compter de la mi-2012</i>	
Autres provinces	21
<i>Les ressources profiteront encore aux provinces de l'Ouest</i>	
<hr/>	
PRÉVISIONS FINANCIÈRES	24
Politiques monétaires	25
<i>Pas de repos pour les banquiers centraux</i>	
Marché des titres à revenu fixe	29
<i>Un refrain familier</i>	
Marchés boursiers	33
<i>La bonne performance des Bourses pourra-t-elle se poursuivre?</i>	
Marchés des devises	35
<i>Les valeurs refuges ne seront pas abandonnées</i>	
Matières premières	38
<i>La récente embellie pourrait s'estomper</i>	
<hr/>	
2012-2016 : PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES À MOYEN TERME	41
Les espoirs reposent de plus en plus sur l'économie américaine	
<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
Québec		
<i>Tableau 6</i>	- Principaux indicateurs économiques	18
Ontario		
<i>Tableau 7</i>	- Principaux indicateurs économiques	20
Autres provinces		
<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

Le lent rééquilibrage des pays industrialisés se poursuit Plusieurs banques centrales sortent l'artillerie lourde

Les enjeux économiques et financiers mondiaux demeurent importants et le chemin pour parvenir à une plus grande stabilité, notamment en Europe, est parsemé d'obstacles. L'été a été riche en promesses dans la zone euro, mais elles doivent maintenant se transformer en actions concrètes. La Chine suscite des inquiétudes, les États-Unis craignent le fiscal cliff¹, la zone euro est en récession et les moteurs de la croissance au Canada s'affaiblissent. Sur l'horizon 2013, les marchés financiers seront encore sur les dents, et l'activité économique, très modérée. Le redressement des profonds déséquilibres poursuit son cours.

TOUS LES ESPOIRS SONT MAINTENANT PERMIS POUR LA ZONE EURO

L'événement marquant de l'été a été la promesse du président de la Banque centrale européenne (BCE) de prendre toutes les actions nécessaires pour préserver l'euro. C'est dans ce cadre que la BCE peut maintenant acheter sans limites des obligations des pays ayant demandé une aide au fonds de sauvetage dans le but d'atténuer les tensions financières sur ces mêmes pays. En revanche, il reste encore beaucoup à faire, dont mettre en place le plan de recapitalisation des banques espagnoles, le pacte pour l'emploi et la croissance, et faire avancer le projet d'une union bancaire entre les pays de la zone euro. Les efforts promis par des pays comme la Grèce pour rétablir leur situation budgétaire devront aussi être respectés. Avec une baisse anticipée du PIB réel de 0,4 % en 2012, la récession frappe actuellement en zone euro, et les meilleurs jours se feront encore attendre longtemps avec une hausse prévue de seulement 0,1 % en 2013.

Pendant ce temps, l'économie de la Chine inquiète de plus en plus, et d'autres mesures de stimulation sont au menu. Des indicateurs comme les ventes au détail, la production industrielle, les exportations, les emprunts et les investissements étrangers voient leur croissance ralentir. La faiblesse de la demande mondiale affecte l'économie chinoise, ce qui se répercute sur les pays fournisseurs, notamment les producteurs de matières premières. Compte tenu de ces difficultés, la prévision de croissance mondiale a été abaissée de 3,1 % à 3,0 % pour 2012 et de 3,7 % à 3,4 % pour 2013.

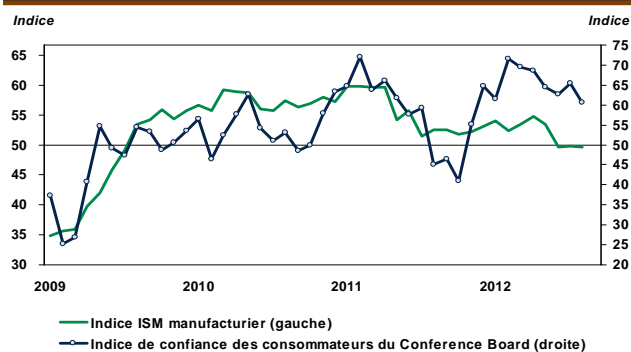
LES ÉTATS-UNIS CRAIGNENT LE REDRESSEMENT BUDGÉTAIRE

L'économie américaine a montré des signes plus encourageants cet été. Après avoir cumulé une baisse de 1,4 % depuis le sommet du mois de mars, les ventes au détail ont bondi de 0,8 % en juillet et de 0,9 % en août. Le PIB réel a

enregistré une croissance modérée de 1,7 % au printemps, mais le premier trimestre a été légèrement ajusté à la hausse. De plus, l'augmentation du PIB réel au dernier trimestre de 2011 a été fortement révisée à la hausse. La croissance prévue du PIB réel aux États-Unis a donc été relevée à 2,2 % pour 2012.

En revanche, les indices de confiance des consommateurs ont de la difficulté à remonter et l'ISM manufacturier se trouve toujours en dessous de la barre de 50 (graphique 1), ce qui laisse entrevoir d'autres difficultés pour les entreprises. L'annonce de la création de 163 000 emplois en juillet avait étonné, mais tout le monde a vite été déçu par celle de 96 000 emplois en août. Il y a fort à parier que le moral des Américains sera influencé par l'issue des élections prochaines, par les diminutions des dépenses publiques ou par les hausses d'impôts susceptibles de survenir en début de 2013. La croissance espérée de l'économie l'an prochain sera influencée par tous ces éléments d'incertitude et restera modérée à 1,9 %.

Graphique 1 – La confiance des entreprises et des ménages ne montre pas d'amélioration significative aux États-Unis



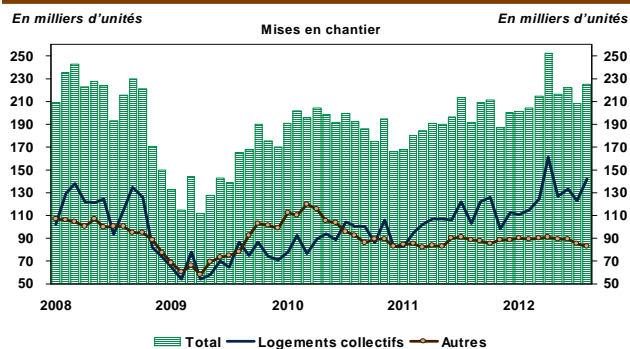
Sources : Institute for Supply Management, Conference Board et Desjardins, Études économiques

¹ On nomme *fiscal cliff* l'ensemble des mesures budgétaires devant être appliquées dès janvier 2013 si aucune loi n'est changée. Cela inclut l'échéance des baisses d'impôts de 2001, de 2003 et de 2010 et les réductions de dépenses exigées par l'accord de 2011 sur le plafond de la dette.

CANADA : LES MOTEURS DE CROISSANCE S'ÉCLIPSENT UN À UN

Au Canada, les appuis à la croissance deviennent de moins en moins nombreux. Les dépenses de consommation de biens sont ralenties par le rééquilibrage du bilan des ménages, et les exportations souffrent de la léthargie de nos partenaires commerciaux. Les dépenses gouvernementales diminuent en lien avec les restrictions budgétaires des gouvernements fédéral et provinciaux. La construction résidentielle demeure encore suffisamment forte pour contribuer à la croissance (graphique 2), mais le resserrement des conditions de crédit mis en place par le ministère des Finances au début de juillet devrait renverser cette tendance au cours des prochains mois. Un ralentissement serait souhaitable dans ce secteur d'activité pour éviter que le marché immobilier résidentiel en vienne à subir un choc important, surtout dans le segment des copropriétés.

Graphique 2 – La construction résidentielle tarde à ralentir au Canada



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

Les dépenses en services des ménages, la construction résidentielle et les investissements des entreprises sont les principaux responsables de la hausse prévue de 2,0 % du PIB réel au Canada en 2012. Même si la plupart des autres composantes prendront légèrement du mieux l'an prochain, la croissance sera restreinte à 2,2 %. Les provinces de l'Ouest mèneront le bal, l'Alberta en tête de liste. Malgré les importantes réductions des dépenses gouvernementales, la production manufacturière tirera l'économie de l'Ontario vers le haut, stimulée par la production de machines pour répondre aux forts investissements de l'ouest et par le regain d'activité dans les usines d'assemblage d'automobiles. Cette province connaîtra une croissance de 2,1 % en 2012 et de 2,0 % en 2013.

L'évolution de l'économie du Québec déçoit depuis déjà un certain temps. La hausse annualisée du PIB réel au premier trimestre de 2012 s'est établie à seulement 0,6 % comparativement à 1,8 % au Canada. Cela constituait le quatrième trimestre consécutif de croissance sous 1 %, et la baisse de

0,4 % du PIB par industrie en mai n'augure rien d'intéressant pour les résultats du deuxième trimestre. La stagnation des dépenses de consommation depuis le début de l'année a certainement été influencée par la hausse de la taxe de vente du Québec en janvier dernier qui avait aussi provoqué un devancement des achats des ménages à la fin de 2011. D'autres prélèvements fiscaux ont également affecté le revenu personnel disponible. Lorsque les dépenses des ménages, qui représentent les deux tiers du PIB réel, tournent au ralenti, l'impact est majeur sur l'ensemble de l'économie. Par conséquent, la croissance anticipée pour l'économie du Québec ne dépassera pas 1 % pour 2012. En revanche, elle se relèvera à 1,8 % en 2013, un niveau plus près de la moyenne canadienne.

LES HAUSSES DE TAUX SONT ENCORE UNE FOIS REPOUSSÉES

Tout signale que les banques centrales hésiteront à augmenter leurs taux directeurs pour encore plusieurs trimestres alors que la plupart d'entre elles cherchent toujours à stimuler la croissance avec des mesures de plus en plus audacieuses. Aux États-Unis, la Réserve fédérale (Fed) devrait attendre à la mi-2015 avant de passer à l'action, ce qui reporte au début de 2014 la série de deux hausses de taux qui serait décréétée par la Banque du Canada (BdC). Quant à la BCE, il est fort probable qu'elle poursuivra son assouplissement avec une baisse de 25 points de son taux directeur à la fin de 2012.

Sur les marchés obligataires américain et canadien, les pressions à la baisse sur les taux persisteront. Comme la BdC devrait hausser ses taux directeurs avant la Fed, les écarts de taux dans les courtes échéances se sont élargis entre ces deux pays. Pour les obligations de long terme, la forte demande des titres canadiens et la meilleure posture des finances publiques canadiennes devraient stabiliser les écarts de taux. La Bourse américaine atteindra un rendement d'environ 13 % en 2012, résultat nettement supérieur aux 3 % attendus pour la Bourse canadienne, touchée par un engouement moins fort pour les matières premières. Après cette divergence dans les rendements en 2012, ces deux indices boursiers devraient grimper de 7 % l'an prochain.

Une croissance économique mondiale modérée pourrait contribuer à faire redescendre le prix du pétrole *WTI* (*Western Texas Intermediate*) aux environs de 90 \$ US le baril au cours des prochains mois. Malgré les tensions au Moyen-Orient, il ne devrait pas franchir durablement la barre de 100 \$ US le baril d'ici la fin de 2013. Notons cependant qu'un conflit ouvert dans cette région du globe pourrait faire bondir le prix du brut. En plus de l'évolution des prix du pétrole, plusieurs autres facteurs soutiendront le dollar canadien, de sorte qu'il se maintiendra au-dessus de la parité jusqu'à la fin de l'an prochain.

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

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	T4	T1	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Taux d'intérêt directeur										
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	1,00	1,00
Zone euro	1,50	1,00	1,00	1,00	0,75	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Royaume-Uni	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Japon	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Obligations fédérales dix ans										
États-Unis	1,93	1,88	2,22	1,66	1,85	1,75	1,75	1,80	2,00	2,05
Canada	2,15	1,94	2,11	1,74	1,95	1,90	1,90	1,95	2,20	2,25
Marché des devises										
Dollar canadien (USD/CAD)	1,05	1,02	1,00	1,02	0,97	0,99	0,99	0,99	0,98	0,97
Euro (EUR/USD)	1,34	1,30	1,33	1,27	1,32	1,28	1,29	1,30	1,32	1,34
Euro (EUR/CAD)	1,41	1,32	1,33	1,29	1,28	1,27	1,28	1,29	1,29	1,30
Matières premières (moyenne annuelle)										
Pétrole WTI* (\$ US/baril)	95 (99**)		96 (90**)				92 (98**)			
Or (\$ US/once)	1 572 (1 575**)		1 700 (1 900**)				1 800 (1 600**)			
Marchés boursiers** (niveau et croissance)										
États-Unis (S&P 500)	1 258		Cible : 1 425 (+13,3 %)				Cible : 1 525 (+7,0 %)			
Canada (S&P/TSX)	11 955		Cible : 12 300 (+2,9 %)				Cible : 13 200 (+7,3 %)			

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

RISQUES INHÉRENTS AUX SCÉNARIOS

Les tensions financières pourraient regagner les États-Unis

Une étape importante pourrait avoir été franchie en zone euro, avec l'annonce d'un nouveau programme d'achat d'obligations par la Banque centrale européenne. Malgré cela, les risques économiques et politiques abondent. Aux États-Unis, l'incertitude pourrait augmenter fortement en fin d'année, alors que devrait s'entreprendre une course contre la montre en vue d'éviter un impact fiscal hautement nuisible à la croissance. Au Canada, il faudra surveiller, d'une part, si les dernières mesures de resserrement du marché hypothécaire auront un effet-choc sur le secteur résidentiel et, d'autre part, si le ralentissement mondial freinera davantage les économies du Québec et de l'Ontario.

LES NUAGES NE SONT PAS TOUS DISSIPÉS EN EUROPE

Septembre 2012 marque-t-il un tournant dans la crise? Il est encore tôt pour le confirmer, mais le programme formel d'achat d'obligations mis de l'avant par la Banque centrale européenne (BCE) constitue sans doute l'un des mécanismes de gestion de crise les plus sérieux annoncés jusqu'à présent. En permettant à la BCE d'intervenir pour calmer les pressions injustifiées sur les taux obligataires de pays en difficulté financière tout en assurant l'adhérence de ces nations à des règles rigoureuses d'assainissement des finances publiques, un compromis idéal pourrait avoir été atteint. De manière plus importante, Mario Draghi a lancé un puissant message à savoir que la BCE ne laisserait pas tomber la zone euro.

Ce message a résonné à travers les marchés financiers, apaisant de façon marquée les craintes d'un effondrement de la zone. Aussi faut-il voir ce risque comme étant moins vif, à défaut d'être complètement effacé dans une perspective de moyen terme. Cela dit, l'heure de la célébration est loin d'être venue en Europe. Étant donné que les interventions de la BCE sont dorénavant conditionnelles à l'adhésion du pays demandeur à un programme d'aide, elles dépendront *de facto* de la décision des dirigeants européens quant à la recevabilité d'une demande éventuelle. Des délais et incertitudes sont donc à prévoir, ce qui maintiendra les investisseurs sur le qui-vive. Pendant ce temps, le dossier de la Grèce risque de revenir hanter les investisseurs alors que le cercle vicieux d'austérité, de récession et de manquement aux cibles budgétaires gardera le pays à la merci des exigences de ses bailleurs de fonds. Ces derniers pourraient éventuellement se montrer impatients devant les retards constants de la Grèce dans l'application des réformes exigées. Étant donné la forte impopularité des mesures d'austérité, les tensions sociales pourraient s'exacerber en Grèce et donner lieu à une nouvelle période d'instabilité politique dans le contexte d'une fragile coalition à la tête du gouvernement.

D'un point de vue macroéconomique, il faut souligner le risque d'une récession européenne plus intense et plus prolongée comparativement au scénario de base. Les problèmes qui continuent d'affliger les banques et les exigences de capitalisation plus sévères entrant en vigueur l'an prochain, en vertu de l'accord de Bâle III, pourraient retarder considérablement la reprise du crédit bancaire. Au plan politique, outre les risques de surprise en Grèce, l'élection italienne du printemps prochain pourrait ramener une certaine nervosité sur les marchés financiers.

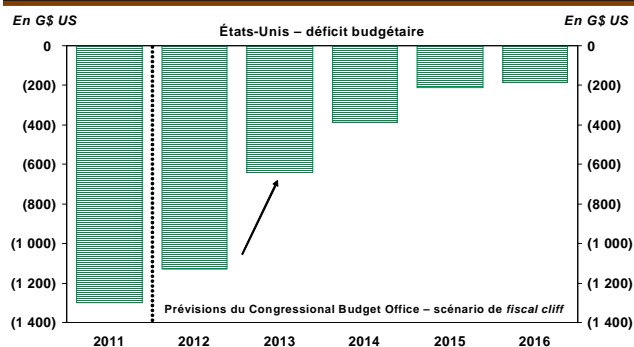
UNE FIN D'ANNÉE TENDUE AUX ÉTATS-UNIS?

L'essoufflement qu'a vécu l'économie américaine à partir du printemps est signe que, quatre ans après qu'elle ait traversé la crise financière, les séquelles demeurent douloureuses. Cela illustre bien les risques de rechute qui continuent de guetter l'économie. Même si un retour en récession a su être évité, au contraire de l'Europe, ce risque demeure probant, tout particulièrement dans un contexte de haute incertitude entourant le fameux *fiscal cliff*. Le scénario de base pose pour hypothèse que le pire est évité grâce à l'application de seulement une petite partie des 225 G\$ US de hausses d'impôts (c'est-à-dire seulement celles qui ciblent les contribuables à haut revenu) et grâce à des coupes budgétaires moins élevées que celles prévues actuellement dans la loi. On s'attend ainsi à ce que l'ensemble des nouvelles mesures de restriction budgétaire pénalise la croissance d'un point de pourcentage en 2013, un impact significatif, mais qui ne mettrait pas la reprise trop en péril.

De sérieuses négociations à cet effet ont une chance à peu près nulle d'être entamées avant l'élection présidentielle du 6 novembre prochain. Le Congrès sortant aura donc peu de temps à sa disposition entre l'élection et la fin de l'année pour en arriver à un accord. Durant cette période, les membres pourraient néanmoins parvenir à s'entendre pour maintenir le *statu quo* budgétaire pour quelques mois en 2013, question que le nouveau Congrès soit pleinement investi de

ses fonctions. Cette solution aurait le mérite d'éviter une catastrophe, mais au prix de prolonger l'incertitude et de soulever l'impatience des agences de notation. Si le Congrès sortant ne parvient pas à statuer d'ici la fin de l'année, d'autres scénarios sont envisageables, comme celui d'une décision de report par le nouveau Congrès, une fois en fonction en janvier 2013, ou même celui d'une entente tôt en 2013, limitant les dégâts. Le pire scénario consisterait en un échec des discussions, sans entente de prolongement. D'après les estimations du Congressional Budget Office, l'entrée en vigueur de toutes les mesures légiférées réduirait le déficit de presque la moitié (graphique 3), mais au coût de plusieurs points de pourcentage à la croissance. Hormis une performance remarquable du secteur privé, le choc entraînerait les États-Unis dans une récession qui, bien que probablement moins sévère que celle de 2007 à 2009, viendrait détruire le dur labeur encore inachevé des autorités américaines pour extirper le pays de la crise.

Graphique 3 – Si rien n'est fait, le déficit baissera de façon importante en 2013



Sources : Congressional Budget Office et Desjardins, Études économiques

Quelle qu'en soit l'issue, tant qu'il n'y aura pas d'avancées dans ce dossier, l'incertitude continuera de peser sur la croissance et l'embauche. Il n'est d'ailleurs pas exclu que l'économie américaine s'affaiblisse de façon notable à mesure que la fin d'année approche, alors que l'anxiété des entreprises, des ménages et des investisseurs pourrait monter d'un cran.

LE QUÉBEC ET L'ONTARIO TOUJOURS PARMIS LES PLUS VULNÉRABLES

Dans un contexte de croissance mondiale sujette à de nombreux risques baissiers, le commerce extérieur, qui a déjà pénalisé la croissance canadienne de 0,4 et de 1,8 point de pourcentage durant les deux premiers trimestres respectifs de l'année, pourrait faire encore plus de dommages. Toutefois, certains risques gagnent en ampleur à l'échelle intérieure, tout particulièrement au chapitre de l'immobilier résidentiel. S'il est prévu que la dernière mesure de resserrement des conditions de prêt hypothécaire ralentira la

progression des transactions, des prix et des mises en chantier, le choc initial pourrait s'avérer abrupt. Déjà, des signes indiquent une baisse marquée des transactions dans plusieurs marchés. Une diminution graduelle des prix et de l'investissement résidentiel fait partie du scénario de base, mais le risque qu'elle s'opère à une vitesse supérieure à celle escomptée n'est pas à écarter. À l'heure actuelle, le Canada bénéficie d'une progression enviable de l'emploi et des revenus, qui aidera les ménages à réduire leur fardeau d'endettement sans provoquer une baisse marquée de la consommation. Toutefois, si le marché du travail perdait cet élan, l'ajustement des dépenses de consommation pourrait s'avérer plus douloureux.

Avec des exportations (en grande partie manufacturières) représentant respectivement 49 % et 58 % de leur économie, le Québec et l'Ontario sont toujours aussi vulnérables aux soubresauts, particulièrement ceux de l'économie américaine. Si le *fiscal cliff* devait provoquer une récession américaine en 2013, ce sont encore ces deux provinces qui écoperaient le plus. D'autre part, l'économie québécoise connaît certaines difficultés, avec une consommation des ménages qui s'effrite et un commerce extérieur moribond. Il y a possibilité que ces tendances se maintiennent plus longtemps que prévu. En Ontario, la région de Toronto est parmi les plus susceptibles de subir une importante correction immobilière. De leur côté, les provinces de l'Ouest pourraient elles aussi connaître plus de difficultés si le ralentissement en Chine et une réduction de la demande aux États-Unis devaient entraîner les prix des matières premières à la baisse.

LES AUTORITÉS CHINOISES RÉAGIRONT-ELLES AVEC VIGUEUR ?

La faiblesse des économies avancées en première moitié de 2012 s'est fortement ressentie en Chine, et la principale préoccupation est que le ralentissement chinois prenne de l'ampleur. Ce risque est quelque peu atténué par l'ampleur des ressources dont disposent les autorités chinoises pour stimuler leur économie, bien que les excès des dernières années dans le secteur de la construction pourraient les inciter à agir avec prudence. Enfin, il faut souligner que les tensions entre Israël et l'Iran demeurent très vives, une situation qui s'avère délicate pour les États-Unis dans un contexte électoral. Les risques de conflit demeurent toujours élevés, avec les conséquences habituelles sur les prix du pétrole et de l'essence, ainsi que sur la confiance des consommateurs dans les pays développés.

PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES

PRÉVISIONS

Outre-mer	11
<i>Zone euro : pas de chute libre</i>	
États-Unis	13
<i>Des signaux mixtes</i>	
Canada	15
<i>L'économie bénéficie de peu de soutien</i>	
Québec	17
<i>L'économie suscite des inquiétudes</i>	
Ontario	19
<i>Une croissance plus faible à compter de la mi-2012</i>	
Autres provinces	21
<i>Les ressources profiteront encore aux provinces de l'Ouest</i>	

PRINCIPAUX TABLEAUX

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

OUTRE-MER

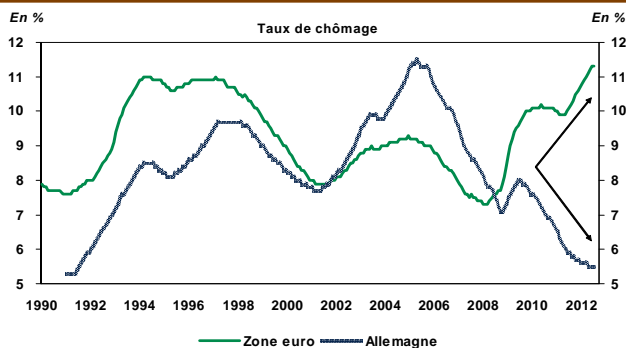
Zone euro : pas de chute libre

La zone euro est encore en récession, mais la relative bonne tenue de l'économie allemande empêche des chutes plus sévères du PIB réel. La faiblesse de la croissance prévue l'an prochain fait que l'assainissement des finances publiques restera un défi constant. La contraction de l'économie britannique s'est poursuivie au printemps et l'effet net des Olympiques sur l'activité économique est ambigu. Les pays émergents sont encore en ralentissement. En Chine, beaucoup d'espoirs reposent sur la mise en place de mesures de relance.

UNE RÉCESSION QUI RESTE MODESTE

La contraction de l'économie européenne est bien moins sévère que l'on ne pouvait le craindre au pire de la crise grecque. Certes, les problèmes des finances publiques des pays les plus fragiles ne sont toujours pas résolus et les autorités politiques ont souvent déçu dans leur recherche d'une solution durable et efficace. Toutefois, le plancher ne s'écroule pas sous les pieds de l'Europe. À rythme annualisé, le PIB réel de la zone euro n'a diminué que de 0,7 % au second trimestre, et ce, après des baisses de 1,4 % à la fin de 2011 et de 0,1 % l'hiver dernier. Sur les 13 pays ayant publié des résultats trimestriels pour le printemps, 7 seulement ont enregistré une contraction de leur PIB réel. Parmi les membres de la zone euro qui ont réussi à éviter une baisse, on retrouve en premier lieu l'Allemagne. C'est surtout la robustesse de cette économie qui permet d'éviter une récession plus prononcée. Depuis la fin de l'année dernière, le PIB germanique a augmenté de 1,5 % à rythme annualisé. Le taux de chômage y est stable à 5,5 %, le plus bas niveau depuis 1991, ce qui contraste énormément avec les 11,3 % de l'ensemble de la zone euro qui représentent le sommet depuis l'avènement de la monnaie unique (graphique 4).

Graphique 4 – Le taux de chômage allemand diverge grandement de celui de l'ensemble de la zone euro



Sources : Eurostat et Desjardins, Études économiques

L'Allemagne a aussi fait de grands progrès par rapport à ses objectifs de déficit budgétaire. L'Autriche et le Portugal ont

également pris de l'avance sur les objectifs établis en 2011. C'est loin d'être le cas pour la plupart des autres pays de la zone euro pour lesquels la marche reste très haute, et pour qui de nouveaux sacrifices seront nécessaires, ce qui fragilisera d'autant plus la croissance de l'économie. On ne peut donc espérer un fort rebond du PIB eurolandais à court terme. Certes, les pires craintes telles qu'un *credit crunch* ou un éclatement de la zone n'ont pas eu lieu, mais les contraintes et les défis demeurent grands. Une baisse de 0,4 % du PIB réel est prévue pour cette année et une croissance anémique de 0,1 % est espérée pour l'an prochain.

UN EFFET OLYMPIQUE?

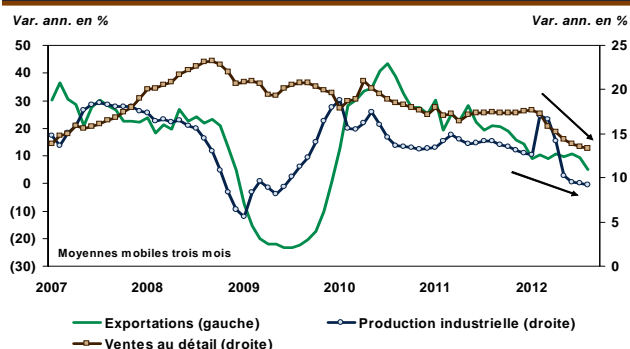
Du point de vue du sport et du divertissement, les Jeux olympiques de Londres sont considérés comme une réussite. Il reste maintenant à savoir s'ils sont parvenus à sortir le Royaume-Uni de sa torpeur économique. Le PIB réel britannique n'a pas su enregistrer deux trimestres consécutifs de croissance depuis l'été 2010 et, au printemps de 2012, il en était à son troisième trimestre de contraction. Les ventes au détail ont bien fait au début de l'été dernier, mais certains indicateurs suggèrent que les Olympiques ont plutôt nui à la consommation des Britanniques en août. Toutefois, un regain des exportations nettes, qui pourrait favoriser la croissance du PIB au troisième trimestre, s'est manifesté en juillet, et ce, malgré une autre performance décevante de la production industrielle. L'effet des Jeux olympiques sur la santé de l'économie reste encore ambigu. Sur l'ensemble de 2012, le PIB réel britannique devrait afficher une contraction de 0,5 %. Un gain de 1,2 % est prévu l'an prochain.

LA CHINE EN ATTENTE DE STIMULI

Parmi les signes les plus inquiétants déjà palpables sur la conjoncture économique mondiale, on trouve le ralentissement des économies émergentes. En variation annuelle, le PIB réel du Brésil n'a crû que de 0,5 % au printemps. Celui de l'Inde a progressé de 5,5 %, mais cela reste en deçà de ce à quoi nous avait récemment habitués cette économie. La production industrielle y est même en net recul.

Vu son importance pour la croissance mondiale, les principales inquiétudes sont surtout tournées vers la Chine. Le PIB réel a ralenti à 7,6 % au deuxième trimestre de 2012, la plus faible hausse annuelle depuis l'hiver 2009. On observe aussi des décélérations importantes de la production industrielle et des ventes au détail et, si les exportations nettes tiennent le coup, c'est grâce surtout à la faiblesse des importations, un autre signe que l'économie intérieure ne parvient pas à compenser la mollesse des demandes européenne et américaine (graphique 5).

Graphique 5 – Encore plusieurs signes de ralentissement en Chine



Sources : National Bureau of Statistics of China et Desjardins, Études économiques

Longtemps inquiétante par sa vigueur, l'inflation ralentit aussi, ce qui laisse une certaine marge de manœuvre aux autorités politiques et monétaires pour mettre en place des mesures de relance. La Banque populaire de Chine a déjà diminué les taux d'intérêt, et le gouvernement a récemment annoncé de nouveaux investissements publics. Toutefois, ces initiatives ne sont pas aussi ambitieuses que ce qui avait été annoncé en 2008 en réponse à la crise qui affectait alors le commerce mondial.

Pour le moment, rien n'indique un rebond imminent de l'économie chinoise. Au mieux, la croissance trimestrielle annualisée du PIB réel a été légèrement plus rapide au printemps qu'à l'hiver. Plus récemment, les indices PMI pointent encore vers une performance décevante du secteur de la fabrication. Les indicateurs liés au fret continuent de chuter. On sent aussi davantage d'inquiétudes relativement à une accumulation trop importante de stocks qui pourrait tôt ou tard limiter le besoin de production additionnelle. Notre prévision de croissance pour l'économie chinoise en 2012 est de 7,9 %. Toutefois, pour que celle-ci puisse connaître l'augmentation prévue de 8,2 % en 2013, il faudra nécessairement plus d'aide des autorités publiques.

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

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

p : prévisions

Sources : Consensus Forecasts et Desjardins, Études économiques

ÉTATS-UNIS

Des signaux mixtes

Après un deuxième trimestre plutôt médiocre sur le plan économique, de meilleures nouvelles se sont manifestées pour juillet : regain des ventes, rebond des embauches, amélioration de la confiance... L'optimisme s'est toutefois vite évanoui. Avec les prix de l'essence qui recommencent à augmenter, les décisions cruciales liées à l'échéance prochaine des mesures de politique budgétaire et l'incertitude amenée par le climat électoral, il ne faut pas s'attendre à un rebond de la croissance à court terme.

UN PRINTEMPS À OUBLIER

Les attentes étaient modestes pour la croissance de l'économie américaine du deuxième trimestre de 2012. Les données publiées, soit un gain de 1,7 % du PIB réel selon la seconde estimation des comptes nationaux, ne se sont pas éloignées des faibles pronostics. Il faut dire que bien peu d'éléments suggéraient mieux. Les ventes au détail avaient reculé pendant trois mois consécutifs d'avril à juin. La moyenne des embauches n'avait été que de 66 000 durant la même période comparativement à une moyenne de 267 000 lors des deux premiers mois de l'année. Les indices de confiance étaient aussi largement en baisse et l'indice ISM manufacturier était passé en juin sous la barre de 50, et ce, pour la première fois depuis la fin de la récession à la mi-2009.

REBOND ÉPHÉMÈRE

Plusieurs des indicateurs publiés en août et portant généralement sur le mois de juillet ont fait fuir une grande partie de cette morosité. Les ventes au détail ont rebondi, affichant leur meilleure croissance mensuelle depuis le mois de février. Le marché du travail a aussi montré un gain inespéré avec la création de 163 000 emplois selon la première estimation des chiffres de juillet. Appuyés par la baisse des prix de l'essence entamée au début du printemps, les indices de confiance des consommateurs se sont également améliorés. Les espoirs de voir l'économie prendre du tonus s'étaient ravivés, à l'image du regain enregistré au deuxième semestre de 2011.

Ces espérances ont vite été déçues et les gains ne se sont pas poursuivis. En premier lieu, la croissance de l'emploi en août a été décevante avec seulement 96 000 embauches, et ce, sans compter les révisions à la baisse des chiffres des mois précédents. Les prix de l'essence ont aussi amorcé une inquiétante remontée, rejoignant presque leur sommet atteint plus tôt en 2012. La diminution précédente de ces prix avait donné une bonne impulsion à la croissance du revenu disponible réel des ménages. Ceux-ci font maintenant face à de nouvelles ponctions dans leur portefeuille. Du côté des entreprises, l'ISM manufacturier en est maintenant à son troisième mois consécutif sous la barre de 50, une tendance

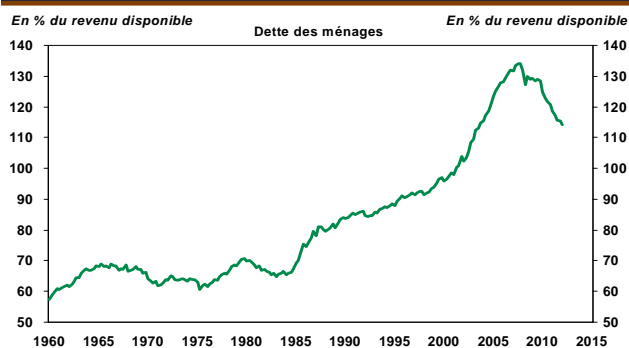
qui pointe vers une réduction de l'investissement des entreprises.

ASSAINISSEMENTS ENCOURAGEANTS

L'un des facteurs positifs qui se démarque est l'amélioration tardive, mais bienvenue, du marché de l'habitation. Les gains sont encore modestes et les niveaux d'activité restent historiquement déprimés, mais la tendance est nettement encourageante. Depuis le début de l'année, les ventes de maisons individuelles neuves ont progressé de 9,7 % et les mises en chantier ont crû de 7,0 %. La hausse des permis de bâtir est encore plus spectaculaire : 15,7 %. Tous ces éléments laissent croire que le secteur de l'habitation amènera enfin une contribution durable à la croissance de l'économie américaine. La progression des ventes de maisons existantes (incluant les condominiums) est moins vigoureuse avec une hausse de 2,0 % en 2012, mais on remarque des gains intéressants du côté de la valeur des maisons. L'indice S&P/Case-Shiller du prix des maisons existantes a connu cinq hausses mensuelles consécutives, et la robustesse des dernières hausses n'avait pas été vue depuis l'éclatement de la bulle immobilière en 2006.

Parallèlement à ces développements positifs, l'assainissement du bilan des ménages porte des fruits. Le taux d'endettement a fortement diminué depuis son sommet (graphique 6). Des efforts devront encore être effectués, mais le

Graphique 6 – L'assainissement du bilan des ménages américains est avancé



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

désendettement devrait désormais être un processus moins dommageable pour la croissance. En fait, on peut déjà en voir les bénéfices, car le service de la dette, appuyé par la baisse des taux d'intérêt, se situe maintenant à une proportion du revenu disponible qui n'a pas été vue depuis 1995, une situation beaucoup plus favorable pour les ménages.

Cet assainissement reste toutefois contrecarré par les problèmes persistants du marché du travail. Outre la faiblesse des embauches qui hante la conjoncture de court terme, les perspectives de plus long terme risquent d'être envenimées par la situation actuelle. Le taux d'emploi ne parvient pas à s'améliorer et le taux de participation est à un creux de trente ans. Conjugués au chômage de long terme qui diminue très peu, ces facteurs pourraient affecter la capacité de l'économie à retrouver les taux de croissance auxquels nous étions habitués avant la crise.

CHOIX POLITIQUES ET CHOIX BUDGÉTAIRES

L'emploi reste le principal obstacle aux efforts de réélection du président Obama contre l'ancien gouverneur républicain du Massachusetts, Mitt Romney. La lutte pour la Maison-Blanche, qui se conclura le mardi 6 novembre, s'effectue surtout sur le terrain de l'économie. Il faut dire que la vision des deux partis sur la place du gouvernement et sur la fiscalité est très différente. La divergence est même

plus claire avec le choix de Paul Ryan, l'un des principaux porte-parole républicains en matière budgétaire, comme colistier de Mitt Romney.

En dehors des programmes politiques qui s'étendent sur plusieurs années, une décision concernant le fameux *fiscal cliff* doit être prise à court terme. Notre scénario repose toujours sur une reconduction partielle des baisses d'impôts de 2001 et de 2003 qui ont été reconduites pour deux ans à la fin de 2010. La croissance ressentira les contrecoups de la hausse d'impôts pour les plus fortunés et les effets d'une confiance affaiblie par l'incertitude entourant ce débat. Notre prévision de hausse du PIB réel pour 2012 est de 2,2 %, mais une progression plus lente est anticipée pour 2013, soit 1,9 %.

Tableau 4
États-Unis : principaux indicateurs économiques

	2012				2013		Moyennes annuelles			
	T1	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	2010	2011	2012p	2013p
Variation trimestrielle annualisée en % (sauf si indiqué)										
Produit intérieur brut réel*	2,0	1,7	1,6	2,0	1,0	2,3	2,4	1,8	2,2	1,9
Dépenses personnelles	2,4	1,7	1,7	1,9	1,0	2,4	1,8	2,5	1,9	1,8
Construction résidentielle	20,6	8,9	10,0	9,5	10,0	4,3	(3,7)	(1,4)	11,2	8,1
Investissement des entreprises	7,5	4,2	(0,6)	5,0	3,1	7,6	0,7	8,6	7,7	5,0
Variation des stocks (G\$)	56,9	49,9	55,0	62,5	62,0	58,0	50,9	31,0	56,1	60,0
Dépenses publiques	(3,0)	(0,9)	(1,0)	(1,2)	(1,3)	(1,0)	0,6	(3,1)	(1,9)	(1,1)
Exportations	4,4	6,0	2,0	1,0	3,0	3,5	11,1	6,7	3,8	3,0
Importations	3,1	2,9	0,0	1,0	2,0	2,2	12,5	4,8	2,9	1,8
Demande intérieure finale	2,2	1,6	1,1	1,8	1,0	2,3	1,3	1,8	1,9	1,7
Autres indicateurs										
Revenu personnel disponible réel	3,7	3,1	1,5	1,9	(1,0)	2,0	1,8	1,3	1,5	1,4
Emploi (selon entreprises)	2,1	1,0	0,9	1,2	0,9	1,4	(0,7)	1,2	1,4	1,2
Taux de chômage (%)	8,3	8,2	8,2	8,0	8,1	7,8	9,6	9,0	8,2	7,8
Mises en chantier (1)	715	736	774	785	810	807	586	612	753	824
Profits des entreprises*** (2)	10,3	6,1	5,0	3,0	2,0	5,0	26,8	7,3	6,0	5,0
Taux d'épargne personnelle (%)	3,6	4,0	4,1	4,1	3,6	3,6	5,1	4,3	4,0	3,7
Taux d'inflation global (2)	2,8	1,9	1,7	2,0	1,4	1,2	1,6	3,1	2,1	1,6
Taux d'inflation de base** (2)	2,2	2,3	2,0	1,9	1,9	1,8	1,0	1,7	2,1	1,9
Solde budgétaire fédéral (G\$) (3)	(1 059)	(1 095)	(950)	(875)	(725)	(700)	(1 308)	(1 237)	(995)	(669)
Solde du compte courant (G\$)	(534,5)	(469,6)	(455,8)	(457,5)	(454,4)	(449,6)	(442,0)	(465,9)	(479,4)	(448,5)

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

L'économie bénéficie de peu de soutien

Plusieurs obstacles entravent la progression de l'économie canadienne. Dans ces conditions, il est difficile d'être très optimiste pour les prochains trimestres, et la croissance du PIB réel aura vraisemblablement du mal à dépasser celle de son potentiel. Nos prévisions pour 2012 et 2013 ont donc été légèrement révisées à la baisse.

LA CROISSANCE SE MAINTIENT SOUS LA BARRE DE 2 %

Pour un troisième trimestre consécutif, la croissance du PIB réel canadien a été légèrement inférieure à 2 % le printemps dernier, avec un gain de 1,8 %. La demande intérieure a progressé de 1,7 %, mais le solde commercial s'est de nouveau détérioré en raison d'une hausse des exportations inférieure à celle des importations. Ainsi, la contribution positive de la demande intérieure au PIB réel a été entièrement contrebalancée par l'apport négatif du secteur extérieur. N'eût été une accélération dans l'accumulation des stocks des entreprises, la croissance économique aurait donc été beaucoup plus faible au deuxième trimestre.

LA LISTE DES FACTEURS NÉGATIFS S'ALLONGE

Les récents résultats mettent en évidence à quel point l'économie canadienne repose sur des bases moins solides. Du côté des facteurs positifs, l'investissement non résidentiel demeure vigoureux alors qu'un dixième gain trimestriel consécutif a été répertorié le printemps dernier. Comme le démontrent les différents sondages, les perspectives restent très bonnes pour les prochains trimestres. En outre, le développement de nouvelles capacités de production dans le secteur des ressources naturelles continue de nécessiter d'importants investissements. La consommation de services se porte également assez bien avec des variations trimestrielles annualisées aux alentours de 2,5 % depuis le début de 2011.

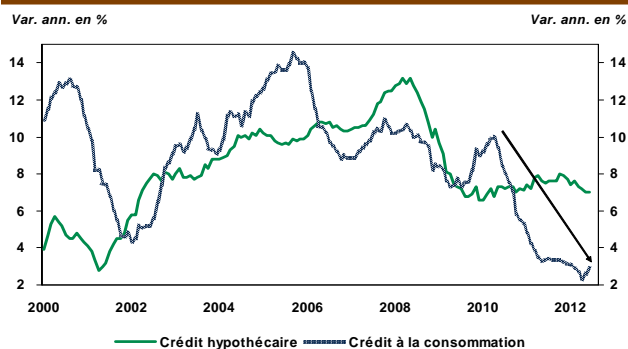
Les facteurs négatifs sont beaucoup plus nombreux. Les dépenses gouvernementales continuent de souffrir de la lutte aux déficits budgétaires et du retrait des plans de relance. Le deuxième trimestre de 2012 constituait le sixième recul consécutif des dépenses gouvernementales. En ce qui concerne le commerce extérieur, les exportations sont freinées par la faiblesse des demandes mondiale et américaine. Le retour du huard au-dessus de la parité avec le dollar américain n'est pas non plus une bonne nouvelle dans un contexte où les gains de productivité des entreprises canadiennes demeurent anémiques. Compte tenu de la vitalité des investissements non résidentiels, les importations continuent de croître à un rythme assez soutenu. Dans ces conditions, il est probable que le solde commercial subira de nouvelles

détériorations au cours des prochains trimestres, ce qui entravera la croissance du PIB réel.

Comme en témoigne la faiblesse du commerce de détail depuis quelques mois, les dépenses de consommation de biens sont en baisse depuis le début de 2012. Plusieurs éléments favorables sont pourtant en place, ce qui devrait normalement stimuler la consommation de biens. En dépit de soubresauts importants, la tendance du marché du travail est assez positive. En moyenne, le Canada a bénéficié de la création de 19 900 emplois par mois depuis le début de l'année, une performance remarquable considérant la croissance assez modeste de la production répertoriée durant la période. De plus, après quelques difficultés à la fin de 2011, les revenus des Canadiens ont recommencé à croître significativement au cours des derniers mois. Enfin, la confiance des ménages se maintient depuis un an à un niveau compatible avec une croissance modérée de la consommation.

La principale explication pour la faiblesse de la consommation de biens provient sans doute d'une plus grande prudence des ménages envers l'endettement. La croissance annuelle de l'encours du crédit à la consommation a fortement ralenti au cours des derniers mois, passant de 10 % au printemps 2010 à moins de 3 % actuellement (graphique 7). En soi, ce ralentissement est une bonne nouvelle. La Banque du Canada et le ministère des Finances ont multiplié les aver-

Graphique 7 – La croissance du crédit à la consommation est plus faible au Canada



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

tissements concernant l'endettement trop élevé des Canadiens. Visiblement, le message a été entendu, et plusieurs ménages font maintenant preuve d'une plus grande prudence. Par contre, une demande moins grande pour le crédit signifie une consommation plus faible, en particulier au sein des biens durables. Cela dit, il ne faut pas s'attendre à une réelle amélioration du bilan des ménages tant et aussi longtemps que la croissance du crédit hypothécaire demeurera élevée. Or, pour qu'une telle amélioration survienne, il faudra que le marché immobilier ralentisse.

L'investissement résidentiel a fortement soutenu la progression du PIB réel au cours des derniers trimestres, déjouant ainsi les pronostics d'un ralentissement du marché immobilier. Les craintes de surchauffe ont d'ailleurs incité le gouvernement fédéral à annoncer en juin dernier une quatrième série de mesures visant à freiner le marché immobilier¹. En outre, la période maximale d'amortissement a été réduite de 30 à 25 ans et le prêt maximal consenti lors d'un refinancement hypothécaire est maintenant de 80 % de la valeur de

l'habitation au lieu de 85 %. L'objectif semble enfin en voie de réalisation alors que certains signes démontrent que le marché immobilier commence à ralentir. Les ventes de maisons existantes ont reculé de 5,8 % en août. Ainsi, notre scénario table sur une diminution graduelle du marché immobilier au cours des prochains trimestres, de sorte que l'économie canadienne ne pourra vraisemblablement plus s'appuyer sur l'investissement résidentiel pour soutenir sa croissance.

NOS PRÉVISIONS SONT LÉGÈREMENT REVUES À LA BAISSÉ

Compte tenu du peu d'appuis dont dispose l'économie canadienne, la progression du PIB réel devrait demeurer modérée au cours des prochains trimestres. Cela nous amène à réduire quelque peu nos cibles de croissance. Au lieu de 2,1 %, la progression du PIB réel pourrait plutôt n'être que de 2,0 % cette année. Un gain de 2,2 % est attendu en 2013, soit deux dixièmes de point de pourcentage de moins que notre prévision du début de l'été.

¹ Ces nouvelles mesures s'appliquent aux prêts assurés et elles sont entrées en vigueur le 9 juillet dernier.

Tableau 5 Canada : principaux indicateurs économiques

Variation trimestrielle annualisée en % (sauf si indiqué)	2012				2013		Moyennes annuelles			
	T1	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	2010	2011	2012p	2013p
Produit intérieur brut réel*	1,8	1,8	1,9	2,2	2,1	2,3	3,2	2,4	2,0	2,2
Dépenses personnelles	0,7	1,1	2,1	2,3	2,2	2,4	3,3	2,4	1,7	2,2
Construction résidentielle	11,5	1,8	(3,2)	(4,0)	(2,1)	(1,6)	10,2	2,3	4,4	(2,2)
Investissement des entreprises	5,8	9,4	7,5	7,0	6,5	6,8	7,3	13,1	6,6	6,8
Variation des stocks (G\$)	8,2	15,2	16,3	16,5	16,5	17,8	8,9	12,8	14,0	19,1
Dépenses publiques	(2,0)	(0,5)	(0,6)	(0,3)	0,5	0,6	4,7	0,1	(1,7)	0,2
Exportations	4,0	0,8	1,8	5,5	3,5	2,5	6,4	4,6	4,6	3,3
Importations	5,2	6,4	2,0	4,0	3,0	3,0	13,1	7,0	3,8	3,4
Demande intérieure finale	1,3	1,7	1,7	1,8	2,0	2,2	4,5	3,0	1,6	2,0
Autres indicateurs										
Revenu personnel disponible réel	0,1	3,5	1,5	2,0	2,5	3,0	3,6	1,3	1,5	2,6
Rémunération hebdomadaire	0,6	4,1	1,0	1,5	2,5	3,0	3,6	2,5	2,1	2,6
Emploi	0,9	2,8	0,0	0,8	1,0	1,1	1,4	1,6	1,0	1,1
Taux de chômage (%)	7,4	7,3	7,3	7,2	7,2	7,1	8,0	7,4	7,3	7,1
Mises en chantier (1)	206,3	230,1	214,3	196,7	185,0	177,5	189,9	194,0	211,8	179,7
Profits des entreprises*** (2)	4,2	0,4	3,0	3,0	5,0	7,0	21,2	15,4	2,7	5,2
Taux d'épargne personnelle (%)	3,1	3,6	3,1	3,0	3,1	3,2	4,8	3,7	3,2	3,3
Taux d'inflation global (2)	2,3	1,6	1,3	1,8	2,1	2,0	1,8	2,9	1,7	1,9
Taux d'inflation de base** (2)	2,1	2,0	1,4	1,2	1,6	1,4	1,8	1,6	1,7	1,7
Solde budgétaire fédéral (G\$) (3)	(17,1)	(21,3)	(20,0)	(15,0)	(15,0)	(12,0)	(42,6)	(31,9)	(18,3)	(11,3)
Solde du compte courant (G\$)	(40,6)	(64,1)	(47,0)	(40,0)	(40,0)	(42,0)	(50,9)	(48,4)	(47,9)	(44,0)

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

QUÉBEC

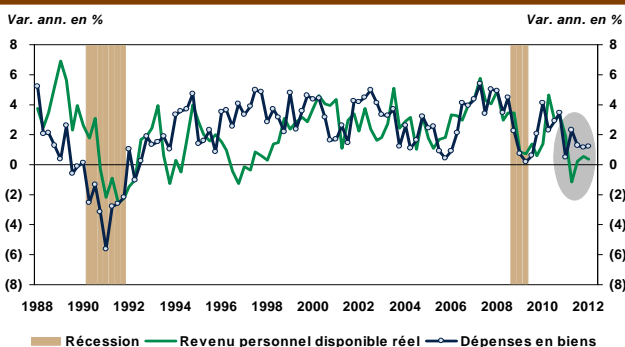
L'économie suscite des inquiétudes

La conjoncture économique manque de tonus depuis quelques mois au Québec. Les dépenses de consommation tardent à reprendre leur envol alors que l'alourdissement du fardeau fiscal gruge une part croissante des revenus des ménages. Les investissements non résidentiels, qui constituent le principal point d'appui du cycle actuel, demeurent toutefois en plein essor. Les exportations internationales sont affectées par les difficultés de l'économie mondiale, ce qui empêche le déficit commercial de se résorber. La progression du PIB réel, qui décroît depuis le début de 2012, sera donc relativement faible cette année.

LA CONSOMMATION EST PRÉOCCUPANTE

Les dépenses de consommation sont amorphes depuis un certain temps. Les ventes au détail en termes réels ont même diminué au premier semestre, et un rebond en seconde moitié de 2012 est plus que nécessaire afin de soutenir l'économie. La hausse de l'emploi et de la rémunération des travailleurs a pourtant été au rendez-vous. Les prélèvements fiscaux additionnels ont toutefois gonflé les transferts des particuliers aux administrations publiques, ce qui a eu pour effet d'affaiblir le revenu disponible des ménages. Celui-ci est même au point neutre depuis quelques trimestres, ce qui explique la faiblesse des dépenses en biens (graphique 8).

Graphique 8 – La croissance des revenus est en panne au Québec



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

La confiance des consommateurs a brièvement remonté au-dessus de la moyenne historique en juillet après s'être maintenue en deçà de ce niveau pendant près d'un an. L'indice du Conference Board s'est cependant affaibli en août, éliminant du même coup les espoirs d'un redressement durable. Même si les ménages sont nettement plus optimistes que lors de la récession de 2008-2009, la période d'hésitations tarde à se dissiper. L'augmentation du fardeau fiscal, qui s'est intensifiée depuis 2011 surtout en raison des deux hausses successives de la taxe de vente provinciale, explique en partie le climat de morosité. Les prix élevés de l'essence ont également affecté le moral des ménages. D'ailleurs, le

prix de l'essence ordinaire à Montréal a même récemment dépassé le sommet de 143 ¢ le litre franchi en juillet 2008. Ces éléments moins favorables semblent avoir influencé les consommateurs, qui ont fait preuve de prudence dans leurs achats. Même si le second semestre s'avérait plus énergique du côté des dépenses en biens et services, la progression se limitera à 1,5 % en 2012. Celles-ci devraient se raffermir davantage l'an prochain puisque l'essentiel des augmentations de taxes et de tarifs annoncées auront été appliquées.

Même si l'amélioration du marché du travail est assez convaincante depuis le début de 2012, elle n'a pas été suffisante pour donner une impulsion aux consommateurs. Le repli de l'emploi observé en juin (-4 600) et en juillet (-28 700) a été de courte durée et il a même fait place à un solide gain mensuel de 32 500 en août. Environ 85 000 postes, dont près de 60 000 à temps plein, se sont ajoutés de janvier à août après la correction de la fin de 2011. Le taux de chômage a diminué progressivement par rapport au niveau de 8,7 % qui prévalait à la fin de 2011 et il a même atteint 7,6 % cet été. Bien que des soubresauts pourraient caractériser les prochains mois en raison de la fragilité de l'économie mondiale, l'amélioration de l'emploi devrait se poursuivre. Le taux de chômage devrait ainsi fléchir à près de 7 % à la fin de 2013.

L'HABITATION À UN TOURNANT?

L'immobilier résidentiel a défié les pronostics en première moitié de 2012. Les ventes de résidences effectuées par l'entremise des courtiers immobiliers ont progressé, de sorte que le nombre de transactions pourrait franchir un nouveau sommet cette année. Le bassin de propriétés à vendre s'est toutefois élargi, ce qui a progressivement atténué les hausses de prix. Selon la Fédération des chambres immobilières du Québec, plus de promoteurs confient la vente de leurs condos neufs à des agents immobiliers, ce qui peut être un signe précurseur d'un ralentissement de la demande pour les nouvelles constructions. Pour l'instant, le marché de la revente est toujours à l'équilibre, et ce, même pour les appartements en copropriété. Une baisse de prix est donc peu

probable à court terme. Il faut plutôt s'attendre à une progression générale des prix d'environ 3,5 % cette année et de 2,5 % l'an prochain. Il faudra surveiller dans quelle mesure le resserrement des règles hypothécaires du gouvernement fédéral, en vigueur depuis le 9 juillet dernier, affectera le marché de l'habitation. La période maximale d'amortissement, qui est passée de 30 à 25 ans, limitera l'accès à la propriété pour les emprunteurs dont la mise de fonds se situe entre 5 % et 20 %. Déjà, en août, les ventes de résidences existantes ont affiché un recul annuel de 7,0 % à Montréal et de 26,0 % à Québec. Il est cependant possible que l'été particulièrement chaud ait ralenti l'activité du marché immobilier résidentiel. Il faudra patienter quelques mois afin de déceler une véritable tendance et ainsi mieux cerner l'impact des nouvelles mesures.

Les mises en chantier continuent d'évoluer à deux vitesses. La construction de maisons fléchit en raison des prix élevés qui freinent la demande. Les condos, dont le prix moyen est inférieur de 50 000 \$ à celui d'une maison unifamiliale, affichent une forte hausse de la construction depuis le début de 2012. Le ralentissement qui était attendu cette année pour les copropriétés a dû être reporté à l'an prochain, ce qui fera diminuer le total des mises en chantier à 42 000 en 2013 comparativement à 45 500 unités prévues cette année.

Principal pilier du cycle économique actuel, les investissements non résidentiels continuent de pointer vers le haut.

Plusieurs projets d'envergure assureront une certaine solidité des investissements au fil des prochains trimestres. Les chantiers hydroélectriques, dont celui de la Romaine sur la Côte-Nord, ainsi que ceux de différents parcs éoliens se joindront aux nombreux projets miniers ainsi qu'à deux chantiers dans l'industrie de l'aluminium. Le secteur commercial, actuellement stimulé par plusieurs projets d'immeubles de bureaux notamment à Québec et en Outaouais, continuera de bien faire. Du côté du secteur public, les investissements majeurs dans plusieurs centres hospitaliers ainsi que le renouvellement des infrastructures soutiendront la croissance économique de la province.

FAIBLE CROISSANCE EN 2012

En somme, le début d'année décevant qu'a connu l'économie du Québec, notamment du côté de la consommation, justifie une révision à la baisse de nos prévisions. La progression du PIB réel devrait à peine atteindre 1 % cette année et approcher les 2 % l'an prochain. La période de quasi-stagnation de l'activité économique fera donc place à une croissance plus ferme. Les dépenses en biens et services devraient bientôt reprendre leur envol puisque l'essentiel des mesures fiscales restrictives nécessaires au retour à l'équilibre budgétaire en 2013-2014 ont été appliquées. Les investissements non résidentiels demeureront le fer de lance de l'économie du Québec, ce qui permettra de patienter jusqu'à la relance des exportations internationales.

Tableau 6
Québec : principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011	2012p	2013p
Var. ann. en % (sauf si indiqué)					
Produit intérieur brut réel	(0,7)	2,5	1,7	1,0	1,8
Dépenses personnelles	0,9	3,3	2,0	1,5	2,3
Construction résidentielle	(2,2)	12,9	1,5	2,2	(3,9)
Investissement des entreprises	(15,0)	5,9	10,2	5,0	4,7
Variation des stocks (M\$ 2002)	(1 003)	5	2 055	853	750
Dépenses publiques	4,1	3,7	0,4	0,4	0,8
Exportations	(7,4)	0,8	1,4	4,0	3,7
Importations	(6,0)	5,3	3,6	3,0	3,3
Solde commercial (M\$ 2002)	(23 943)	(31 348)	(35 390)	(34 989)	(35 597)
Demande intérieure finale	0,1	4,2	2,0	1,5	1,8
Autres indicateurs					
Revenu personnel disponible réel	0,9	3,1	0,4	0,5	2,1
Rémunération hebdomadaire	1,1	3,0	2,4	2,2	2,0
Emploi	(0,8)	1,7	1,0	0,4	1,1
Taux de chômage (%)	8,5	8,0	7,8	7,8	7,3
Taux d'épargne personnelle (%)	3,9	3,7	2,1	1,5	2,5
Ventes au détail	(1,1)	6,2	2,9	1,5	4,0
Mises en chantier (k)	43,4	51,4	48,4	45,5	42,0
Taux d'inflation	0,6	1,2	3,0	2,2	2,0

p : prévisions

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

ONTARIO

Une croissance plus faible à compter de la mi-2012

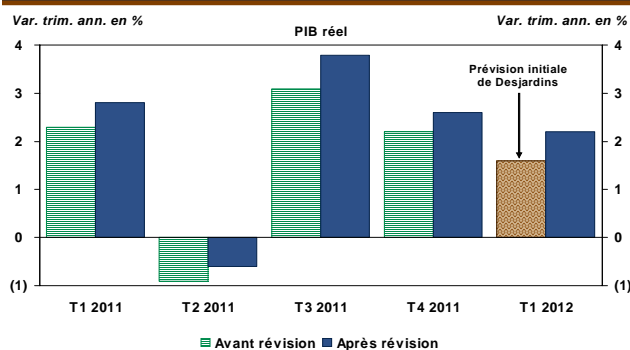
Malgré des signes encourageants au sein du secteur manufacturier, plusieurs embûches entraveront la croissance de l'économie ontarienne au cours des prochains trimestres. Le secteur immobilier commence à montrer des signes de ralentissement et la lutte au déficit budgétaire est particulièrement douloureuse dans la province.

UNE CROISSANCE PLUS FORTE QUE PRÉVU

Le PIB réel ontarien a augmenté de 2,2 % au premier trimestre de 2012. La construction résidentielle, les dépenses de consommation, les investissements non résidentiels ainsi qu'une accélération de la variation des stocks sont à l'origine de cette croissance. Par contre, le commerce extérieur s'est détérioré significativement en raison d'une hausse des exportations inférieure à celle des importations.

Malgré le climat économique plutôt morose, la publication des comptes économiques du premier trimestre commande une révision à la hausse de notre prévision pour le PIB réel de la province en 2012. Non seulement le premier trimestre s'est avéré plus fort que prévu, mais les données de 2011 ont aussi été révisées à la hausse (graphique 9). Ainsi, la croissance pour l'année 2011 est maintenant de 2,1 %, soit 0,3 % de plus que le résultat initialement calculé par le ministère des Finances de l'Ontario. Cela a conféré un acquis de croissance plus favorable, qui se transmet à l'évolution du PIB réel en 2012.

Graphique 9 – La croissance économique a été plus robuste que prévu en Ontario



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

LA REPRISE DU SECTEUR MANUFACTURIER SE POURSUIT

La fabrication continue à prendre du mieux dans la province. Les ventes des manufacturiers ont augmenté de 2,7 % au deuxième trimestre en Ontario, un résultat nettement supérieur à la moyenne nationale. Le même constat s'applique

aux exportations de marchandises, alors que les gains obtenus en Ontario dépassent ceux pour l'ensemble du Canada. L'industrie de l'automobile se retrouve évidemment au centre de cette embellie. La fabrication de véhicules automobiles et de pièces est en hausse depuis la mi-2011, et les récentes données canadiennes démontrent que cette tendance s'est poursuivie le printemps dernier. Un rattrapage était évidemment nécessaire après les importantes difficultés subies en 2008 et en 2009. La production reste néanmoins à un niveau près de 40 % plus faible que le sommet cyclique atteint en 2005.

Plusieurs embûches pourraient toutefois entraver la récupération de l'industrie de l'automobile dans les trimestres à venir, restreignant du même coup sa progression. D'une part, l'industrie a connu plusieurs fermetures d'usines au cours des dernières années. La capacité de production est donc aujourd'hui beaucoup plus faible qu'elle ne l'était en 2005. D'autre part, la reprise de l'économie américaine demeure très lente, avec des résultats décevants au chapitre de l'emploi. Cela se répercute évidemment sur la croissance des ventes d'automobiles, qui s'est avérée modeste au cours des derniers mois au sud de la frontière.

Le secteur manufacturier ontarien profite également de la vitalité des investissements non résidentiels au pays. Comme l'a récemment mentionné le gouverneur de la Banque du Canada, le développement du secteur des ressources naturelles rejaillit sur la plupart des provinces. L'Ontario étant la province produisant le plus de machines, elle est particulièrement bien placée pour profiter de la manne d'investissements observée dans l'ouest. Depuis la fin de 2002, les exportations de l'Ontario destinées à l'extérieur du Canada ont chuté de 11 %, tandis que celles dirigées vers les autres provinces ont bondi de 31 %.

Il ne faut toutefois pas se bercer d'illusions. Le retour du huard au-dessus de la parité avec le dollar américain constitue un obstacle majeur pour la plupart des manufacturiers dans un contexte où les demandes mondiale et américaine restent anémiques. La baisse de 1,9 % des ventes des manufacturiers ontariens survenue en juillet est d'ailleurs un dur

rappel à la réalité. Somme toute, les perspectives du secteur manufacturier restent positives, mais force est de constater que plusieurs difficultés devront être surmontées au cours des prochains trimestres.

UN RALENTISSEMENT DU MARCHÉ IMMOBILIER EST ATTENDU

Le marché immobilier ontarien fait encore l'objet d'une attention particulière alors que le prix moyen des maisons existantes a atteint un sommet historique de 394 972 \$ en avril dernier. Cela a incité le gouvernement fédéral à introduire en juin une quatrième série de mesures visant à freiner le marché immobilier au pays. Les données récentes semblent d'ailleurs démontrer qu'un ralentissement commence à se concrétiser. Les ventes de maisons existantes ont diminué significativement au cours des derniers mois (graphique 10) en Ontario, en particulier en août lorsque les nouvelles mesures sont pleinement entrées en vigueur. Le revirement est également perceptible sur le marché du travail. Le secteur de la construction a subi une perte de 52 000 emplois depuis avril dernier, soit une réduction de plus de 11 %. Notre scénario table sur la poursuite du ralentissement graduel du marché immobilier ontarien. L'économie de la province ne pourra donc plus compter sur cette importante source de croissance dans les trimestres à venir.

Graphique 10 – Les ventes de maisons ont commencé à reculer en Ontario



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

PLUSIEURS OBSTACLES ASSOMBRISSENT LES PERSPECTIVES

Malgré certains éléments positifs, l'économie ontarienne devra surmonter plusieurs difficultés au cours des prochains trimestres. En outre, le gouvernement de la province est aux prises avec un important déficit budgétaire, et les mesures envisagées pour retrouver l'équilibre freineront la progression du PIB réel. Même si la croissance s'annonce plus faible en seconde moitié d'année, le PIB réel pourrait néanmoins croître de 2,1 % en 2012. Rappelons que la prévision établie au début de l'été se situait à 1,8 %. Un gain de 2,0 % est attendu en 2013.

Tableau 7
Ontario : principaux indicateurs économiques

	2009	2010	2011	2012p	2013p
Var. ann. en % (sauf si indiqué)					
Produit intérieur brut réel	(3,2)	3,0	2,1	2,1	2,0
Dépenses personnelles	0,2	3,6	2,3	1,6	2,3
Construction résidentielle	(8,7)	8,3	5,2	7,1	(3,0)
Investissement des entreprises	(16,8)	11,0	15,8	4,4	5,0
Variation des stocks (M\$ 2002)	(3 043)	1 964	3 088	3 647	4 063
Dépenses publiques	5,3	5,5	(0,9)	(2,1)	(0,1)
Exportations	(12,6)	7,5	1,7	4,8	2,5
Importations	(10,4)	13,3	2,4	3,6	2,1
Solde commercial (M\$ 2002)	(10 206)	(28 106)	(31 015)	(28 250)	(27 597)
Demande intérieure finale	(0,8)	4,8	2,6	1,4	1,8
Autres indicateurs					
Revenu personnel disponible réel	1,4	3,4	0,2	0,8	1,1
Rémunération hebdomadaire	1,3	3,9	1,4	1,7	2,2
Emploi	(2,5)	1,7	1,8	0,7	1,0
Taux de chômage (%)	9,0	8,7	7,8	7,8	7,7
Taux d'épargne personnelle (%)	4,3	4,1	2,2	1,4	0,2
Ventes au détail	(2,5)	5,4	3,6	2,0	2,5
Mises en chantier (k)	50,4	60,4	67,8	78,0	61,4
Taux d'inflation	0,4	2,5	3,1	1,6	1,8

p : prévisions

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

AUTRES PROVINCES

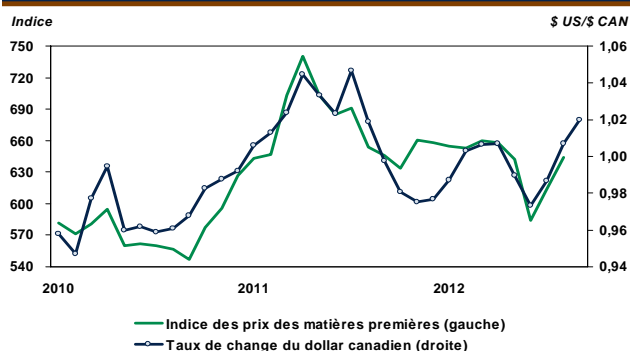
Les ressources profiteront encore aux provinces de l'Ouest

Le récent rebond des prix des matières premières consolide la position avantageuse des provinces de l'Ouest, qui continueront de dominer au chapitre de la croissance économique en 2012 et en 2013. Les perspectives sont toutefois moins élevées pour la Colombie-Britannique, où le ralentissement de la demande asiatique se fait sentir. De façon générale, les provinces de l'Atlantique devront encore surmonter de nombreuses difficultés. Un certain optimisme est néanmoins permis pour Terre-Neuve-et-Labrador alors qu'une amélioration dans le secteur de l'énergie est attendue.

LES DISPARITÉS RÉGIONALES S'ESTOMPENT... MOMENTANÉMENT

La baisse des prix des matières premières survenue à la fin de 2011 ainsi que dans les premiers mois de 2012 a favorisé une certaine atténuation des disparités régionales au pays. Les provinces productrices de ressources ont souffert d'une détérioration de l'effet de richesse, tandis que les provinces plus orientées vers le secteur de la fabrication ont quelque peu profité d'un dollar canadien moins élevé. La situation s'est toutefois renversée à compter de la mi-2012 alors que les prix des matières premières et le dollar canadien ont rebondi (graphique 11). Même si la problématique des disparités régionales a repris de l'importance récemment, les événements du début de l'année nous amènent à réduire quelque peu les écarts de croissance entre les différentes provinces pour 2012.

Graphique 11 – Les prix des matières premières et le dollar canadien ont rebondi

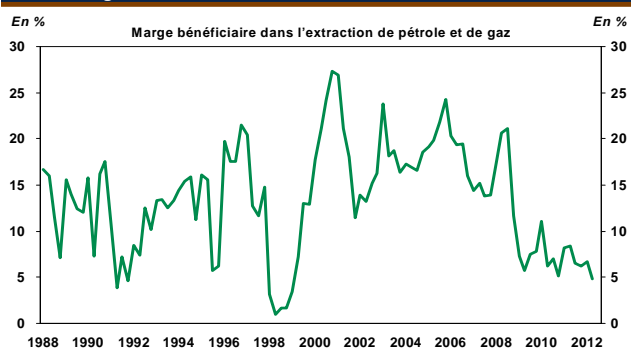


Sources : Banque du Canada, Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

OUEST : LA REMONTÉE DES PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES SERA BÉNÉFIQUE

L'Alberta est évidemment en bonne position pour profiter de la récente hausse des prix de l'énergie. Les inquiétudes associées à la baisse de la marge bénéficiaire dans le secteur de l'extraction de pétrole et de gaz survenue à la fin de 2011 et au début de 2012 (graphique 12) ainsi qu'à son impact

Graphique 12 – La rentabilité du secteur de l'extraction de pétrole et de gaz est descendue à un niveau assez bas au Canada



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

potentiel sur les décisions d'investissement des entreprises se sont donc dissipées. Les importants investissements consacrés au développement de nouvelles capacités de production devraient donc se poursuivre au cours des prochains trimestres, ce qui devrait permettre à l'Alberta de se maintenir en tête au chapitre de la croissance économique au pays.

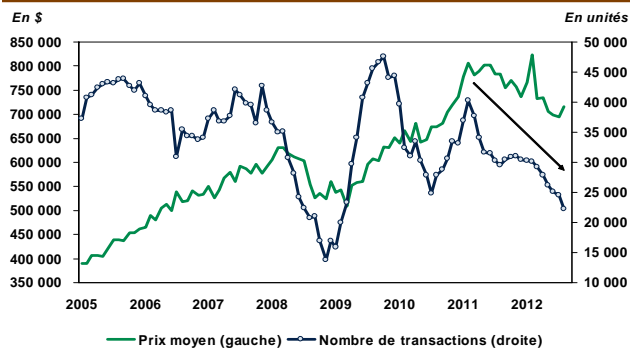
Le maintien des prix des matières premières à des niveaux assez élevés avantagera aussi la Saskatchewan, où plusieurs projets d'investissement sont en cours dans ce secteur d'activité. La province bénéficie également des investissements faits dans le cadre du programme « Regina Revitalization Initiative », qui comporte notamment la construction éventuelle d'un nouveau stade. La sécheresse ayant sévi dans une bonne partie des États-Unis l'été dernier se traduira vraisemblablement par une forte demande en engrais afin de faciliter le rétablissement des terres agricoles. La production de potasse pourrait donc s'accélérer dans la province. De plus, la Saskatchewan ayant été peu touchée par cette sécheresse, le secteur de l'agriculture profitera d'une demande soutenue et de prix élevés.

Le Manitoba bénéficiera aussi de conditions favorables pour son secteur agricole. La province étant moins bien garnie

en ressources naturelles, les perspectives de croissance économique y sont cependant plus faibles que dans le reste des Prairies. Une certaine amélioration est répertoriée au sein de la fabrication, grâce notamment à une embellie dans le secteur des transports. Ainsi, la variation des ventes des manufacturiers manitobains est nettement supérieure à la moyenne nationale depuis le début de l'année.

En Colombie-Britannique, le ralentissement de la demande asiatique se fait sentir. Le nombre de conteneurs en transit au port de Vancouver a affiché une légère baisse dans les six premiers mois de 2012 par rapport à la même période l'an dernier. Le marché immobilier, qui suscitait plusieurs inquiétudes il y a quelques mois en raison de sa forte progression, subit aussi les effets de la détérioration des conditions économiques et des restrictions imposées par le gouvernement fédéral sur le crédit hypothécaire. La variation annuelle du prix moyen des maisons existantes était à -6,9 % en août dernier à Vancouver alors que le nombre de propriétés vendues avait diminué de 31,0 % sur une période d'un an (graphique 13). Après plusieurs années de difficultés, une lueur d'espoir commence cependant à apparaître pour le secteur de la foresterie alors que la construction résidentielle aux États-Unis montre des signes d'amélioration.

Graphique 13 – Le marché immobilier est en baisse à Vancouver

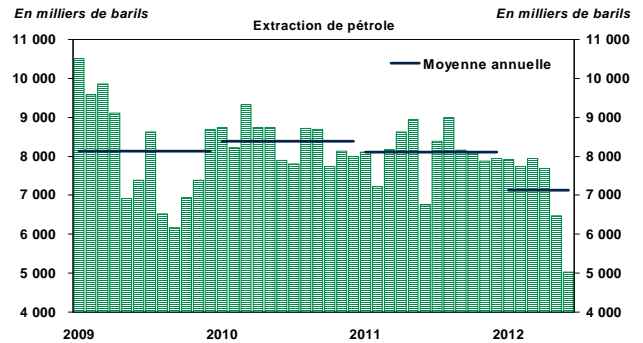


Sources : Association canadienne de l'immobilier et Desjardins, Études économiques

TERRE-NEUVE-ET-LABRADOR : VERS UN RÉTABLISSEMENT DU SECTEUR DE L'ÉNERGIE

La production de Terre-Neuve-et-Labrador a été fortement entravée au cours des derniers trimestres par une diminution de cadence dans le secteur de l'extraction de pétrole et de gaz causée par des entretiens temporaires (graphique 14). Le retour graduel à la normale au sein de la plupart des sites d'extraction ainsi que la progression soutenue des investissements dans de nouvelles installations devraient favoriser une accélération de la croissance économique en 2013.

Graphique 14 – La production de pétrole a diminué à Terre-Neuve-et-Labrador



Sources : Newfoundland & Labrador Statistics Agency et Desjardins, Études économiques

MARITIMES : UNE CROISSANCE INFÉRIEURE À LA MOYENNE NATIONALE

Les perspectives pour les provinces maritimes sont parsemées d'embûches. En Nouvelle-Écosse, les prix relativement réduits du gaz naturel, combinés à une tendance à la baisse de la production extracôtière, minent la croissance économique de la province. Après plusieurs reports, le nouveau site d'extraction de gaz naturel Deep Panuke devait toutefois entrer en production prochainement. Cela se traduira par un accroissement significatif de la capacité de production de la province, qui aura des répercussions positives sur la croissance du PIB réel.

Au Nouveau-Brunswick, la production dans le secteur des mines devrait augmenter puisque de nouvelles installations commenceront leurs activités. La progression du PIB réel sera cependant entravée par les difficultés au sein du secteur manufacturier. Or, ce secteur représente plus de 10 % de la production de la province, soit le ratio le plus élevé dans la région de l'Atlantique. De plus, l'investissement non résidentiel ralentira puisque plusieurs grands projets sont arrivés à terme, dont la rénovation de la centrale électrique de Point Lepreau.

À l'image des autres provinces des Maritimes, l'Île-du-Prince-Édouard connaîtra une croissance économique modeste. Selon les informations préliminaires, la saison de pêche 2012 a été meilleure que celle de l'an dernier. Le secteur manufacturier de la province se porte un peu mieux que dans le reste du pays alors que les industries pharmaceutiques et alimentaires bénéficient d'une certaine embellie. Par contre, la problématique des déficits budgétaires (provincial et fédéral) pèse lourdement sur la croissance économique de la province, l'Île-du-Prince-Édouard étant la région dont le PIB réel dépend le plus des dépenses des administrations publiques.

Tableau 8

Canada : principaux indicateurs économiques par province

	2009	2010	2011	2012p	2013p
Moyenne annuelle en % (sauf si indiqué)					
Croissance du PIB réel – Canada	(2,8)	3,2	2,4	2,0	2,2
Atlantique	(2,3)	3,4	0,8	1,5	1,9
Québec	(0,7)	2,5	1,7	1,0	1,8
Ontario	(3,2)	3,0	2,1	2,1	2,0
Manitoba	(0,3)	2,4	1,1	2,0	2,0
Saskatchewan	(3,8)	4,0	4,7	2,8	3,2
Alberta	(4,5)	3,3	5,1	3,2	3,6
Colombie-Britannique	(2,1)	3,0	2,8	2,4	2,5
Taux d'inflation – Canada	0,3	1,8	2,9	1,7	1,9
Atlantique	0,1	2,2	3,6	1,9	1,8
Québec	0,6	1,2	3,0	2,2	2,0
Ontario	0,4	2,5	3,1	1,6	1,8
Manitoba	0,6	0,8	3,0	1,7	1,8
Saskatchewan	1,0	1,4	2,8	1,8	1,8
Alberta	(0,1)	1,0	2,4	1,2	2,0
Colombie-Britannique	0,0	1,3	2,4	1,4	2,0
Croissance de l'emploi – Canada	(1,6)	1,4	1,6	1,0	1,1
Atlantique	(0,7)	0,6	0,3	0,8	0,8
Québec	(0,8)	1,7	1,0	0,4	1,1
Ontario	(2,5)	1,7	1,8	0,7	1,0
Manitoba	0,0	1,9	0,8	0,6	1,0
Saskatchewan	1,3	0,9	0,3	2,2	1,5
Alberta	(1,4)	(0,4)	3,8	2,5	1,8
Colombie-Britannique	(2,1)	1,7	0,8	1,7	1,5
Taux de chômage – Canada	8,3	8,0	7,4	7,3	7,1
Atlantique	10,5	10,4	10,0	10,3	10,0
Québec	8,5	8,0	7,8	7,8	7,3
Ontario	9,0	8,7	7,8	7,8	7,7
Manitoba	5,2	5,4	5,4	5,4	5,2
Saskatchewan	4,8	5,2	5,0	4,7	4,4
Alberta	6,6	6,5	5,5	4,6	4,3
Colombie-Britannique	7,7	7,6	7,5	6,8	6,8
Croissance des ventes au détail – Canada	(2,9)	5,6	4,1	2,3	3,2
Atlantique	0,6	4,7	4,4	0,5	3,2
Québec	(1,1)	6,2	2,9	1,5	4,0
Ontario	(2,5)	5,4	3,6	2,0	2,5
Manitoba	(0,4)	5,7	4,3	1,0	3,5
Saskatchewan	(0,5)	3,4	7,5	5,0	5,0
Alberta	(8,3)	6,0	6,9	5,5	6,5
Colombie-Britannique	(4,4)	5,4	3,1	2,2	4,5
Mises en chantier – Canada (milliers d'unités)	149,1	189,9	194,0	211,8	179,7
Atlantique	10,9	12,8	12,5	13,1	11,6
Québec	43,4	51,4	48,4	45,5	42,0
Ontario	50,4	60,4	67,8	78,0	61,4
Manitoba	4,2	5,9	6,1	7,8	5,5
Saskatchewan	3,9	5,9	7,0	8,5	7,0
Alberta	20,3	27,1	25,7	30,4	28,0
Colombie-Britannique	16,1	26,5	26,4	28,5	24,2

p : prévisions

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

PRÉVISIONS FINANCIÈRES

PRÉVISIONS

Politiques monétaires	25
<i>Pas de repos pour les banquiers centraux</i>	
Marché des titres à revenu fixe	29
<i>Un refrain familial</i>	
Marchés boursiers	33
<i>La bonne performance des Bourses pourra-t-elle se poursuivre?</i>	
Marchés des devises	35
<i>Les valeurs refuges ne seront pas abandonnées</i>	
Matières premières	38
<i>La récente embellie pourrait s'estomper</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

Pas de repos pour les banquiers centraux

Les principales banques centrales ont été occupées au cours des derniers mois. La Banque d'Angleterre a décidé d'augmenter ses achats de titres tout en amorçant un nouveau programme pour stimuler directement le crédit. La Banque centrale européenne lance des mesures ambitieuses visant à préserver la monnaie unique, et ce, tout en diminuant une nouvelle fois ses taux directeurs. La Réserve fédérale annonce de nouveaux achats de titres hypothécaires et repousse ses perspectives de premières hausses de taux. Même la Banque du Japon cherche à aider davantage son économie. La situation n'est pas la même pour la Banque du Canada, mais tout indique qu'elle devra attendre en 2014 pour resserrer à nouveau sa politique monétaire.

RÉSERVE FÉDÉRALE (Fed)

Depuis la réunion du comité de politique monétaire du mois de juin, il était clair que les dirigeants de la Fed étaient insatisfaits, et même inquiets, de la faiblesse de la conjoncture économique américaine. La réunion d'août et le discours très attendu prononcé par Ben Bernanke à la conférence annuelle de Jackson Hole n'ont pas montré toute l'étendue de ces inquiétudes, mais cela est apparu lors de la réunion des 12 et 13 septembre. Dans le communiqué de cette rencontre, la Fed indiquait clairement qu'elle se souciait du fait que « sans de nouveaux assouplissements monétaires, la croissance économique ne sera pas assez forte pour générer une amélioration soutenue du marché du travail ».

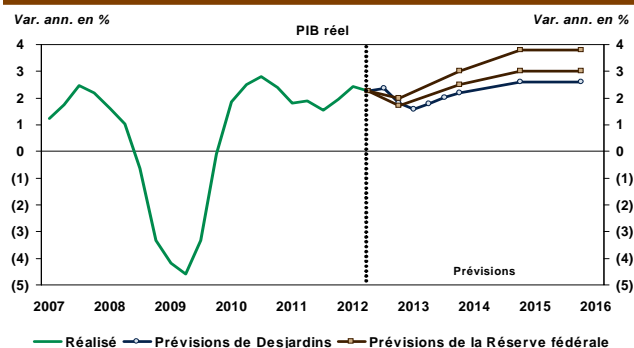
Les dirigeants de la Fed ont donc décidé d'agir et ils l'ont fait de manière sans équivoque. Premièrement, ils ont repoussé à la mi-2015 les perspectives d'une première hausse de taux comparativement à l'horizon de la fin de 2014 indiqué auparavant. Deuxièmement, ils ont annoncé l'achat de 40 G\$ US de titres hypothécaires par mois, un rythme semblable aux programmes précédents de politique monétaire quantitative (QE1 et QE2). Troisièmement, ces achats, qui gonfleront le bilan de la Fed, restent ouverts : il n'y a donc pas de limite au montant pouvant être accumulé, contrairement aux 1 150 G\$ US du QE1 (qui incluait aussi des titres hypothécaires) et aux 600 G\$ US du QE2 (seulement des titres du Trésor). Quatrièmement, la barre pour arrêter ou même ralentir les nouvelles mesures d'accommodement est très haute : il faudrait une accélération convaincante des embauches et une baisse notable du taux de chômage pour que la Fed lève le pied de l'accélérateur. Celle-ci va même plus loin en indiquant que la politique monétaire accommodante restera appropriée pour une période prolongée après que l'économie se sera renforcée.

En annonçant ces nouvelles mesures et en signalant maintenant que d'autres actions pourraient être nécessaires, la Fed évite de trop s'immiscer dans la campagne électorale tout en se laissant une marge de manœuvre si elle voit le besoin de

pallier un éventuel *fiscal cliff* au début de 2013. Si les décisions prises par le Congrès risquent d'occasionner un ralentissement de la croissance, la Fed pourra alors profiter du fait que l'*Operation Twist* se terminera à la fin de l'année pour grossir les achats mensuels de titres, probablement en recommençant à acheter des titres du Trésor.

Bien que ces mesures soient ambitieuses, le scénario économique de la Fed n'est pourtant pas apocalyptique. Ses fourchettes de prévision de croissance pour 2012 et pour les prochaines années se situent généralement au-dessus de notre propre scénario (graphique 15). L'engagement « ouvert » de la Fed pourrait donc se poursuivre longtemps.

Graphique 15 – Les prévisions de croissance économique de la Réserve fédérale restent encore assez optimistes

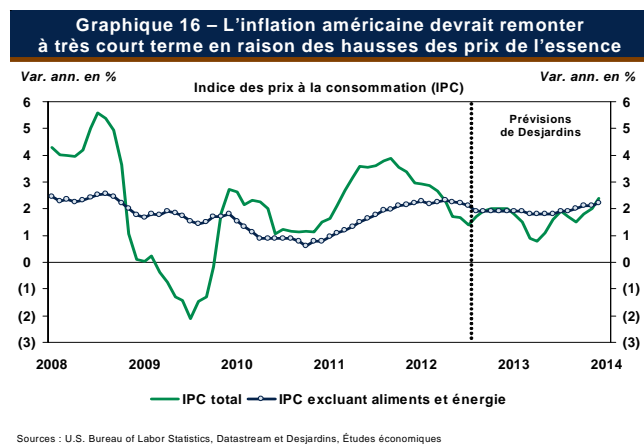


Sources : Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

Il reste à voir si la Fed réussira son pari. Les premières mesures d'achats quantitatifs ainsi que l'allongement du bilan avaient été appréciés des marchés financiers. Puisque ces mesures ont souvent été annoncées lorsque la reprise connaissait des ratés, la Fed a pu ainsi raviver la confiance, d'autant plus qu'en 2010 et en 2011 il était difficile de croire à la capacité du gouvernement fédéral d'appuyer davantage l'économie. Toutefois, les actions de la Fed n'ont jamais été la panacée souhaitée. Les effets sur l'économie réelle ont toujours été modestes. Puisque les taux d'intérêt sont déjà

très bas et que les taux hypothécaires se trouvent actuellement à un creux historique, il serait étonnant que les nouveaux achats de la Fed soient une réelle bougie d'allumage. Les intentions sont ambitieuses, mais les résultats risquent d'être timides. Il y a quand même un espoir que cette fois-ci les effets soient plus notables, car certaines conditions ont changé : le marché de l'habitation n'est plus aussi déprimé, la tendance du crédit à la consommation est à la hausse et une bonne partie des efforts de désendettement ont déjà été accomplis.

L'inflation ne devrait pas être une menace aux politiques de la Fed. Malgré certaines augmentations du côté des matières premières et les craintes liées aux denrées alimentaires à court terme, la croissance des prix restera modeste. La seule ombre au tableau est la récente poussée des prix de l'essence alors qu'ils ont plutôt tendance à diminuer en cette période de l'année. Les croissances mensuelles de l'indice des prix à la consommation sont donc actuellement beaucoup plus prononcées, mais cet effet devrait vite s'atténuer. Sur l'ensemble de l'année 2012, l'inflation totale devrait être de 2,1 %, tandis que la hausse sera de 1,6 % l'an prochain. L'inflation de base sera assez semblable, soit 2,1 % cette année et 1,9 % en 2013 (graphique 16).



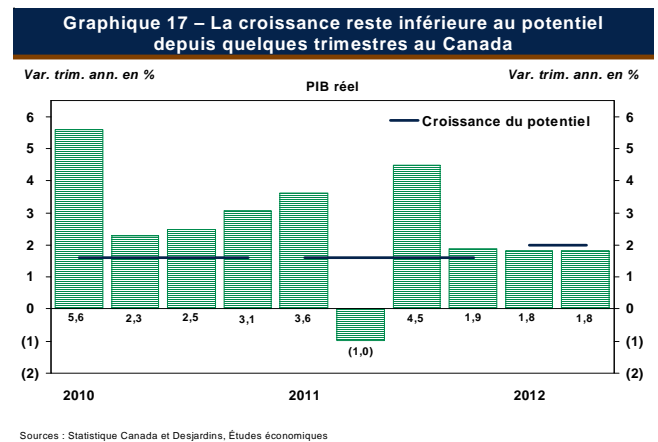
Une croissance faible, une inflation stable, une création d'emplois qui continue sans être vraiment satisfaisante et d'autres craintes liées à la situation financière en Europe et aux problèmes budgétaires aux États-Unis : la table est mise pour que la Fed reste bien engagée dans le parcours qu'elle a choisi lors de sa plus récente réunion de politique monétaire. Le QE3 devrait se poursuivre au moins jusqu'à l'automne 2013 et les taux directeurs ne devraient pas bouger avant 2015.

BANQUE DU CANADA (BdC)

Depuis maintenant deux ans, le taux cible des fonds à un jour est fixé à 1,00 %, un niveau exceptionnellement expansionniste. Les responsables de la BdC restent incon-

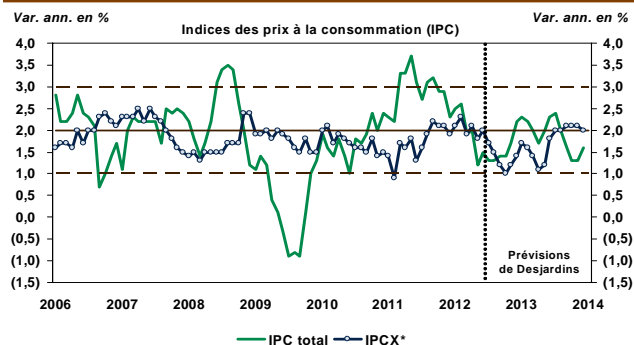
fortables avec un tel degré de détente monétaire et ils ont récemment réitéré leur avertissement des derniers mois concernant une éventuelle remontée des taux d'intérêt directeurs. Cela dit, les autorités monétaires devront se montrer patientes alors que les conditions propices à une hausse du taux cible des fonds à un jour ne se présenteront pas avant plusieurs trimestres.

D'abord, les perspectives économiques et financières mondiales demeurent très incertaines. D'autre part, même si le Canada a su pour l'instant éviter le pire, le pays n'est pas immunisé contre les soubresauts extérieurs. Ainsi, avec une croissance du PIB réel de seulement 1,8 % en moyenne depuis l'automne 2011, on ne peut pas dire que tout soit au beau fixe (graphique 17). La croissance du potentiel de production est évaluée à 2,0 % pour 2012 par la BdC; l'écart négatif entre le PIB réel canadien et son plein potentiel s'est donc légèrement élargi au cours des derniers trimestres pour se situer à -0,5 % au printemps. Compte tenu de la croissance économique assez modérée attendue dans les trimestres à venir, le retour au plein potentiel pourrait prendre un certain temps avant de se réaliser, soit jusqu'à la fin de 2013 ou au début de 2014. Un tel pronostic empêchera la BdC de resserrer sa politique monétaire, car les pressions inflationnistes demeureront vraisemblablement modestes.



Le taux d'inflation s'est d'ailleurs avéré étonnamment faible au début de l'été. La variation annuelle de l'indice total des prix à la consommation n'était que de 1,3 % en juillet dernier, tandis que celle de l'indice de référence (IPCX), qui exclut huit composantes volatiles, est descendue à 1,7 %. La récente remontée des prix de l'essence engendre des pressions haussières sur l'inflation totale, mais la BdC se concentre habituellement sur l'inflation de référence en pareilles circonstances et cette dernière s'avère somme toute assez stable. La variation annuelle de l'IPCX devrait se maintenir dans la fourchette inférieure de la BdC (entre 1 % et 2 %) dans les prochains trimestres (graphique 18 à la page 27).

Graphique 18 – L'inflation de référence se maintiendra sous la cible médiane au cours des prochains mois au Canada



* Indice de référence de la Banque du Canada.
Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Par conséquent, il n'y a aucune urgence à remonter prochainement les taux d'intérêt directeurs au pays.

Un autre élément à considérer pour la politique monétaire canadienne est le récent report dicté par la Fed concernant le moment ciblé pour entreprendre une hausse des fonds fédéraux au sud de la frontière. Avec un dollar canadien déjà au-dessus de la parité, la marge de manœuvre de la BdC en matière d'écart entre les taux canadiens et américains est relativement mince, ce qui l'incitera à retarder le plus possible sa hausse du taux cible des fonds à un jour. Dans ces conditions, même si la BdC répète la nécessité de rehausser éventuellement le taux cible des fonds à un jour, il faudra attendre jusqu'au début de 2014 avant que les conditions économiques et financières se soient suffisamment améliorées pour permettre une remontée des taux d'intérêt directeurs au Canada.

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

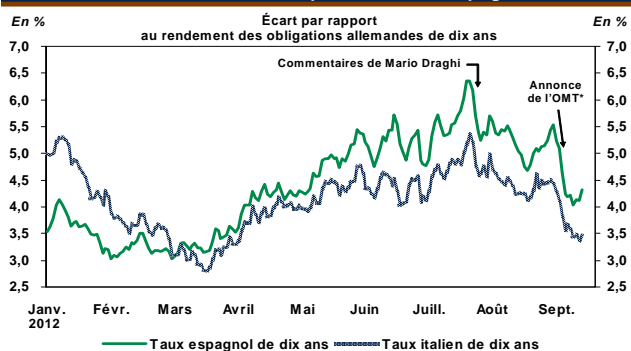
L'été a été chargé pour la BCE. Au début de juillet, elle a réagi à la détérioration des perspectives économiques de la zone euro en abaissant le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement de l'Eurosystème de 0,25 % pour le faire passer à 0,75 %, un nouveau creux historique. Au même moment, elle a diminué à 0 % le taux d'intérêt payé sur les dépôts dans l'espoir d'inciter les institutions financières à utiliser leurs réserves excédentaires pour accorder de nouveaux prêts. Les tensions financières continuant d'augmenter tout au long du mois de juillet, alors que le gouvernement espagnol semblait sur le point de perdre sa capacité à émettre des obligations, la BCE a été forcée d'aller beaucoup plus loin par la suite.

Le président de la BCE, Mario Draghi, a tout d'abord affirmé que tout le nécessaire serait fait pour préserver l'euro. À sa réunion de septembre, la BCE a présenté son nouveau programme pour intervenir sur le marché obligataire, le Outright Monetary Transactions (OMT). La BCE est main-

tenant prête à acheter de façon illimitée des obligations sur le marché secondaire pour soutenir la dette d'un gouvernement de la zone euro qui ferait face à des coûts de financement exagérés. Le but de ce programme est de lutter contre des distorsions sur le marché obligataire, en particulier contre celles basées sur des craintes d'un abandon de l'euro, qui nuisent au mécanisme de transmission de la politique monétaire. Les actions de la BCE sont toutefois conditionnelles à ce que les pays en difficulté reçoivent une aide du fonds de sauvetage européen et qu'ils respectent les conditions assorties à cette aide. Les opérations de l'OMT toucheront les échéances de un à trois ans et elles seront totalement stérilisées. Lors d'achats passés d'obligations souveraines, la BCE avait drainé les liquidités créées en émettant des dépôts à terme.

Cette mesure audacieuse, qui n'a pas eu l'appui de la Bundesbank, a été très bien reçue par les marchés financiers (graphique 19) et elle devrait calmer la situation en zone euro pour un certain temps. L'OMT ne règle cependant en rien les problèmes fondamentaux des économies en difficulté. Si les pays périphériques de la zone euro ne parviennent pas à assainir leurs finances publiques et à renouer avec la croissance économique d'ici quelques trimestres ou quelques années, la zone euro se retrouvera de nouveau dans une impasse. La baisse des tensions financières et le maintien de l'inflation au-dessus de la cible de 2 % rendent moins pressante une autre diminution du taux directeur de la BCE. Ce dernier pourrait toutefois être abaissé à 0,5 % vers la fin de 2012.

Graphique 19 – Les annonces de la Banque centrale européenne ont fait fortement diminuer la pression sur l'Espagne et l'Italie



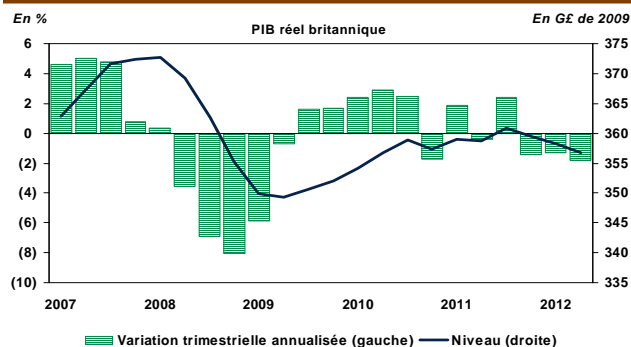
* Outright Monetary Transactions.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

BANQUE D'ANGLETERRE (BoE)

Malgré des Jeux olympiques réussis, qui pourraient avoir stimulé quelques secteurs de l'économie britannique dans le courant de l'été, la situation demeure préoccupante pour la BoE. Rappelons que la récession s'est poursuivie au printemps au Royaume-Uni alors que le PIB réel a reculé de 1,8 % à rythme trimestriel annualisé. La BoE juge que cer-

tains facteurs temporaires ont exagéré le recul de l'activité en première moitié de 2012, mais, même en tenant compte de ces facteurs, la performance de l'économie britannique demeure très décevante (graphique 20).

Graphique 20 – L'économie britannique stagne depuis deux ans



Sources : Office for National Statistics et Desjardins, Études économiques

La BoE a ainsi réactivé au début de juillet son programme d'achat de titres gouvernementaux après une courte pause de deux mois. Les achats d'actifs financés par la création de réserves bancaires passeront de 325 G£ à 375 G£ d'ici novembre. Le programme Funding for Lending s'ajoute aussi aux efforts de la BoE. En partenariat avec le gouvernement britannique, ce programme permet aux institutions financières de réduire leurs coûts de financement en empruntant des bons du Trésor auprès de la banque centrale. Les institutions financières doivent en retour accroître le volume des prêts accordés aux ménages et aux entreprises. Ce nouveau programme semble une réponse directe à l'effet des tensions financières en zone euro sur le système bancaire britannique. L'accalmie récente en zone euro a ainsi certainement

été accueillie avec un grand soulagement par la BoE. Cette dernière suivra de près l'évolution de la situation dans cette région et elle tentera de mesurer les effets de ses dernières actions, en particulier ceux du programme Funding for Lending. La BoE pourrait choisir de nouveau de prolonger son programme d'achat de titres gouvernementaux en novembre si elle juge que les perspectives concernant la croissance et l'inflation demeurent trop faibles.

BANQUE DU JAPON (BoJ)

À l'image des autres banques centrales, la BoJ devrait bientôt mettre en place de nouvelles mesures stimulatrices alors que l'économie japonaise a brusquement ralenti au deuxième trimestre et que l'inflation est redescendue en territoire négatif. La force du yen, qui résulte en partie des actions agressives des autres banques centrales, et le ralentissement de l'économie chinoise militent aussi pour des actions de la BoJ. Alors que le taux directeur japonais demeurera pratiquement nul, la banque centrale devrait continuer de miser sur son programme d'achat de titres pour soutenir l'économie et accroître l'inflation. Elle a relevé la cible de ses achats à 40 000 G¥ (510 G\$ US) en avril, puis à 45 000 G¥ (574 G\$ US) en juillet. En retour, elle a réduit la cible pour son programme de prêts en échange de titres en garantie, de sorte que l'augmentation nette de ses mesures depuis le printemps n'a été que de 5 000 G¥ (64 G\$ US).

Tableau 9
Taux d'intérêt directeurs

Fin de période en %	2011				2012				2013			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
États-Unis												
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
Canada												
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	1,00	1,00
Zone euro												
Taux de refinancement	1,00	1,25	1,50	1,00	1,00	1,00	0,75	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Royaume-Uni												
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	0,50
Japon												
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

Un refrain familier

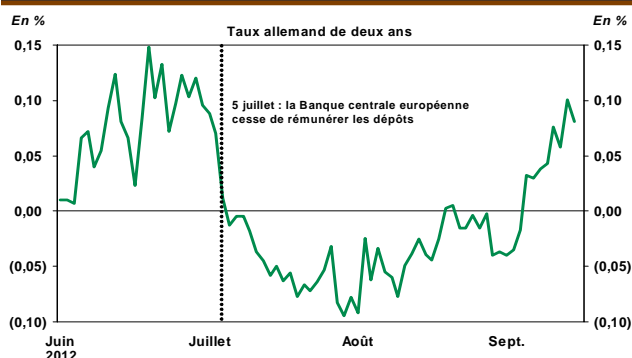
Les marchés obligataires ont connu des hauts et des bas, au gré des craintes d'un effondrement de la zone euro. Même si les pires inquiétudes ont été un peu soulagées pour l'euro, de nombreuses autres persistent, tandis que les deux plus grandes économies du monde traversent des moments difficiles. Les taux évolueront à de bas niveaux pour une période prolongée dans un contexte où l'aversion pour le risque aura de multiples occasions de refaire surface. La patience sera de mise avant l'émergence d'une tendance haussière durable.

ENTRE PESSIMISME ET ESPOIR, UN VA-ET-VIENT CONTINUËL

Les marchés obligataires ont connu deux phases distinctes ces derniers mois. Dans un premier temps, entre mai et juillet, plusieurs taux américains ont chuté à de nouveaux creux, profitant de la publication de données économiques américaines inquiétantes et d'une nouvelle flambée des tensions financières en zone euro. Le taux de deux ans de l'Allemagne, autres pays bénéficiant des effets de refuge, est d'ailleurs entré en territoire négatif (graphique 21) après la réunion de juillet de la Banque centrale européenne (BCE), celle-ci ayant annoncé une baisse à zéro du taux de rémunération sur les dépôts. En plus d'être favorisée par l'aversion pour le risque à l'échelle mondiale, les obligations du gouvernement américain ont profité des anticipations grandissantes de nouvelles mesures stimulatrices de la part de la Réserve fédérale (Fed).

Le discours de Mario Draghi du 26 juillet dernier a marqué le début de la deuxième phase. Le président de la BCE mar-

Graphique 21 – Les taux courts allemands ont passé une bonne partie de l'été en territoire négatif



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

telait alors que tout serait mis en œuvre pour préserver la zone euro, promettant des mesures d'ampleur suffisante. Un revirement majeur s'est alors opéré au niveau des taux obligataires de l'Espagne et de l'Italie, qui avaient jusque-là

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

Fin de période en %	2011				2012				2013			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Taux directeurs												
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
Bons du Trésor												
3 mois	0,09	0,03	0,02	0,02	0,07	0,09	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Obligations fédérales												
2 ans	0,76	0,44	0,26	0,23	0,35	0,32	0,25	0,25	0,25	0,25	0,30	0,35
5 ans	2,19	1,72	0,94	0,81	1,03	0,72	0,75	0,70	0,70	0,80	0,95	1,05
10 ans	3,45	3,16	1,93	1,88	2,22	1,66	1,85	1,75	1,75	1,80	2,00	2,05
30 ans	4,51	4,38	2,92	2,89	3,35	2,77	3,05	3,00	3,00	3,00	3,15	3,20
Pente												
5 ans - 3 mois	2,10	1,69	0,92	0,79	0,96	0,63	0,65	0,60	0,60	0,70	0,85	0,95
10 ans - 2 ans	2,70	2,72	1,66	1,64	1,87	1,34	1,60	1,50	1,50	1,55	1,70	1,70
30 ans - 3 mois	4,42	4,35	2,90	2,87	3,28	2,68	2,95	2,90	2,90	2,90	3,05	3,10

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

fortement augmenté (graphique 22). Du même coup, les taux américains, dont la corrélation inverse avec les taux espagnols et italiens s'était renforcée, ont pris le chemin de la hausse, avec des données économiques en amélioration qui ont maintenu l'effet d'entraînement au cours du mois d'août. Au début de septembre, l'annonce par la BCE d'un nouveau programme d'achat d'obligations a été très bien accueillie par les marchés, appliquant de nouvelles pressions à la hausse sur les taux américains. La Fed a donné un élan supplémentaire aux taux le 13 septembre, en annonçant son troisième programme d'achat de titres hypothécaires.

Graphique 22 – Mario Draghi et la Banque centrale européenne ont réussi à calmer les pressions sur les taux espagnols et italiens



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

LES MARCHÉS CROIENT-ILS AUX MIRACLES?

S'il est un côté positif de l'annonce de la Fed, c'est le fait d'avoir brisé la volatilité et l'incertitude quant à ses actions futures. Il faut toutefois se demander si la remontée des taux sera durable. Rappelons que les taux de long terme avaient aussi augmenté lors des deux premiers programmes. Lorsque la Fed a annoncé le QE1, en mars 2009, l'effet de nouveauté et l'ampleur du geste avaient fait réagir les marchés positivement, entraînant les actifs de risque et les taux obligataires en hausse. Dans le cas de QE2, annoncé en novembre 2010, ce sont plutôt l'amélioration coïncidente des données économiques de même que la réduction d'impôt annoncée par le président Obama qui avaient galvanisé les investisseurs. La crise européenne était alors surtout limitée au cas de la Grèce, et l'économie de la zone progressait de façon modérée. Dans le cas présent, la remontée semble surtout due au raffermissement des anticipations d'inflation (graphique 23 à la page 31) qu'à un réel espoir d'amélioration économique. Il faut noter que les augmentations provoquées par les deux premiers programmes ont été renversées dès que les mauvaises nouvelles ont recommencé à s'accumuler.

Cela met en évidence le fait que le contexte actuel s'avère beaucoup moins propice à une relance durable des taux, nonobstant les actions de la Fed. D'une part, l'incapacité de toutes les actions entreprises jusqu'à présent à relancer la

Tableau 11
Canada : marché des titres à revenu fixe

Fin de période en %	2011				2012				2013			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Taux directeurs												
Fonds à un jour	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Bons du Trésor												
3 mois	0,96	0,93	0,81	0,82	0,92	0,88	1,00	1,00	1,00	1,00	1,05	1,15
Obligations fédérales												
2 ans	1,83	1,60	0,88	0,96	1,20	1,03	1,20	1,10	1,10	1,15	1,30	1,60
5 ans	2,77	2,33	1,39	1,28	1,57	1,25	1,45	1,30	1,30	1,45	1,70	1,95
10 ans	3,35	3,11	2,15	1,94	2,11	1,74	1,95	1,90	1,90	1,95	2,20	2,25
30 ans	3,80	3,58	2,77	2,49	2,66	2,33	2,55	2,50	2,50	2,55	2,75	2,80
Pente												
5 ans - 3 mois	1,81	1,40	0,58	0,46	0,65	0,37	0,45	0,30	0,30	0,45	0,65	0,80
10 ans - 2 ans	1,52	1,51	1,27	0,98	0,91	0,71	0,75	0,80	0,80	0,80	0,90	0,65
30 ans - 3 mois	2,84	2,65	1,96	1,67	1,74	1,45	1,55	1,50	1,50	1,55	1,70	1,65
Écart (Canada - États-Unis)												
3 mois	0,87	0,90	0,79	0,80	0,85	0,79	0,90	0,90	0,90	0,90	0,95	1,05
2 ans	1,08	1,16	0,62	0,73	0,85	0,72	0,95	0,85	0,85	0,90	1,00	1,25
5 ans	0,58	0,62	0,45	0,47	0,54	0,53	0,70	0,60	0,60	0,65	0,75	0,90
10 ans	(0,10)	(0,05)	0,22	0,06	(0,11)	0,08	0,10	0,15	0,15	0,15	0,20	0,20
30 ans	(0,71)	(0,80)	(0,15)	(0,40)	(0,69)	(0,44)	(0,50)	(0,50)	(0,50)	(0,45)	(0,40)	(0,40)

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

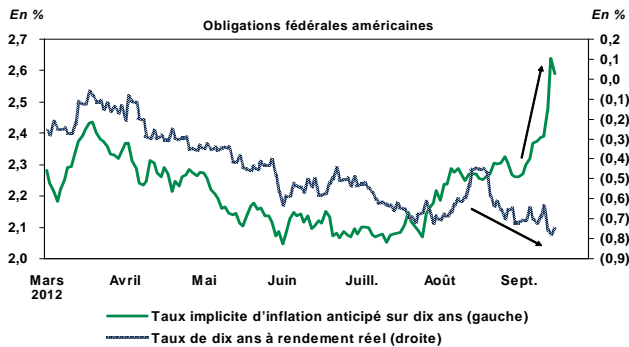
Tableau 12 G7 : finances publiques

	Surplus (déficit) budgétaire/ PIB nominal en %			Dettes brute/PIB nominal en %			Cote de crédit	
	2011	2012p	2013p	2011	2012p	2013p	S&P	Moody's
États-Unis	(9,7)	(8,3)	(6,5)	102,7	108,6	111,2	AA+	Aaa
Canada	(4,5)	(3,5)	(2,4)	83,8	84,5	81,4	AAA	Aaa
Japon	(9,5)	(9,9)	(10,1)	205,5	214,1	222,6	AA-	Aa3
Allemagne	(1,0)	(0,9)	(0,6)	87,2	88,5	87,8	AAA	Aaa
France	(5,2)	(4,5)	(3,0)	100,1	105,5	107,3	AA+	Aaa
Italie	(3,8)	(1,7)	(0,6)	119,7	122,7	122,1	BBB+	Baa2
Royaume-Uni	(8,4)	(7,7)	(6,6)	97,9	104,2	108,2	AAA	Aaa
Zone euro	(4,1)	(3,0)	(2,0)	95,1	99,1	99,9	AAA	Aaa

p : prévisions

Source : Organisation de coopération et de développement économiques, mai 2012 (données pour l'ensemble des administrations publiques)

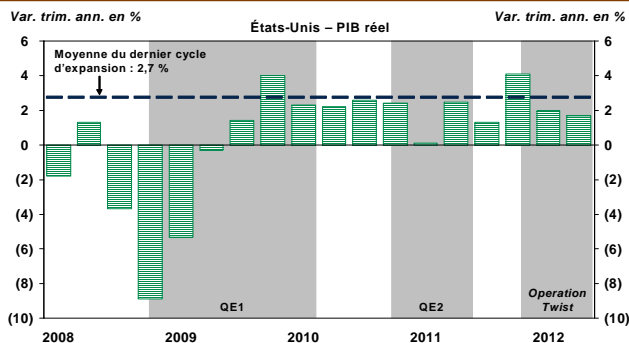
Graphique 23 – Les anticipations d'inflation ont fortement augmenté après l'annonce de la Réserve fédérale



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

croissance a établi la preuve qu'elles ne constituaient pas des panacées (graphique 24). Ensuite, le contexte mondial fragile, non seulement en Europe, mais aussi en Chine, limitera de nouveau l'appétit pour la prise de risque. Enfin, l'effet négatif des mesures de restriction budgétaire à travers la planète pourrait perdurer, au risque d'étouffer la reprise

Graphique 24 – Malgré tous ses efforts, la Réserve fédérale n'a pas réussi à ramener la croissance à un niveau satisfaisant



Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

des pays actuellement en récession, et même de provoquer une récession aux États-Unis, selon certains scénarios.

Considérant que ces préoccupations reviendront rapidement à l'avant-scène, il faut s'attendre à ce que les taux connaissent une nouvelle période de faiblesse une fois que l'effet d'euphorie procuré par la Fed se sera dissipé sur les marchés. Les taux de plus long terme rejoindront-ils pour autant les creux des derniers mois? Cela paraît difficile, maintenant que les investisseurs ont haussé leurs anticipations d'inflation, après avoir interprété le dernier communiqué de la Fed comme étant plus laxiste. Il faudrait qu'un grand choc négatif vienne complètement annihiler la hausse des craintes d'inflation pour voir une nouvelle baisse marquée des taux. Ce choc pourrait provenir du *fiscal cliff*, alors que le consensus actuel semble miser plus sur un scénario de report de décision (impliquant le *statu quo* budgétaire) que sur un échec total des négociations, qui déclencherait des hausses subites d'impôt l'an prochain et un retour vraisemblable en récession. Même dans un tel scénario, il faut néanmoins noter que la nouvelle formule d'engagement ouvert de la Fed pourrait continuer d'alimenter les anticipations d'inflation, limitant potentiellement l'ampleur des mouvements de taux baissiers.

LES INVESTISSEURS PRIS ENTRE LES RISQUES MONDIAUX ET LE TON DE LA BANQUE DU CANADA

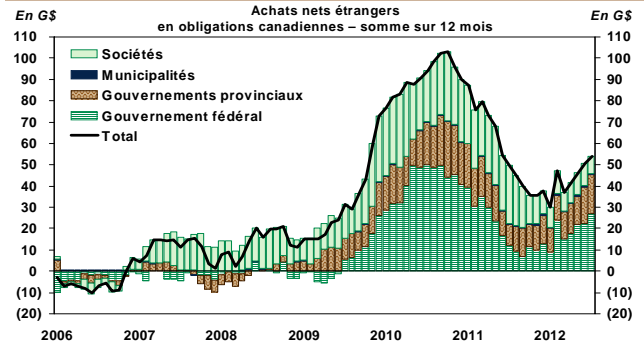
Les marchés canadiens ont été désorientés par moments au cours de l'été, alors que deux grandes influences se sont opposées. D'une part, la Banque du Canada (BdC) a réintroduit sa mention d'une hausse éventuelle des taux directeurs dans son communiqué d'avril et, même si elle a quelque peu modéré le ton en juin, cette phrase a été réitérée dans la plupart des communications qu'elle a formulées depuis. D'un autre côté, les investisseurs ont assisté à l'entrée en récession de la zone euro, à une nouvelle phase de faiblesse

économique aux États-Unis et même à un ralentissement préoccupant en Chine, le tout accompagné d'une hausse d'activisme des principales banques centrales.

Ainsi, après avoir initialement pris les propos de la BdC au pied de la lettre, les investisseurs ont fait volte-face. Pendant une bonne partie de l'été, des baisses de taux étaient intégrées dans les contrats à terme sur les acceptations bancaires (BAX) et dans les swaps indexés au taux à un jour (OIS). Les investisseurs doutaient alors que la BdC puisse faire cavalier seul, tout particulièrement dans un scénario de fragmentation de l'union monétaire européenne. Puis, après que les propos de Mario Draghi aient soulagé quant aux pires craintes, les investisseurs ont recommencé à croire à des hausses éventuelles de taux au Canada, quoique désormais dans un horizon assez lointain.

Conformément à la normalisation des anticipations de taux directeurs au Canada, les écarts des taux obligataires canadiens par rapport à leurs équivalents respectifs américains se sont élargis depuis la fin de juillet, particulièrement aux échéances les plus courtes. Étant donné que la BdC devrait hausser ses taux bien avant la Fed, il faut s'attendre à ce que les pressions haussières sur les écarts de taux courts persistent. Par contre, le taux de dix ans ne devrait pas trop se distancer du taux américain. L'accélération récente des achats d'obligations canadiennes par les étrangers (graphique 25) signale que la demande demeurera assez soutenue : tout élargissement supplémentaire de l'écart dans le secteur dix ans pourrait donc se refermer rapidement. Toutefois, la poursuite du programme *Operation Twist* et la forte probabilité que la Fed recommence à acheter des obligations gouvernementales de long terme au début de 2013 mettront des pressions à la baisse sur l'écart des taux longs.

Graphique 25 – Les achats étrangers s'accroissent à nouveau



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Étant donné la nette divergence entre les influences qui dirigent la partie courte de la courbe canadienne et celles qui guident la partie longue, la pente de la courbe est actuellement parmi les plus plates au monde. Il faut toutefois s'attendre à ce que cette situation perdure sur une base de long terme : la pente 2/10 devrait donc demeurer près des niveaux actuels d'ici la fin de l'année et durant la majeure partie de 2013, conformément à un scénario de progression très lente des taux sur l'ensemble de la courbe. À la fin de 2013, la courbe entrera dans une nouvelle phase d'aplatissement : la BdC signalera alors de façon plus ferme son intention de hausser ses taux directeurs, entraînant les taux courts à la hausse, tandis que l'intérêt étranger pour la dette canadienne de long terme demeurera soutenu, limitant le mouvement à la hausse des taux de longue échéance. Une nouvelle pentification de la courbe canadienne ne paraît envisageable que dans un scénario négatif, où la BdC se verrait contrainte d'assouplir sa politique monétaire.

Tableau 13
Canada : finances publiques des gouvernements fédéral et provinciaux

	Surplus (déficit) (1) en M\$		Surplus (déficit) bud. en % du PIB (2)	Dettes nettes en % du PIB (2)	Cote de crédit	
	2011-2012p	2012-2013p	2012-2013p	2012-2013p	S&P	Moody's
Gouvernement fédéral	(24 900)	(21 100)	(1,2)	34,4	AAA	Aaa
T.-N.-L.	776	(258)	(0,9)	30,0	A+	Aa2
Île-du-Prince-Édouard	(79)	(75)	(1,5)	38,6	A	Aa2
Nouvelle-Écosse	(249)	(211)	(0,6)	37,7	A+	Aa2
Nouveau-Brunswick	(261)	(183)	(0,6)	36,8	A+	Aa2
Québec	(3 300)	(1 500)	(0,4)	51,3	A+	Aa2
Ontario	(14 978)	(14 820)	(2,2)	39,4	AA-	Aa2
Manitoba	(1 120)	(460)	(0,8)	30,1	AA	Aa1
Saskatchewan	352	6	0,1	6,1	AAA	Aa1
Alberta	0	0	0,0	(4,9)	AAA	Aaa
Colombie-Britannique	(1 840)	(968)	(0,5)	18,7	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

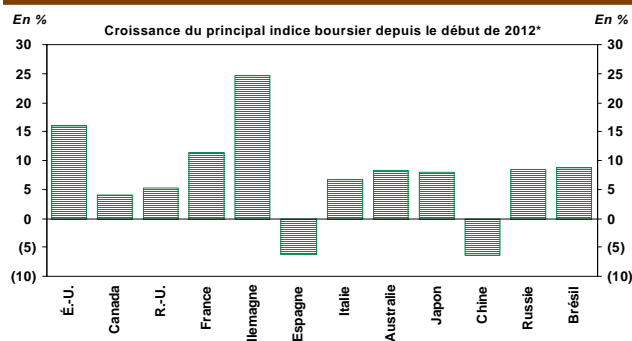
La bonne performance des Bourses pourra-t-elle se poursuivre?

Après un printemps difficile, les marchés boursiers ont bien fait récemment. Celui du Canada continue toutefois d'être affecté par les difficultés des producteurs de matières premières. Si les indices boursiers demeurent attrayants par rapport aux autres classes d'actifs, ils ne pourront plus bénéficier d'une croissance aussi rapide des profits des entreprises. Après des résultats divergents en 2012, les Bourses américaines et canadiennes devraient toutes les deux progresser d'environ 7 % en 2013.

REBOND ESTIVAL MALGRÉ LES TENSIONS

Après un début d'année prometteur, le retour des craintes d'un éclatement de la zone euro et des données américaines décevantes au printemps avaient fait chuter durement les Bourses partout sur la planète. Au début du mois de juin, l'indice S&P 500 était ainsi en hausse de moins de 2 % par rapport à son niveau du commencement de 2012 alors que la Bourse canadienne affichait une perte d'environ 5 %. L'été a été beaucoup plus favorable pour les indices boursiers. Malgré une certaine volatilité liée aux événements en zone euro, l'indice S&P 500 a évolué sur une tendance haussière claire depuis le début du mois de juin pour atteindre 1 475 le 14 septembre, son plus haut niveau depuis décembre 2007. Notons que les Bourses allemande et française affichent aussi des performances intéressantes depuis le début de 2012, mais que la situation est plus difficile dans les pays européens en difficulté ainsi que dans les pays émergents (graphique 26). La Bourse canadienne est revenue en territoire positif, mais elle continue d'être freinée par le recul des actions des producteurs de matières premières.

Graphique 26 – Les Bourses d'outre-mer font aussi relativement bien cette année



* En devises nationales.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

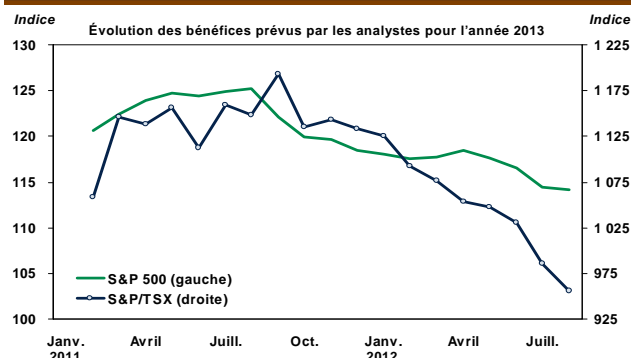
LA PROGRESSION DES PROFITS DES ENTREPRISES AMÉRICAINES EST APPELÉE À RALENTIR

En plus des actions énergiques des banques centrales, la bonne performance de la Bourse américaine au cours des

derniers mois s'est appuyée sur de bons résultats d'entreprises alors que près des deux tiers des sociétés qui composent le S&P 500 ont publié des profits dépassant les attentes des analystes au deuxième trimestre de 2012. On note cependant plusieurs signes que la période de croissance spectaculaire des bénéfices des entreprises américaines tire à sa fin. En premier lieu, il faut voir que le rattrapage normal à la suite d'une récession paraît terminé alors que les bénéfices ont atteint de nouveaux sommets historiques au cours des derniers trimestres. À partir de maintenant, il faut s'attendre à ce que les profits des entreprises peinent à croître beaucoup plus rapidement que l'économie en général, d'autant plus que les marges de profits des entreprises sont déjà très élevées.

L'exposition des entreprises américaines aux marchés extérieurs, alors que plus de 40 % des ventes des sociétés du S&P 500 sont faites à l'extérieur du pays, pourrait être une source de croissance supplémentaire au cours des prochaines années, mais l'environnement économique international risque de demeurer peu favorable à court terme. Les analystes ont ainsi commencé à revoir à la baisse leurs attentes de profits pour les prochains trimestres (graphique 27), une tendance qui risque de se poursuivre en 2013. À notre avis, les profits des entreprises américaines afficheront une pro-

Graphique 27 – Les analystes ont revu à la baisse leurs anticipations concernant les profits



Sources : Institutional Brokers Estimate System et Desjardins, Études économiques

gression plus normale d'environ 6 % en 2012 et en 2013. La révision à la baisse des profits anticipés est plus marquée au Canada où une légère diminution est maintenant prévue pour l'ensemble de 2012. Dans un contexte où les prix des matières premières devraient demeurer modérés, l'augmentation des profits canadiens l'an prochain ne devrait pas beaucoup dépasser celle des bénéfices américains.

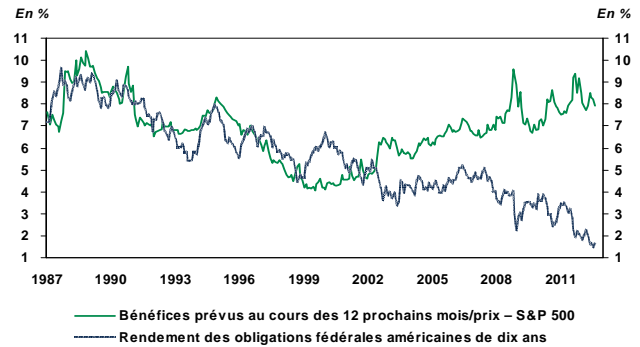
LES BOURSES DEMEURENT ATTRAYANTES MALGRÉ TOUT

Est-ce que le passage d'une croissance effrénée des profits à un rythme plus normal signale la fin du marché haussier? À notre avis, la réponse est non. Même en utilisant des prévisions conservatrices concernant les bénéfices, les ratios cours/bénéfices du S&P 500 et du S&P/TSX demeurent inférieurs à leur moyenne des dernières décennies. En supposant que les ratios cours/bénéfices demeurent stables à partir de maintenant, une croissance modeste de 4 % des profits serait suffisante pour générer un rendement d'environ 6 % pour les investisseurs, en tenant compte des dividendes. Sans être spectaculaire, un tel rendement dépasserait amplement celui offert actuellement par le marché obligataire (graphique 28).

DES GAINS PLUS LIMITÉS POUR LE S&P 500 AU COURS DES PROCHAINS TRIMESTRES

Les marchés boursiers nord-américains continuent d'offrir des perspectives intéressantes sur un horizon de moyen terme. Les prochains mois pourraient cependant être plus

Graphique 28 – Aux États-Unis, l'écart entre les rendements offerts par la Bourse et ceux offerts par les titres fédéraux reste élevé



Sources : Datastream, Institutional Brokers Estimate System et Desjardins, Études économiques

difficiles, particulièrement aux États-Unis où l'incertitude entourant les élections présidentielles et la résolution du *fiscal cliff* risque d'augmenter la nervosité des investisseurs. Dans ce contexte, l'indice S&P 500 devrait terminer 2012 aux environs de 1 425 points, soit légèrement en dessous du niveau actuel. La Bourse américaine enregistrerait tout de même un gain de plus de 13 % pour l'ensemble de 2012 alors que notre cible pour le S&P/TSX n'est que de 3 %. Les espoirs d'un fort rattrapage de la Bourse canadienne en 2013 ont diminué alors qu'une véritable embellie des perspectives économiques mondiales semble moins probable. Les indices canadiens et américains devraient ainsi afficher une croissance similaire d'environ 7 % l'an prochain.

Tableau 14
Marchés boursiers : historique et prévisions

	2011	2012p	2013p
Fin de période			
États-Unis			
Indice S&P 500	Résultats 1 258 (+0,0 %)	Cible : 1 425 (+13,3 %) (fourchette : 1 375 à 1 525)	Cible : 1 525 (+7,0 %) (fourchette : 1 425 à 1 625)
Bénéfices du S&P 500	Résultats 96,18 \$ (+15,3 %)	Consensus : 102,48 \$ (+6,6 %) Desjardins : 102,00 \$ (+6,1 %)	Consensus : 114,16 \$ (+11,4 %) Desjardins : 108,00 \$ (+5,9 %)
Ratio cours/bénéfices* du S&P 500	13,1	14,0	14,1
Indice Dow Jones	Résultats 12 218 (+5,5 %)	Cible : 13 300 (+8,9 %) (fourchette : 12 100 à 14 300)	Cible : 14 250 (+7,1 %) (fourchette : 13 250 à 15 250)
Canada			
Indice S&P/TSX	Résultats 11 955 (-11,1 %)	Cible : 12 300 (+2,9 %) (fourchette : 11 000 à 13 300)	Cible : 13 200 (+7,3 %) (fourchette : 12 200 à 14 200)
Bénéfices du S&P/TSX	Résultats 848,82 \$ (+21,4 %)	Consensus : 838,71 \$ (-1,2 %) Desjardins : 830,00 \$ (-2,2 %)	Consensus : 956,36 \$ (+14,0 %) Desjardins : 885,00 \$ (+6,6 %)
Ratio cours/bénéfices* du S&P/TSX	14,1	14,8	14,9

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 DEVISES

Les valeurs refuges ne seront pas abandonnées

Les investisseurs ont salué les progrès récents dans les efforts de stabilisation de la zone euro, mais il reste beaucoup de questions sans réponses, notamment concernant la mise en vigueur des mesures d'intervention de la Banque centrale européenne sur les marchés obligataires. Le contexte de récession garde par ailleurs les banques centrales sur un pied d'alerte. Il faut donc s'attendre à des progrès relativement limités de l'euro et de la livre. Le dollar américain et le yen devraient quant à eux demeurer soutenus par l'effet de valeur refuge. Les autorités japonaises pourraient d'ailleurs décider d'intervenir pour contenir la pression. De son côté, le dollar canadien semble en mesure de soutenir la parité d'ici la fin de l'année.

L'EURO POURRAIT ENCORE CONNAÎTRE CERTAINES DIFFICULTÉS

L'euro parvient encore à tirer son épingle du jeu, après être venu tout près de passer sous 1,20 \$ US en juillet. Les craintes d'un éclatement de l'euro ont été grandement dissipées au moment où le président de la Banque centrale européenne (BCE), Mario Draghi, a déclaré que toutes les mesures seraient entreprises, au sein du mandat de la banque centrale, pour sauver la zone. Les taux obligataires de dix ans de l'Italie et de l'Espagne, qui avaient atteint de nouveaux sommets respectifs de l'ordre de 6,6 % et de 7,6 % en juillet, ont entrepris une descente progressive, qui s'est accentuée lorsque la BCE a annoncé un nouveau programme d'achat de titres souverains pour les pays en difficulté. Les Bourses de plusieurs pays d'Europe ont également rebondi à la suite de ces événements, signe qu'une partie des capitaux qui avaient été déplacés vers des valeurs refuge ont été investis à nouveau sur le Vieux Continent. Ces événements, combinés à l'effet négatif sur le dollar américain de l'annonce d'un troisième programme d'assouplissement quantitatif par la Réserve fédérale (Fed), ont ragailardi la devise commune, qui a franchi le cap de 1,30 \$ US à la mi-septembre (graphique 29).

Graphique 29 – L'euro aura de la difficulté à enregistrer des gains supplémentaires



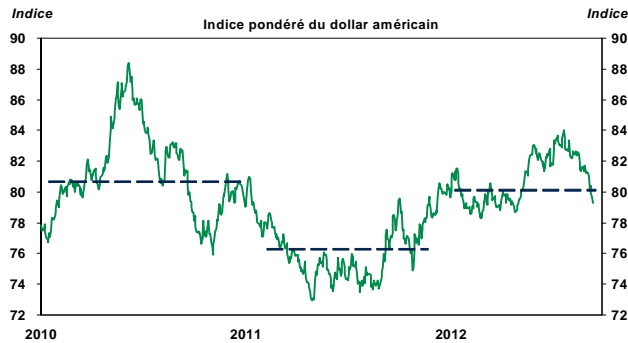
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Toutefois, l'euro n'est probablement pas encore au bout de ses peines. Entre l'annonce d'un plan d'intervention et une réelle intervention, il y a plusieurs étapes à franchir, ce qui prendra du temps. Les pays qui souhaitent que la BCE entreprenne des achats d'obligations devront en faire la demande auprès du mécanisme de pare-feu européen. Un programme d'ajustement macroéconomique ou un programme de précaution devra être négocié et officialisé sous forme de protocole d'entente (*Memorandum of Understanding*), qui établira les conditions afférentes à l'aide reçue. Ainsi, comme pour les autres pays recevant de l'aide (Grèce, Portugal, Irlande, Chypre), cela impliquera des suivis réguliers des bailleurs de fonds et des accrochages possibles si un pays n'arrive pas à respecter ses engagements. Outre le fait que le gouvernement espagnol pourrait retarder une demande, l'examen de celle-ci et la négociation des conditions du programme pourraient causer des délais dans l'intervention effective. Il faut donc s'attendre à ce que l'euro subisse encore quelques soubresauts d'ici la fin de l'année, d'autant plus que la récession se poursuivra, impliquant vraisemblablement une autre baisse du taux de refinancement par la BCE. Ce n'est que l'an prochain que l'euro parviendra à se maintenir au-dessus de 1,30 \$ US de façon durable.

LE DOLLAR AMÉRICAIN AURA ENCORE DES APPUIS

Le billet vert avait fortement profité du retour de l'aversion pour le risque au début de l'été, mais l'euphorie provoquée par les actions de la BCE et de la Fed lui a nuí considérablement durant le mois de septembre (graphique 30 à la page 36). On note particulièrement l'augmentation des anticipations d'inflation aux États-Unis, après que la Fed ait indiqué qu'elle était disposée à patienter, même dans un scénario d'amélioration économique, avant de resserrer sa politique monétaire. Certains investisseurs ont vu dans ce commentaire une plus grande tolérance à l'inflation, causant une dépréciation instantanée de la devise américaine. Celle-ci pourrait toutefois bénéficier de soutien d'ici la fin de l'année, d'autant plus que le potentiel d'une recrudescence de

Graphique 30 – Malgré la baisse récente, le dollar américain demeure plus vigoureux qu'en 2011



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

l'aversion pour le risque en provenance de l'Europe demeure élevé. L'issue du débat entourant le *fiscal cliff* pourrait aussi se répercuter sur le dollar, mais l'effet net demeure ambigu : si la hausse de l'incertitude devrait favoriser le billet vert, la perspective d'une décote devrait en principe avoir l'effet contraire.

POTENTIEL HAUSSIER LIMITÉ POUR LA LIVRE

Après s'être appréciée de façon remarquable en début d'année, la livre a perdu son élan au printemps devant la dure réalité d'une sévère récession au Royaume-Uni. La devise britannique a fluctué dans une fourchette allant de 1,53 \$ US à 1,58 \$ US en juin et en juillet, avant de reprendre le chemin de la hausse à partir d'août, parvenant même dernièrement à franchir la barre de 1,60 \$ US (graphique 31).

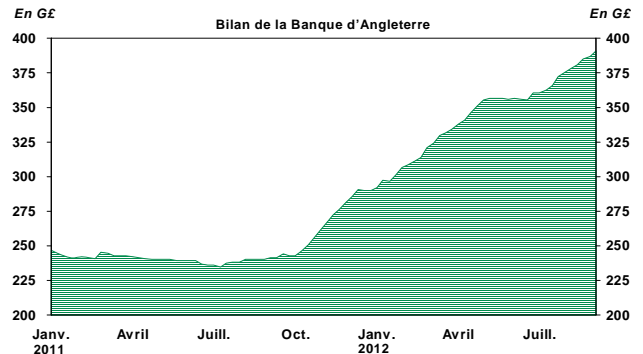
Graphique 31 – La livre a récupéré la plupart de ses pertes du printemps



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

La faiblesse de la livre était justifiée compte tenu de la contraction économique de 1,8 % en variation trimestrielle annualisée subie au deuxième trimestre, la troisième d'affilée. À sa réunion de juillet, la Banque d'Angleterre (BoE) a annoncé une reprise de ses achats d'obligations (graphique 32) de manière à ajouter 50 G£ à ses détentions d'obligations pour un total de 375 G£, ce qui a également eu un effet

Graphique 32 – La Banque d'Angleterre a recommencé à gonfler son bilan en juillet



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

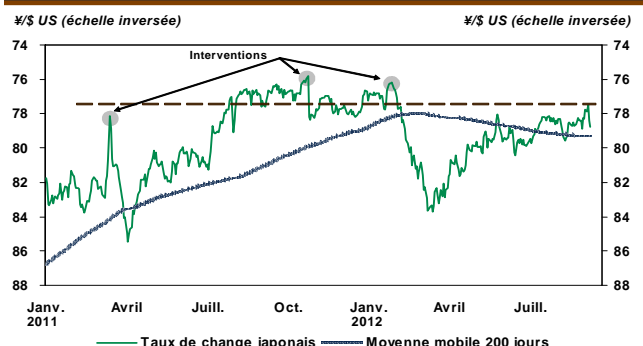
baissier sur la devise. L'exposition des banques anglaises à l'Europe a aussi été une source de préoccupation. La remontée récente de la livre s'explique surtout par les commentaires et les gestes rassurants entrepris par la BCE depuis la fin du mois de juillet, ce qui a encouragé les investisseurs à accroître leur exposition à l'Europe et au Royaume-Uni.

Les perspectives de gain supplémentaire de la devise semblent toutefois limitées d'ici la fin de l'année. Tant qu'il n'y aura pas de signes d'embellie, il continuera d'y avoir des spéculations quant à la possibilité d'autres mesures à être entreprises par la BoE. Par ailleurs, la livre demeurera sensible à un regain des tensions financières en Europe, où de nombreuses incertitudes persistent.

LA DÉTERMINATION DES AUTORITÉS NIPPONES FREINERA L'APPRÉCIATION DU YEN

Après la hausse du printemps dernier, le yen s'est stabilisé dans le courant de l'été par rapport au dollar américain, mais il a récemment franchi de nouveau le cap des 78 ¥/\$ US, s'approchant par le fait même d'un niveau qui a déjà amené les autorités japonaises à intervenir (graphique 33). Le ministère japonais des Finances a déclaré dernièrement que des actions décisives pourraient être entreprises sur le marché

Graphique 33 – Le yen a rejoint un niveau qui a déjà poussé le ministère des Finances japonais à intervenir



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

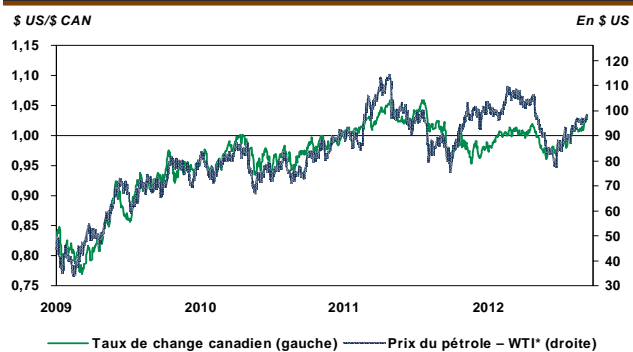
des changes pour calmer les ardeurs du yen. Après que la Banque du Japon ait relevé la cible de ses achats à 40 000 G¥ (510 G\$ US) en avril, puis à 45 000 G¥ (574 G\$ US) en juillet, les possibilités d'une intervention supplémentaire demeurent élevées. L'essoufflement de la croissance au deuxième trimestre a confirmé que le Japon peut difficilement maintenir une croissance soutenue sans un apport constant du secteur extérieur. Les problèmes actuels en Europe, issus des déséquilibres des balances de paiement, incitent fortement le Japon à conserver un surplus au compte courant afin de ne pas dépendre des capitaux étrangers pour financer son énorme dette publique. Le yen ne s'appréciera donc vraisemblablement pas au-delà de son niveau actuel d'ici la fin de l'année.

LE DOLLAR CANADIEN SE MAINTIENDRA AU-DESSUS DE LA PARITÉ

Le huard n'a pas été en reste devant la baisse récente de l'aversion pour le risque, franchissant à nouveau le cap de la parité contre le billet vert au début d'août et atteignant même presque 1,04 \$ US, niveau le plus élevé depuis août 2011. Même si l'économie canadienne n'a pas affiché une performance étincelante depuis le début de l'année, elle a fait bien meilleure figure que bon nombre de pays développés. Conséquemment, la Banque du Canada a maintenu sa ligne directrice quant à une hausse éventuelle de ses taux directeurs, au même moment où plusieurs autres grandes banques centrales entreprenaient des mesures d'assouplissement.

La robustesse des prix du pétrole a également profité à la devise canadienne récemment (graphique 34), au même titre que l'intérêt étranger pour les obligations canadiennes, qui ne s'est pas émoussé en 2012. Cela s'explique notamment par le fait que le Canada est l'un des rares pays à encore bénéficier de la cote de crédit AAA avec perspectives stables.

Graphique 34 – La corrélation entre le huard et les prix du pétrole s'est accentuée au cours de l'été



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

À court terme, la devise canadienne semble mieux en mesure de se maintenir au-dessus de la parité, même s'il risque d'y avoir certaines périodes de faiblesse découlant des remontées d'aversion pour le risque. On s'attend néanmoins à ce que la parité soit maintenue d'ici la fin de l'année et en 2013.

Tableau 15
Marché des devises : historique et prévisions

Fin de période	2011		2012				2013			
	T3	T4	T1	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Dollar américain										
Dollar canadien (USD/CAD)	1,0501	1,0197	0,9979	1,0167	0,9709	0,9901	0,9901	0,9901	0,9804	0,9709
Euro (EUR/USD)	1,3417	1,2981	1,3317	1,2691	1,3200	1,2800	1,2900	1,3000	1,3200	1,3400
Livre sterling (GBP/USD)	1,5578	1,5541	1,5978	1,5685	1,6200	1,6000	1,6100	1,6200	1,6400	1,6500
Yen (USD/JPY)	77,07	76,96	82,82	79,81	78,00	78,00	79,00	80,00	81,00	82,00
Dollar australien (AUD/USD)	0,9664	1,0222	1,0346	1,0240	1,0600	1,0300	1,0300	1,0300	1,0400	1,0400
Peso mexicain (USD/MXN)	13,90	13,95	12,81	13,36	12,75	13,10	12,90	12,80	12,60	12,50
Yuan chinois (USD/CNY)	6,38	6,29	6,30	6,35	6,32	6,32	6,30	6,25	6,20	6,15
Dollar effectif* (1973 = 100)	72,81	73,33	72,74	74,47	71,46	73,01	72,80	72,70	72,00	71,40
Dollar canadien										
Dollar américain (CAD/USD)	0,9523	0,9807	1,0021	0,9836	1,0300	1,0100	1,0100	1,0100	1,0200	1,0300
Euro (EUR/CAD)	1,4089	1,3237	1,3289	1,2902	1,2816	1,2673	1,2772	1,2871	1,2941	1,3010
Livre sterling (GBP/CAD)	1,6358	1,5846	1,5944	1,5946	1,5728	1,5842	1,5941	1,6040	1,6078	1,6019
Yen (CAD/JPY)	73,39	75,48	82,99	78,50	80,34	78,78	79,79	80,80	82,62	84,46
Dollar australien (AUD/CAD)	1,0147	1,0423	1,0324	1,0411	1,0291	1,0198	1,0198	1,0198	1,0196	1,0097
Peso mexicain (CAD/MXN)	13,24	13,69	12,83	13,14	13,13	13,23	13,03	12,93	12,85	12,88
Yuan chinois (CAD/CNY)	6,08	6,17	6,31	6,25	6,51	6,38	6,36	6,31	6,32	6,33

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

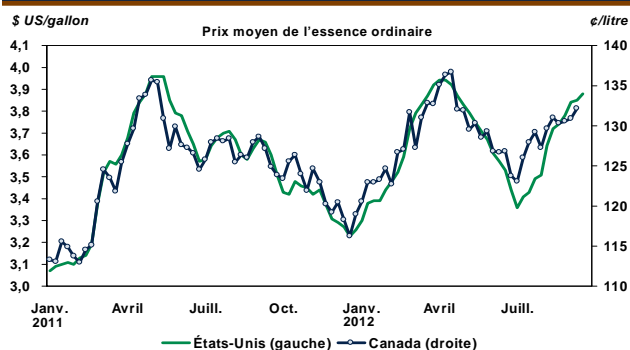
La récente embellie pourrait s'estomper

Après un printemps difficile, les prix de certaines matières premières ont fortement augmenté cet été. Ces hausses de prix reflètent essentiellement des problèmes, réels ou appréhendés, du côté de l'offre et les actions audacieuses des banques centrales. La faiblesse de l'économie mondiale continue toutefois de limiter la demande pour les produits de base. Le contexte économique devrait demeurer peu favorable aux matières premières industrielles au cours des prochains trimestres, mais l'or pourrait tirer son épingle du jeu.

LA REMONTÉE DES COURS PÉTROLIERS PARAÎT FRAGILE

Les prix du pétrole sont demeurés très volatils au cours des derniers mois. La poussée des tensions financières en zone euro a fait chuter le prix du pétrole *WTI* (*West Texas Intermediate*) en dessous de 78 \$ US le baril à la fin du mois de juin, un recul de plus de 25 % par rapport au niveau du début d'avril. Le prix du Brent a suivi une tendance semblable pour descendre aux environs de 90 \$ US le baril. Par la suite, un regain de confiance des investisseurs et une remontée des tensions au Moyen-Orient ont fait rapidement remonter les cours du *WTI* et du Brent aux environs de 95 \$ US et de 115 \$ US le baril respectivement. Ce rebond des prix du brut a ramené les prix de l'essence près des niveaux préoccupants observés au début du printemps (graphique 35).

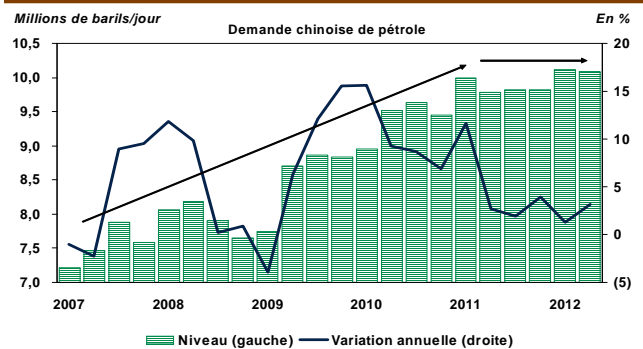
Graphique 35 – L'accalmie des prix à la pompe n'aura pas duré



Sources : Datastream, ministère des Ressources naturelles du Canada et Desjardins, Études économiques

Au-delà des considérations géopolitiques et financières, force est de constater que la situation actuelle sur le marché mondial de l'or noir n'est pas favorable à des hausses de prix. Pour un deuxième trimestre consécutif, la production mondiale de brut a fortement dépassé la demande au printemps. La faiblesse de l'économie mondiale continue de freiner la progression de la consommation de brut dans plusieurs économies, et la Chine ne fait plus exception (graphique 36). L'offre de pétrole demeure abondante sur le marché alors

Graphique 36 – La croissance de la demande de pétrole ralentit aussi en Chine



Sources : Energy Information Administration et Desjardins, Études économiques

que la production de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) évolue près d'un niveau record, malgré une diminution de plus de 20 % de la production iranienne depuis le commencement de 2012. De plus, l'augmentation de la production de pétrole aux États-Unis et au Canada gonfle l'offre en provenance des pays industrialisés.

Dans un contexte de croissance mondiale modeste, le pétrole *WTI* pourrait redescendre aux environs de 90 \$ US le baril au cours des prochains mois malgré le maintien de tensions élevées au Moyen-Orient. Le prix du *WTI* ne devrait pas franchir durablement la barre de 100 \$ US le baril d'ici la fin de 2013. Notons cependant qu'un conflit ouvert entre Israël et l'Iran, un risque non négligeable alors que les sanctions internationales ne semblent pas avoir freiné le programme nucléaire iranien, pourrait faire bondir le prix du brut beaucoup plus haut.

Une forte utilisation du gaz naturel cet été, alors que la température chaude a gonflé la demande liée à la climatisation et que les producteurs d'électricité préfèrent de plus en plus cette source d'énergie au charbon, a permis au prix du gaz de remonter aux environs de 2,75 \$ US par *MMBTU* (*Million British Thermal Unit*). Les stocks très élevés de gaz et la croissance des réserves et de la production américaines

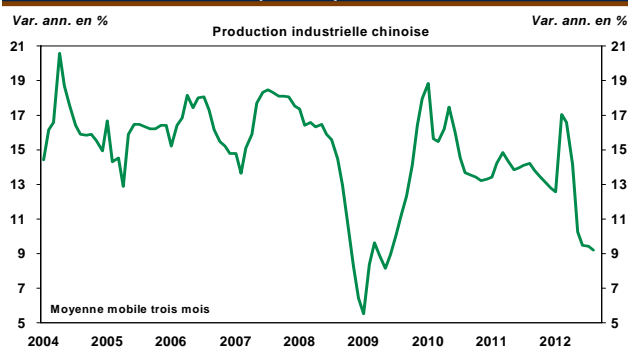
devraient toutefois maintenir des prix relativement faibles au cours des prochaines années.

LES DIFFICULTÉS DE L'ÉCONOMIE MONDIALE CONTINUERONT D'AFPECTER LES MÉTAUX DE BASE

Les métaux industriels ont peu profité de l'amélioration du sentiment des investisseurs cet été, et l'indice *LME* (*London Metal Exchange*) des prix des métaux de base est tombé à un creux de plus de deux ans au début du mois d'août. Les nouvelles mesures annoncées par les grandes banques centrales ont par la suite redonné un peu de vigueur aux prix des métaux industriels.

La faiblesse des prix des métaux reflète principalement les difficultés de l'économie mondiale alors que les indices des directeurs d'achat indiquent une contraction de l'activité manufacturière dans la plupart des grandes économies. La confirmation d'une modération de la croissance économique en Chine, où la progression annuelle de la production industrielle est récemment tombée sous la barre de 9 % pour la première fois depuis le printemps 2009 (graphique 37), est particulièrement négative pour les prix des métaux de base. Les importations chinoises de métaux demeurent élevées, mais elles ne semblent servir qu'à gonfler les stocks chinois, une situation qui ne pourra durer éternellement. Alors que tout indique que les difficultés de l'économie mondiale se poursuivront au cours des prochains trimestres, les efforts de relance du gouvernement chinois pourraient apporter un certain soutien aux prix des métaux industriels. Il faudra cependant attendre les signes d'une véritable embellie de l'économie mondiale avant d'espérer un rebond soutenu et généralisé des prix. Cela semble peu probable avant tard en 2013.

Graphique 37 – Le ralentissement de l'activité industrielle en Chine est de plus en plus évident



Sources : National Bureau of Statistics of China et Desjardins, Études économiques

L'OR EN BONNE POSITION

Le retour des craintes d'un éclatement de la zone euro au printemps n'a pas été favorable aux métaux précieux alors

que les investisseurs inquiets ont préféré chercher refuge du côté des obligations jugées sûres et du dollar américain. Un ralentissement notable de la demande des consommateurs indiens, affectée par une taxe temporaire sur les importations d'or, par la faiblesse de la devise indienne ainsi que par le ralentissement économique dans ce pays, a aussi défavorisé l'or. Le prix de celui-ci a ainsi fluctué aux environs de 1 600 \$ US l'once de la mi-mai à la mi-août. L'empressement des banquiers centraux à mettre en place de nouvelles mesures stimulatrices a toutefois récemment poussé le prix du métal jaune aux environs de 1 775 \$ US l'once (graphique 38).

Graphique 38 – Les actions audacieuses des banques centrales ont redonné une impulsion au prix de l'or



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Les nouvelles opérations d'achat d'obligations souveraines annoncées récemment par la Banque centrale européenne (BCE) sont très favorables à l'or. En plus de réduire significativement le risque d'un éclatement de la zone euro à court terme, et ainsi de diminuer l'attrait du dollar américain, les actions audacieuses de la BCE soulèvent de nouveaux doutes sur la détermination des autorités monétaires à lutter contre l'inflation et ainsi à protéger la valeur des monnaies fiduciaires à long terme. Le troisième programme d'assouplissement quantitatif aux États-Unis, qui est cette fois illimité, a aussi gonflé l'attrait de l'or. Le maintien de politiques monétaires très expansionnistes un peu partout sur la planète et d'un contexte économique et financier difficile pour encore plusieurs trimestres devrait permettre au prix de l'or de terminer l'année aux environs de 1 900 \$ US l'once et d'atteindre en moyenne 1 800 \$ US en 2013.

PRODUITS FORESTIERS : ENFIN DES HAUSSES POUR LE BOIS D'ŒUVRE

Si les prix du papier journal et de la pâte piétinent depuis un moment, ceux du bois d'œuvre ont été tonifiés par la reprise graduelle du marché de l'habitation américain. La première moitié de l'année a été favorable et, même si les facteurs saisonniers feront diminuer quelque peu les prix à l'automne,

ceux-ci n'atteindront pas les creux des dernières années. L'année 2013 s'annonce positive, quoique les attentes demeurent très modestes, la capacité de production excédant largement la demande.

LES PRIX DES GRAINS SONT À LA HAUSSE : POUR COMBIEN DE TEMPS?

Dès le mois de juin, les prix du maïs, du blé et du soya ont évolué à la hausse en raison des conditions climatiques très sèches aux États-Unis et des perspectives de faibles rendements. Au fur et à mesure que les rapports sur l'état des cultures ont été diffusés au cours de l'été, les prix ont grimpé, et ce, en dépit d'une baisse marquée de la production d'éthanol. Dans le cas du maïs, les sommets de 2008 et de 2011 ont été dépassés (graphique 39). Bon nombre de conditions sont réunies pour soutenir les prix. Tout d'abord, l'offre mondiale sera restreinte dans les prochains mois. Par ailleurs, le niveau des stocks est très bas, voire en deçà de celui de la saison 2006-2007, ce qui contribuera à maintenir la tension sur les marchés. Même si la demande présumée sera légèrement à la baisse, ce sera insuffisant pour atténuer les craintes

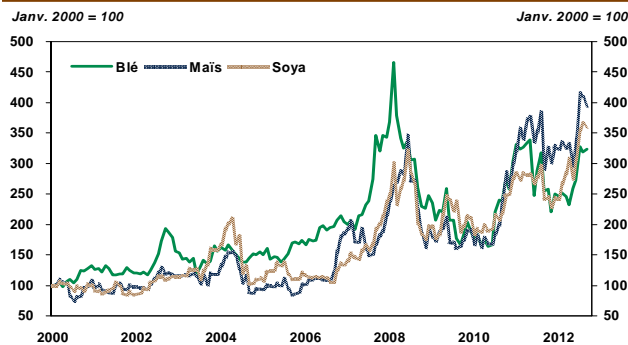
de pénurie. La volatilité sera grande d'ici la fin de 2012 : les cours du maïs évolueront au rythme de la publication des rapports du Département américain de l'agriculture et des données sur les exportations et la consommation industrielle (éthanol et autres), humaine et animale.

Les prix du soya et du blé ont évolué dans le sillage de ceux du maïs. Ainsi, ceux du soya ont dépassé les deux plus fortes pointes enregistrées en 2008 et en 2011. Là encore, la sécheresse est en cause et le niveau des stocks demeure préoccupant au regard des années précédentes. À la lumière de l'information disponible au moment d'écrire ce texte, il appert que les conditions climatiques difficiles auraient été un peu moins dévastatrices que dans le cas du maïs, ce qui limiterait moins l'offre. Toutefois, les prix demeureront élevés également tout l'automne.

Cependant, une correction des prix au cours de l'automne est possible. Elle pourrait toucher davantage les prix du blé dont le niveau des stocks est moins préoccupant. Selon toute vraisemblance, l'année 2013 débutera avec des niveaux de prix élevés.

Si les cours des céréales sont un baume pour les producteurs, ils sont plutôt un handicap pour ceux qui font de l'élevage. Dans le cas du bœuf, les prix des grains et la rareté des pâturages forcent certains à abattre prématurément leurs animaux. La quantité de viande supplémentaire sur les marchés a amené une diminution des prix, du moins à court terme. Les producteurs de porcs sont soumis à la même dynamique. Les prix pourraient demeurer un peu plus bas cet automne sans trop diminuer, en raison de l'abondance de viande. Toutefois, en 2013, avec des cheptels de taille moins importante, la situation pourrait s'inverser et les prix seraient de nouveau à la hausse.

Graphique 39 – Les prix du maïs et du soya ont récemment atteint de nouveaux sommets



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Tableau 16
Prix des matières premières : historique et prévisions

	2010	2011	2012p	2013p
Moyennes annuelles				
Pétrole WTI* (\$ US/baril)	80	95	Cible : 96 (fourchette : 94 à 99)	Cible : 92 (fourchette : 85 à 105)
Gaz naturel Henry Hub (\$ US/MMBTU**)	4,38	3,99	Cible : 2,55 (fourchette : 2,40 à 2,70)	Cible : 3,00 (fourchette : 2,00 à 4,00)
Or (\$ US/once)	1 226	1 572	Cible : 1 700 (fourchette : 1 650 à 1 740)	Cible : 1 800 (fourchette : 1 500 à 2100)
Indice LME*** – métaux de base	3 466	3 927	Cible : 3 400 (fourchette : 3 325 à 3 550)	Cible : 3 500 (fourchette : 3 000 à 4 000)

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

Les espoirs reposent de plus en plus sur l'économie américaine

La performance de l'économie mondiale depuis la grande récession a de quoi décourager les plus optimistes. Loin de rebondir vigoureusement, l'activité peine à retrouver un rythme de croissance satisfaisant. Si une période difficile est habituelle après une crise financière aiguë, le fait que le rebalancement espéré de l'économie mondiale montre peu de progrès dans plusieurs régions est préoccupant pour l'avenir. On peut toutefois espérer que l'économie américaine redeviendra un moteur pour l'économie mondiale d'ici quelques années.

UNE CRISE QUI PERDURE

Quatre ans après l'effondrement de Lehman Brothers et près de cinq ans après l'amorce de la grande récession aux États-Unis, l'économie mondiale demeure en convalescence. La zone euro a de nouveau frôlé la catastrophe au cours des derniers mois et il y a fort à parier que la crise existentielle de l'Union européenne reviendra dans l'actualité au cours des prochaines années.

Seul un véritable assainissement des finances publiques des pays périphériques de la zone euro pourra mettre fin définitivement à la crise dans cette région. Certains efforts ont permis de réduire les déficits au cours des dernières années, mais un retour à l'équilibre budgétaire représente toujours un défi de taille et de longue haleine dans la plupart des pays européens. Le besoin d'assainir les finances publiques aurait pu représenter une opportunité pour plusieurs pays d'augmenter leur compétitivité et leur productivité en modernisant et en assouplissant leur économie trop souvent étouffée par le poids des réglementations et par une fiscalité inadéquate. Cela aurait aussi pu aider à régler les problèmes de compte courant dans ces pays. Malheureusement, les gouvernements européens ont surtout opté jusqu'à maintenant pour de nouvelles augmentations du fardeau fiscal, ce qui assombrit davantage les perspectives économiques de ces pays.

LA DÉMOGRAPHIE COMPLIQUE LES CHOSES

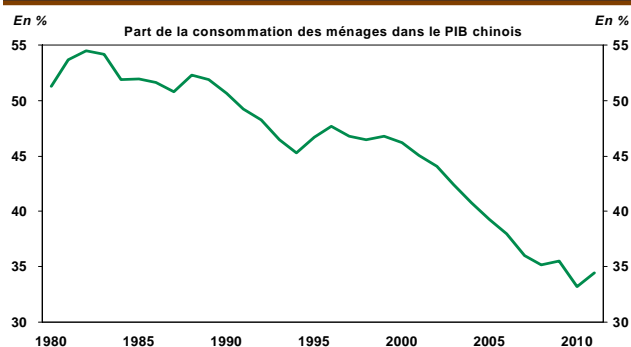
Le retour à un rythme de croissance mondiale similaire à celui observé au cours des dernières décennies sera encore plus difficile étant donné un environnement démographique moins favorable. Selon les prévisions de l'Organisation des Nations unies, la croissance de la population en âge de travailler sera beaucoup plus lente au cours de la décennie 2011-2020, et ce, partout sur la planète. Le bassin de main-d'œuvre diminuera au Japon, en Europe et même au Québec, compliquant encore plus la situation des finances publiques.

Il continuera de progresser dans les pays émergents et, dans une moindre mesure, aux États-Unis et dans le reste du Canada, mais ce facteur apportera un soutien beaucoup plus faible à la croissance économique que ce à quoi nous étions habitués.

D'OÙ VIENDRA L'ÉTINCELLE?

Alors que les problèmes démographiques et les énormes dettes publiques demeureront un frein important à la croissance en Europe et au Japon, il serait très surprenant que ces régions soient les moteurs de l'économie mondiale à moyen terme. Les pays émergents possèdent manifestement un meilleur potentiel économique. L'espoir de l'émergence rapide d'une classe moyenne forte dans ces pays ne semble toutefois pas en voie de se réaliser. La part de la consommation personnelle dans l'économie chinoise continue même d'évoluer sur une tendance baissière (graphique 40). Le modèle de croissance chinois demeure donc très dépendant de la demande des pays industrialisés, ce qui explique les difficultés actuelles. L'étincelle ne viendra probablement pas non plus des pays producteurs de matières premières, qui hésiteront à augmenter massivement leurs investissements

Graphique 40 – Le consommateur chinois n'a pas pris le relais du consommateur américain

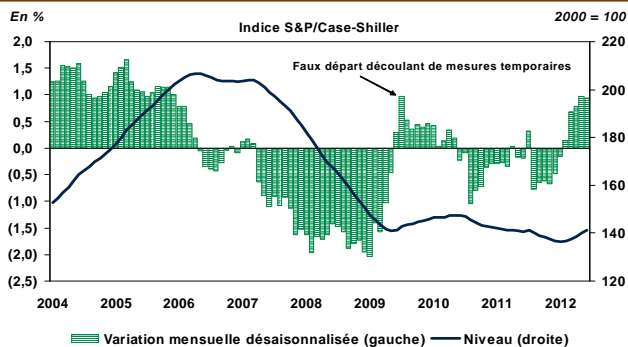


Sources : National Bureau of Statistics of China et Desjardins, Études économiques

tant que les perspectives mondiales resteront aussi incertaines.

Une accélération durable de l'économie mondiale risque donc de devoir passer par une demande américaine plus forte. En plus de posséder toujours un potentiel de croissance relativement élevé et d'énormes capacités de production inutilisées, l'économie américaine a l'avantage d'avoir amorcé son rebalancement beaucoup plus tôt alors que la bulle immobilière a culminé en 2006 dans ce pays. Après une longue correction, les prix des maisons semblent enfin amorcer une remontée qui devrait se poursuivre à moyen terme (graphique 41). Cela, combiné au fait que les ménages ont beaucoup réduit leur endettement, permet d'espérer que le consommateur américain redeviendra un des moteurs de l'économie mondiale à moyen terme.

Graphique 41 – Aux États-Unis, le creux des prix des maisons semble finalement derrière nous



Sources : Standard & Poor's et Desjardins, Études économiques

sources d'énergie efficaces et abondantes, particulièrement le pétrole et le gaz de schiste. Si les nouvelles méthodes d'extraction du gaz et du pétrole soulèvent toujours des controverses et des craintes, elles ont déjà des impacts majeurs sur l'économie américaine. La longue période de déclin des productions gazière et pétrolière américaines s'est renversée au cours des dernières années, et l'augmentation des réserves exploitables signale que cette tendance se poursuivra à moyen terme. L'abondance de gaz naturel peu coûteux pourrait stimuler l'activité industrielle aux États-Unis et même se traduire par des exportations d'énergie. Le déficit commercial américain devrait ainsi être réduit significativement.

Il reste toutefois deux importants obstacles à franchir avant d'observer une progression vigoureuse de l'économie américaine. Premièrement, le marché du travail demeure beaucoup trop faible, ce qui continue d'affecter la confiance des consommateurs. Deuxièmement, une solution de long terme devra être trouvée pour s'attaquer à l'énorme déficit américain. Le maintien d'un déficit élevé pour encore quelques années ne serait pas en soi un frein important à l'économie américaine. Le climat politique actuel est toutefois très nuisible à l'activité. En effet, les baisses d'impôts et les budgets gouvernementaux doivent continuellement être renouvelés pour de très courtes périodes et personne ne sait à quoi ressemblera l'environnement réglementaire et fiscal l'an prochain. Ces obstacles risquent de prendre un certain temps à être surmontés et ils pourraient encore freiner la croissance économique en 2014 et en 2015.

L'environnement difficile des dernières années fait aussi passer presque inaperçu un développement qui pourrait être très positif pour les Américains : l'émergence de nouvelles

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

En % (sauf si indiqué)	Moyennes annuelles							Moyennes	
	2010	2011	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2004-2011	2012-2016p
PIB réel (var. en %)	2,4	1,8	2,2	1,9	2,5	2,5	3,0	1,5	2,4
Taux d'inflation (var. en %)	1,6	3,1	2,1	1,6	2,5	2,5	2,5	2,6	2,2
Taux de chômage	9,6	9,0	8,2	7,8	7,5	7,0	6,5	6,7	7,4
Indice S&P 500 (var. en %)*	12,8	0,0	13,3	7,0	8,0	7,0	7,0	3,4	8,5
Fonds fédéraux	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,80	2,15	2,17	0,74
Taux préférentiel	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	3,80	5,15	5,17	3,74
Bons du Trésor – 3 mois	0,14	0,05	0,10	0,10	0,20	0,95	2,20	1,96	0,71
Obligations fédérales – 10 ans	3,20	2,76	1,85	1,90	2,35	3,15	3,90	3,85	2,63
Obligations fédérales – 30 ans	4,25	3,90	3,05	3,10	3,45	4,05	4,50	4,48	3,63
Pétrole WTI** (\$ US/baril)	80	95	96	92	105	115	120	72	106
Or (\$ US/once)	1 226	1 572	1 700	1 800	1 600	1 400	1 300	850	1 560

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	2011	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2004-2011	2012-2016p
PIB réel (var. en %)	3,2	2,4	2,0	2,2	2,5	2,5	2,0	1,8	2,2
Taux d'inflation (var. en %)	1,8	2,9	1,7	1,9	2,0	2,0	2,0	1,9	1,9
Création d'emplois (var. en %)	1,4	1,6	1,0	1,1	1,5	1,2	1,0	1,3	1,2
Création d'emplois (k)	228	265	174	188	273	207	181	205	205
Taux de chômage	8,0	7,4	7,3	7,1	6,8	6,6	6,5	7,0	6,8
Mises en chantier (k)	190	194	212	180	185	200	195	207	194
Indice S&P/TSX* (var. en %)	14,4	(11,1)	2,9	7,3	9,0	8,5	8,5	6,9	7,2
Dollar canadien (\$ US/\$ CAN)	0,97	1,01	1,01	1,02	1,04	1,06	1,06	0,90	1,04
Taux des fonds à un jour	0,59	1,00	1,00	1,00	1,50	2,15	2,65	2,29	1,66
Taux préférentiel	2,59	3,00	3,00	3,00	3,50	4,15	4,65	4,14	3,66
Taux hypothécaires									
1 an	3,49	3,52	3,20	3,20	3,70	4,50	5,10	5,07	3,94
5 ans	5,57	5,39	5,25	5,20	5,30	6,00	6,60	6,20	5,67
Bons du Trésor – 3 mois	0,57	0,92	0,95	1,05	1,55	2,25	2,75	2,16	1,71
Obligations fédérales									
2 ans	1,55	1,37	1,15	1,30	1,85	2,75	3,45	2,64	2,10
5 ans	2,44	2,03	1,40	1,60	2,25	3,05	3,60	3,20	2,38
10 ans	3,24	2,78	1,90	2,10	2,45	3,30	3,85	3,75	2,72
30 ans	3,77	3,31	2,50	2,65	3,05	3,65	4,10	4,14	3,19
Écarts de taux É.-U./Canada									
Bons du Trésor – 3 mois	0,43	0,87	0,85	0,95	1,35	1,30	0,55	0,20	1,00
Oblig. fédérales – 10 ans	0,04	0,02	0,05	0,20	0,10	0,15	(0,05)	(0,10)	0,09
Oblig. fédérales – 30 ans	(0,48)	(0,59)	(0,55)	(0,45)	(0,40)	(0,40)	(0,40)	(0,33)	(0,44)

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	2011	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2004-2011	2012-2016p
Québec									
PIB réel	2,5	1,7	1,0	1,8	2,0	2,0	1,5	1,6	1,6
Taux d'inflation	1,2	3,0	2,2	2,0	2,0	2,1	2,0	1,8	2,1
Création d'emplois	1,7	1,0	0,4	1,1	0,7	0,6	0,5	1,1	0,7
Création d'emplois (k)	67	39	15	45	30	25	20	42	27
Taux de chômage (%)	8,0	7,8	7,8	7,3	7,0	6,5	6,0	8,0	6,9
Ventes au détail	6,2	2,9	1,5	4,0	4,0	3,5	3,0	3,8	3,2
Mises en chantier (k)	51	48	45	42	35	35	35	50	38
Ontario									
PIB réel	3,0	2,1	2,1	2,0	2,5	2,5	2,0	1,4	2,2
Taux d'inflation	2,5	3,1	1,6	1,8	2,0	2,0	1,8	2,0	1,8
Création d'emplois	1,7	1,8	0,7	1,0	1,5	1,2	1,0	1,0	1,1
Création d'emplois (k)	108	121	45	68	103	83	70	65	74
Taux de chômage (%)	8,7	7,8	7,8	7,7	7,4	7,2	7,0	7,3	7,4
Ventes au détail	5,4	3,6	2,0	2,5	5,0	4,2	3,8	3,3	3,5
Mises en chantier (k)	60	68	78	61	63	65	60	70	65

p : prévisions

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



Desjardins
Études économiques

www.desjardins.com/economie