

## MISE À JOUR

23 novembre 2011

### L'Europe plus que jamais dans l'impasse Les marchés financiers pourraient perdre patience

L'entente survenue le 26 octobre dernier entre les dirigeants de la zone euro a été accueillie favorablement et a temporairement diminué les appréhensions sur les marchés financiers. On a cependant vite constaté qu'il manquait encore plusieurs pièces maîtresses au casse-tête avant de crier victoire. L'issue de la crise demeure toujours incertaine et les inquiétudes des investisseurs n'ont pas été apaisées. On le voit tout particulièrement par l'évolution des taux obligataires de nombreux pays de la zone euro, notamment ceux de l'Italie et de l'Espagne (graphique 1), qui subissent une pression à la hausse ardue à contrôler et peu rassurante. Les tensions, qu'elles soient politiques, sociales ou économiques, sont bien palpables.

**Graphique 1 – Les coûts de financement de l'Espagne et de l'Italie augmentent de façon inquiétante**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

La difficulté de trouver des solutions permanentes à la crise des dettes souveraines en Europe et les plans d'austérité

#### TABLE DES MATIÈRES

Outre-mer .....	4
États-Unis .....	6
Canada .....	8
Provinces .....	10

pour réduire les déficits publics auront finalement raison de l'économie réelle. Plusieurs indicateurs, dont la confiance des consommateurs et les indices PMI, montrent que la zone euro se dirige droit vers une récession. La croissance économique de la région a été révisée en conséquence pour 2012, passant de +0,6 % à -0,5 % (cette même prévision s'établissait à +1,2 % pour 2012 en septembre dernier!). Le Royaume-Uni en subira les contrecoups alors que son PIB réel ne croîtra plus que de 0,2 % en 2012, comparativement à 1,3 % présenté précédemment. Ces importantes corrections affecteront l'économie mondiale, dont la croissance s'établira à la limite de ce que le Fonds monétaire international (FMI) qualifie d'une récession mondiale, soit 3,0 %.

Jusqu'ici les économies américaine et canadienne résistent plutôt bien aux incertitudes et à la volatilité des marchés causée par les déboires de la zone euro. Certaines des dernières statistiques économiques publiées sont encourageantes, même si d'autres montrent toujours la faiblesse évidente de l'économie. C'est ainsi qu'on a constaté aux États-Unis une deuxième bonne performance consécutive des ventes au détail en octobre, malgré une confiance des consommateurs qui ne se relève pas vraiment de la chute du mois d'août dernier. La production manufacturière a fait un bond surprenant en octobre, même si l'indice ISM manufacturier reste à un faible niveau. En dépit d'une création d'emplois plutôt anémique, le taux de chômage a quand même diminué de 0,1 % à 9,0 % en octobre. Les ingrédients sont réunis pour empêcher un ressac de la croissance économique au dernier trimestre de 2011 et pour augmenter la moyenne annuelle à 1,7 % plutôt que les 1,6 % de notre scénario précédent. Cependant, l'évolution anticipée de l'économie mondiale annonce un essoufflement rapide en 2012, alors que la hausse du PIB réel américain ne sera que de 1,6 %.

Peu de changements sont anticipés du côté de l'économie canadienne. La croissance économique du troisième trimestre s'annonce plutôt bonne avec une estimation aux alen-

**François Dupuis**

Vice-président et économiste en chef

**Hélène Bégin**

Économiste principale

**Yves St-Maurice**

Directeur principal et économiste en chef adjoint

**Benoît P. Durocher**

Économiste principal

**Francis Généreux**

Économiste principal

514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336

Courriel : [desjardins.economie@desjardins.com](mailto:desjardins.economie@desjardins.com)

**Jimmy Jean**

Économiste principal

**Hendrix Vachon**

Économiste senior

## Tableau 1 Scénario économique : variation du PIB réel

Taux annualisé en %	2011				2012		Moyenne annuelle		
	T1	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	2010	2011p	2012p
États-Unis	0,4	1,3	2,0	1,7	1,0	2,2	3,0	1,7	1,6
Canada	3,6	(0,4)	3,0	2,0	1,8	2,4	3,2	2,3	2,1
Ontario	3,1	(1,3)	3,2	1,8	1,3	2,3	3,0	2,0	1,9
Québec	3,3	(0,8)	2,3	2,7	1,0	2,1	2,5	1,7	1,7

p : prévisions

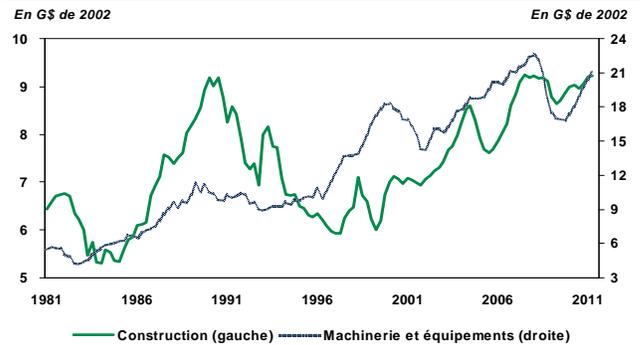
Sources : Institut de la statistique du Québec, ministère des Finances de l'Ontario, U.S. Census Bureau, Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

tours de 3,0 %. Cela confirme que le recul de 0,4 % du PIB réel au deuxième trimestre n'était qu'un épisode temporaire causé, entre autres, par les problèmes d'approvisionnement dus aux catastrophes au Japon et des problèmes techniques ou des opérations d'entretien à certaines installations pétrolières et de raffinage. La vigueur relative du troisième trimestre ne sera par contre qu'un simple rattrapage. Tout comme aux États-Unis, cet élan ne saurait se maintenir très longtemps compte tenu du ralentissement prévu de la croissance mondiale. Le secteur extérieur canadien en fera les frais et la croissance ne sera que de 2,1 % en 2012. La faiblesse du marché du travail en octobre marque possiblement le retour d'une période un peu plus morose.

Les provinces ressources domineront une fois de plus la croissance économique au pays en 2012. C'est le cas notamment de l'Alberta, de la Saskatchewan et de Terre-Neuve-et-Labrador. La Colombie-Britannique bénéficiera de la reconstruction au Japon et de la poursuite de la croissance en Chine. Les provinces traditionnellement plus engagées dans la production manufacturière comme le Québec et l'Ontario n'arriveront pas à rejoindre la moyenne nationale en termes de croissance, même si la valeur du huard se maintiendra légèrement sous la parité au cours des prochains trimestres. Le secteur extérieur de ces provinces aura encore du mal à reprendre de la vigueur. En 2012, l'Ontario devrait afficher une croissance de 1,9 %, et le Québec, de 1,7 %.

Après un recul de 0,8 % au deuxième trimestre de 2011, tout indique que le PIB réel au Québec se raffermira. La croissance devrait avoisiner les 2 % au troisième trimestre. L'Indice précurseur Desjardins indique toutefois une croissance lente au cours des prochains mois ce qui vient appuyer le maintien de la prévision d'augmentation du PIB réel de 1,7 % en 2011 et en 2012. L'emploi montre un essoufflement et la confiance des ménages trouve peu d'appui. L'augmentation de certaines taxes en 2012 viendra aussi ralentir la consommation. L'investissement des entreprises demeure une composante stimulante pour l'économie du Québec alors que les profits sont au rendez-vous et que la valeur élevée du huard favorise l'achat de machinerie et équipements (graphique 2).

**Graphique 2 – Les investissements des entreprises sont à la hausse au Québec**



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

L'environnement économique commande toujours des conditions monétaires extrêmement accommodantes dans les pays industrialisés. La Banque du Canada ne bougera donc pas ses taux avant la mi-2013 et la Réserve fédérale attendra probablement en 2014. Les taux obligataires américains et canadiens subissent encore de fortes pressions à la baisse alors que les investisseurs fuient les incertitudes du côté de l'Europe et les valeurs risquées au profit des obligations nord-américaines. Les marchés boursiers sont soumis à beaucoup de volatilité et reflètent parfaitement le fait que les investisseurs ne savent plus trop sur quel pied danser. Il est clair que tant que les espoirs de voir un dénouement ordonné et positif à la crise de la dette publique en Europe ne se concrétiseront pas, tout sera possible, pour le meilleur ou pour le pire!

**François Dupuis**

Vice-président et économiste en chef

**Yves St-Maurice**

Directeur principal et économiste en chef adjoint

## Tableau 2

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

Pays ou zone	Poids** (%)	Croissance du PIB réel (%)			Taux d'inflation (%)		
		2010	2011p	2012p	2010	2011p	2012p
<b>Économies industrialisées</b>	<b>48,3</b>	<b>2,7</b>	<b>1,4</b>	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>	<b>2,5</b>	<b>1,4</b>
États-Unis	19,7	3,0	1,7	1,6	1,6	3,2	1,7
Canada	1,8	3,2	2,3	2,1	1,8	2,9	2,0
Québec	0,4	2,5	1,7	1,7	1,2	3,0	2,2
Ontario	0,7	3,0	2,0	1,9	2,5	3,1	2,1
Japon	5,7	4,1	(0,2)	2,2	(0,7)	(0,2)	(0,4)
Royaume-Uni	3,1	1,8	0,9	0,2	3,3	4,4	2,5
Zone euro	15,4	1,7	1,6	(0,5)	1,6	2,6	1,6
Allemagne	4,1	3,7	3,0	(0,2)	1,1	2,3	1,7
France	3,0	1,4	1,6	(0,3)	1,5	2,1	1,5
Italie	2,6	1,2	0,6	(1,2)	1,5	2,7	1,8
Autres pays	3,0	2,9	2,2	1,6	2,1	2,5	1,8
<b>Économies en développement</b>	<b>51,7</b>	<b>6,8</b>	<b>5,5</b>	<b>5,0</b>	<b>5,3</b>	<b>6,0</b>	<b>5,3</b>
Asie du Nord (Chine, Hong Kong, Inde et Corée du Sud)	20,6	9,7	7,9	7,5	5,0	5,9	4,4
Chine	12,6	10,4	9,1	8,4	3,3	5,4	3,8
Inde	5,2	10,0	7,3	7,5	12,0	8,1	6,9
Asie du Sud (Indonésie, Malaisie, Thaïlande et Philippines)	3,4	7,7	4,6	4,6	3,8	4,7	4,0
Amérique latine	7,8	6,2	4,1	3,5	7,0	7,5	7,0
Europe de l'Est	8,3	4,9	4,2	2,8	5,9	5,9	5,5
Autres pays	11,6	2,8	3,0	3,2	4,3	5,0	5,6
<b>Monde</b>	<b>100,0</b>	<b>4,8</b>	<b>3,5</b>	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>	<b>3,7</b>	<b>2,8</b>

p : prévisions; \* Parité des pouvoirs d'achat : taux de change d'équilibre entre les monnaies qui assure l'égalité des pouvoirs d'achat entre les pays; \*\* 2009.  
 Sources : Banque mondiale, Consensus Forecasts et Desjardins, Études économiques

## Tableau 3

### Sommaire des prévisions financières

Fin de période en % (sauf si indiqué)	2010		2011				2012			
	T3	T4	T1	T2	T3	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
<b>Taux d'intérêt directeur</b>										
États-Unis	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Canada	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Zone euro	1,00	1,00	1,00	1,25	1,50	1,25	1,00	1,00	1,00	1,00
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
<b>Obligations fédérales dix ans</b>										
États-Unis	2,50	3,31	3,45	3,16	1,93	2,05	2,25	2,50	2,75	3,00
Canada	2,76	3,12	3,35	3,11	2,15	2,20	2,35	2,55	2,80	3,00
<b>Marché des devises</b>										
Dollar canadien (USD/CAD)	1,03	1,00	0,97	0,96	1,05	1,02	1,01	1,00	0,99	0,98
Euro (EUR/USD)	1,37	1,34	1,42	1,45	1,34	1,33	1,33	1,35	1,37	1,40
Euro (EUR/CAD)	1,40	1,34	1,38	1,40	1,41	1,36	1,34	1,35	1,36	1,37
<b>Matières premières</b> (moyenne annuelle)										
Pétrole <i>WTI</i> * (\$ US/baril)	80 (91**)		95 (95**)				88 (95**)			
Or (\$ US/once)	1 226 (1 418**)		1 585 (1 800**)				1 675 (1 550**)			
<b>Marchés boursiers**</b> (niveau et croissance)										
États-Unis (S&P 500)	1 258		Cible : 1 240 (-1,4 %)				Cible : 1 325 (+6,9 %)			
Canada (S&P/TSX)	13 443		Cible : 12 400 (-7,8 %)				Cible : 13 400 (+8,1 %)			

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

# OUTRE-MER

## La zone euro ne pourra pas échapper à la récession

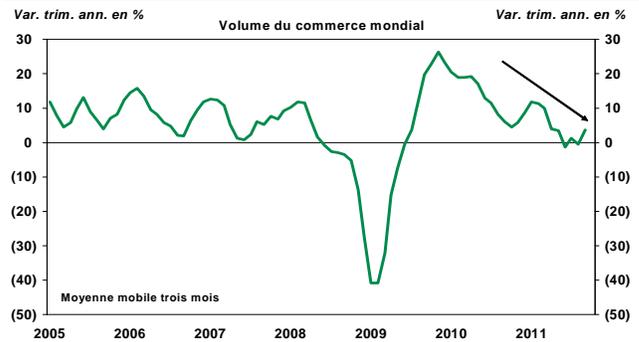
### ÉCONOMIE MONDIALE

- La croissance de l'économie mondiale est de plus en plus affectée par les problèmes entourant la zone euro. On observe que les échanges commerciaux internationaux commencent à stagner depuis quelques mois (graphique 3). Les risques de contagion par le biais des banques demeurent très élevés.
- La progression du PIB réel mondial se trouve aussi amoindrie par la crise européenne. Après un gain prévu de 3,5 % en 2011, la croissance pourrait ralentir à seulement 3,0 % en 2012, à la limite d'une récession selon le Fonds monétaire international.

### EUROPE

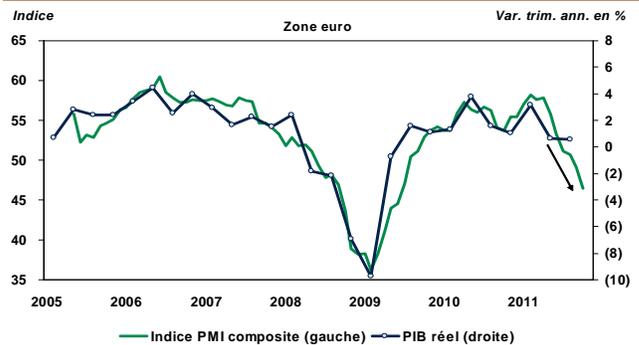
- Malgré tous ses problèmes, la zone euro a continué à croître au troisième trimestre avec une variation annualisée de 0,6 % de son PIB réel selon la première estimation. On ne sait pas encore quelle composante de la demande a engendré cette timide croissance. La France, grâce à un regain de la consommation, et l'Allemagne ont connu des croissances plus fortes à l'été qu'au printemps. Toutefois, les PIB réels de plusieurs autres pays de la zone, dont la Belgique, l'Espagne, les Pays-Bas et le Portugal ont soit stagné ou se sont contractés.
- La faible croissance de l'économie de la zone euro à l'été n'est cependant que le calme qui précède la tempête. Trop d'indicateurs pointent présentement vers une véritable contraction du PIB réel eurolandais avec, en premier lieu, les indices PMI (graphique 4). On observe aussi d'autres dégradations des indices de confiance ainsi qu'une hausse du taux de chômage et un resserrement des conditions de crédit.
- L'incapacité des autorités politiques à stabiliser la situation financière et les pressions qui s'exercent déjà sur de plus grands pays comme l'Espagne, surtout l'Italie, et même la France, dans une moindre mesure, ne peut qu'envenimer la conjoncture. Les mesures d'austérité exigées contribuent également à l'affaiblissement de l'activité économique.
- Après une hausse estimée à 1,6 % du PIB réel de la zone euro en 2011, il faut s'attendre à une contraction de 0,5 % pour 2012. En fait, la baisse de la production devrait survenir dès le quatrième trimestre de 2011. Ni la France ni l'Allemagne ne devraient échapper à la récession.
- Le PIB réel du **Royaume-Uni** s'est légèrement accéléré au troisième trimestre passant d'une hausse annualisée de seulement 0,4 % au printemps à 2,0 % à l'été. Toutefois, cette embellie risque d'être éphémère (graphique 5). Le Royaume-Uni fait aussi face à de nombreux vents contraires internes dont les mesures d'austérité gouvernementales et l'inflation qui demeure élevée. De plus, il serait étonnant que la récession qui se dessine sur le continent n'ait pas d'impact outre-Manche. On remarque aussi que le chômage augmente de nouveau. Le PIB réel ne devrait croître que de 0,9 % en 2011 pour ensuite progresser de seulement 0,2 % l'an prochain.

Graphique 3 – Le commerce mondial ralentit



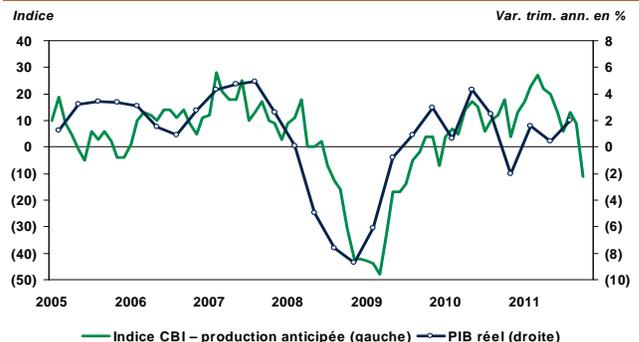
Sources : CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis et Desjardins, Études économiques

Graphique 4 – L'économie eurolandaise s'en va en récession



Sources : Bloomberg, Markit, Eurostat et Desjardins, Études économiques

Graphique 5 – L'accélération de la croissance au Royaume-Uni devrait être éphémère

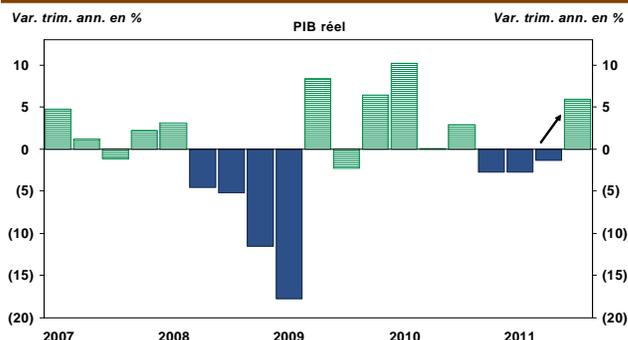


Sources : Confederation of British Industry, Office for National Statistics et Desjardins, Études économiques

## ASIE

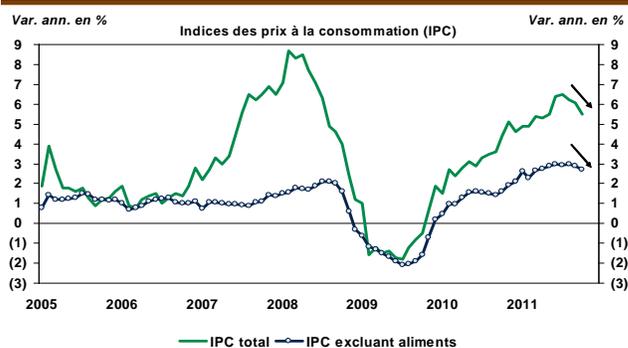
- La récente récession au **Japon**, qui a commencé à la fin de 2010, mais qui a été exacerbée par les catastrophes de l'hiver dernier, a pris fin. Après trois trimestres consécutifs de décroissance pour une contraction totale de 1,7 %, le PIB réel a augmenté de 1,5 % au troisième trimestre de 2011 (6 % à rythme annualisé) (graphique 6). Cette performance est surtout redevable à une forte progression de la consommation et de l'investissement privé, dont un gain annualisé de 22 % de l'investissement résidentiel. La reconstruction des zones affectées est donc bien en cours. Toutefois, la force du yen et l'affaiblissement de l'économie mondiale font en sorte que la reprise nipponne pourrait s'essouffler rapidement. La décroissance anticipée a toutefois été atténuée pour 2011, soit à -0,2 %. Le rebond prévu pour l'an prochain pourrait cependant être moins marqué à 2,2 %.
- En **Chine**, on observe une très légère décélération de la production industrielle et des ventes au détail au cours du mois d'octobre. La croissance demeure cependant vive et rien n'indique un ralentissement imminent de l'économie. On remarque cependant certains signes plus probants de modération, notamment du côté des prix. La variation annuelle des prix à la consommation est passée de 6,1 % en septembre à 5,5 % en octobre (graphique 7) et les prix à la production ainsi que les prix des maisons dans les plus grandes villes ont aussi connu une croissance plus lente. La crise en Europe a des échos jusqu'en Chine. Rappelons que le vieux continent est un marché plus important que les États-Unis pour les Chinois et les exportations vers l'Europe sont en nette décélération avec une croissance annuelle de 11 % en octobre par rapport à 24 % en septembre. Néanmoins, nos prévisions pour l'économie chinoise demeurent essentiellement les mêmes qu'au cours des exercices précédents.

**Graphique 6 – Après trois trimestres de contraction, la récession a pris fin au Japon**



Sources : Cabinet Office et Desjardins, Études économiques

**Graphique 7 – L'inflation montre des signes d'accalmie en Chine**



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

**Tableau 4**  
**Outre-mer : croissance du PIB réel et taux d'inflation**

Pays ou zone	Croissance du PIB réel (%)				Taux d'inflation (%)			
	2009	2010	2011p	2012p	2009	2010	2011p	2012p
<b>Europe</b>								
Royaume-Uni	(4,4)	1,8	0,9	0,2	2,2	3,3	4,4	2,5
Zone euro	(4,1)	1,7	1,6	(0,5)	0,3	1,6	2,6	1,6
Allemagne	(5,1)	3,7	3,0	(0,2)	0,3	1,1	2,3	1,7
France	(2,6)	1,4	1,6	(0,3)	0,1	1,5	2,1	1,5
Italie	(5,2)	1,2	0,6	(1,2)	0,8	1,5	2,7	1,8
Espagne	(3,7)	(0,1)	0,7	(1,0)	(0,4)	1,9	3,1	1,4
Russie	(7,8)	4,0	4,1	3,5	11,7	6,9	7,1	6,6
<b>Asie et Pacifique</b>								
Australie	1,4	2,7	1,6	3,0	1,8	2,9	3,4	2,7
Japon	(6,3)	4,1	(0,2)	2,2	(1,4)	(0,7)	(0,2)	(0,4)
Chine	9,2	10,4	9,1	8,4	(0,7)	3,3	5,4	3,8
Inde	6,8	10,0	7,3	7,5	10,9	12,0	8,1	6,9
Corée du Sud	0,3	6,2	3,6	3,4	2,8	2,9	4,3	3,0
<b>Amérique latine</b>								
Argentine	0,9	9,2	7,1	3,9	6,3	10,8	10,2	11,1
Brésil	(0,7)	7,5	3,2	3,5	4,9	5,0	6,5	5,4
Mexique	(6,1)	5,4	3,6	3,0	5,3	4,2	3,3	3,4

p : prévisions

Sources : Consensus Forecasts et Desjardins, Études économiques

# ÉTATS-UNIS

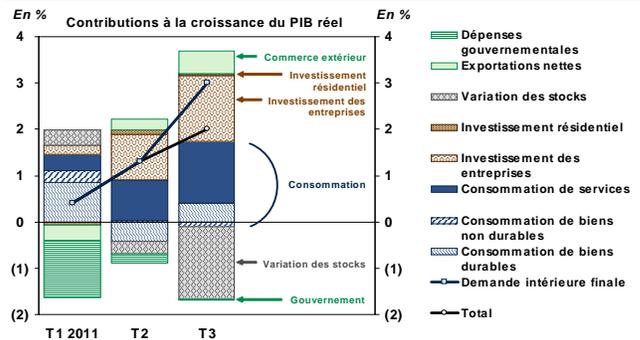
## Pas de rechute en vue

### ÉCONOMIE

- La deuxième estimation des comptes nationaux du troisième trimestre de 2011 porte la croissance annualisée du PIB à 2,0 %. On remarque ainsi une certaine accélération des gains depuis l'hiver alors que la croissance était de seulement 0,4 % au premier trimestre puis de 1,3 % au second. La croissance provient surtout d'une meilleure progression de la consommation, notamment du côté des services (graphique 8). Les investissements des entreprises ont aussi connu une croissance rapide.
- Un des facteurs plus négatifs au sein des composantes du PIB réel au troisième trimestre a été la faiblesse de la variation des stocks. Un destockage de 8,5 G\$ US a eu lieu, la première baisse depuis la fin de 2009. Que l'économie américaine ait su progresser malgré une ponction provenant des stocks est remarquable. Toutefois, si un déstockage encore plus important se manifeste comme le suggèrent les indices ISM (graphique 9), il pourrait entraver la progression du PIB réel à court terme.
- Jusqu'à maintenant les données portant sur le dernier trimestre de 2011 sont encourageantes. Les ventes au détail ainsi que la production industrielle ont connu de bonnes croissances en octobre (graphique 10). Si, d'un côté, la faiblesse de la confiance des consommateurs menace encore la progression de la consommation, les indices ISM signalent plutôt que la production poursuivra sa croissance.
- Les problèmes de la zone euro ne devraient pas avoir trop d'effets directs sur la conjoncture américaine. En 2010, seulement 13,7 % des exportations des États-Unis, soit 1,2 % du PIB, étaient destinées à la zone euro. Toutefois, les marchés financiers s'en ressentent davantage et une détérioration de la situation pourrait rendre l'économie américaine vulnérable à un choc sur le crédit international.
- La création d'emplois se porte un peu mieux, mais le taux de chômage, à 9,0 % en octobre, demeure très élevé. Malgré cette situation, le plan de stimulation de l'emploi proposé par la Maison-Blanche ne sera sans doute pas adopté par le Congrès. Au mieux, il est possible que certains items déjà en place en 2011 soient reconduits. Toutefois, l'échec du comité chargé de réduire le déficit met de nouveau en lumière le clivage politique qui règne à Washington. Cet échec fait en sorte que des coupes budgétaires drastiques seront automatiquement imposées dès l'automne 2012, ce qui pourrait nuire à la confiance et à la croissance. D'un autre côté, manquer à cette promesse de coupe pourrait mettre davantage à risque la cote de crédit du gouvernement fédéral.

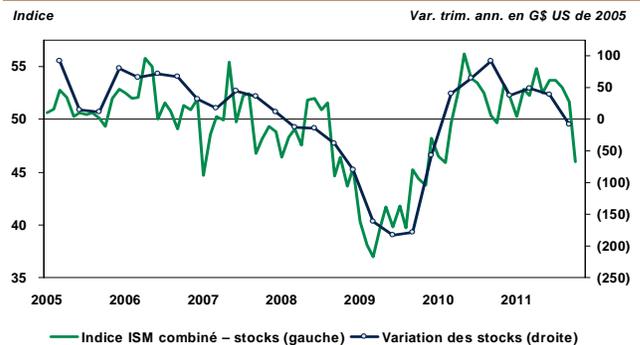
**Conclusion :** Les scénarios concernant le PIB réel américain sont très peu modifiés; les croissances prévues pour 2011 et pour 2012 augmentent de 0,1 point de pourcentage à la suite de la publication d'assez bons chiffres en octobre. Le PIB réel devrait montrer une croissance de 1,7 % en 2011 et de 1,6 % en 2012.

**Graphique 8 – La croissance américaine provient surtout de la consommation de services et des investissements des entreprises**



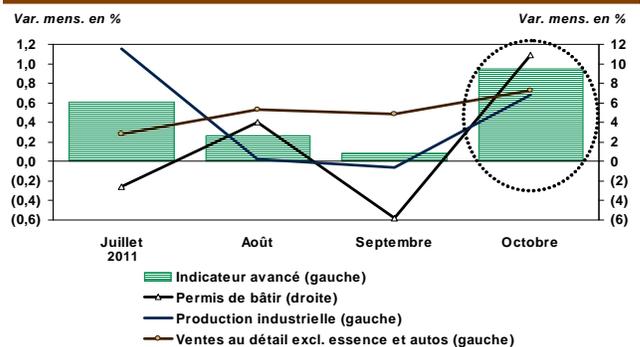
Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

**Graphique 9 – Les mouvements de stocks pourraient continuer à nuire à la croissance de l'économie américaine à court terme**



Sources : Institute for Supply Management, Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

**Graphique 10 – Plusieurs indicateurs ont bien progressé en octobre aux États-Unis**

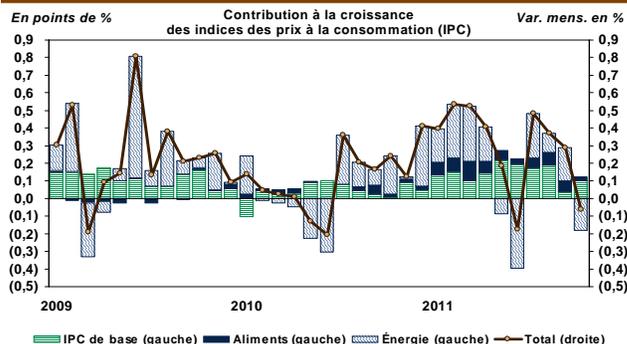


Sources : Conference Board, U.S. Census Bureau, Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

## INFLATION

- L'évolution des prix commence à montrer des signes d'apaisement. D'un côté, les prix de l'essence poursuivent la tendance baissière entamée il y a quelques mois et leur recul se manifeste de plus en plus dans l'indice des prix à la consommation (IPC). Pour la première fois depuis juin, l'IPC a connu une baisse mensuelle en octobre (graphique 11).
- Le glissement annuel des prix demeure cependant relativement élevé à 3,5 %. C'est tout de même moins que le 3,9 % enregistré en septembre. Ce ralentissement devrait se poursuivre au cours des prochains mois et l'inflation totale diminuera considérablement pour s'approcher de 1,0 % à la mi-2012.
- Il n'y a pas que l'énergie qui devient moins menaçante. On remarque aussi une décélération du prix des aliments avec notamment une croissance de seulement 0,1 % en octobre comparativement à une moyenne de 0,4 % pour les neuf premiers mois de l'année. L'accalmie des prix de plusieurs céréales devrait amener une contribution moins importante des prix des aliments.
- On sent aussi un ralentissement des prix excluant l'énergie et les aliments. Depuis deux mois, la variation mensuelle de l'IPC de base n'est que de 0,1 % alors que les hausses étaient nettement plus fortes depuis le début du printemps. La faiblesse relative de la croissance économique et le peu de pressions provenant du marché du travail devraient continuer à favoriser un ralentissement des prix de base. Toutefois, les prix associés aux logements sont maintenant sur une légère pente ascendante et ils soutiendront l'inflation qui exclut les aliments et l'énergie. Celle-ci devrait donc demeurer aux alentours de 2,0 % au cours des prochains trimestres.

**Graphique 11 – La chute des prix de l'énergie aux États-Unis explique en partie le recul mensuel de l'inflation en octobre**



Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

**Tableau 5  
États-Unis : principaux indicateurs économiques**

Variation trimestrielle annualisée en % (sauf si indiqué)	2011				2012		Moyennes annuelles			
	T1	T2	T3	T4p	T1p	T2p	2009	2010	2011p	2012p
<b>Produit intérieur brut réel*</b>	0,4	1,3	2,0	1,7	1,0	2,2	(3,5)	3,0	1,7	1,6
Dépenses personnelles	2,1	0,7	2,3	2,5	1,3	1,4	(1,9)	2,0	2,3	1,7
Construction résidentielle	(2,5)	4,2	1,6	2,0	5,0	5,4	(22,2)	(4,3)	(1,9)	4,6
Investissement des entreprises	2,1	10,3	14,8	6,7	6,6	5,7	(17,9)	4,4	8,8	7,7
Variation des stocks (G\$)	49,1	39,1	(8,5)	(20,0)	(35,0)	(5,0)	(145,0)	58,8	14,9	(3,8)
Dépenses publiques	(5,9)	(0,9)	(0,1)	(1,3)	(0,7)	(0,3)	1,7	0,7	(1,9)	(0,7)
Exportations	7,9	3,6	4,3	2,1	2,4	1,5	(9,4)	11,3	6,6	2,6
Importations	8,3	1,4	0,5	2,5	2,5	3,0	(13,6)	12,5	4,8	2,7
Demande intérieure finale	0,4	1,3	3,0	2,2	1,5	1,6	(3,6)	1,8	1,9	1,9
<b>Autres indicateurs</b>										
Revenu personnel disponible réel	1,2	(0,5)	(2,1)	2,2	2,5	2,5	(2,3)	1,8	1,0	1,7
Emploi (selon entreprises)	1,3	1,4	0,9	1,1	1,1	1,3	(4,4)	(0,7)	1,0	1,2
Taux de chômage (%)	8,9	9,1	9,1	9,0	8,9	8,7	9,3	9,6	9,0	8,7
Mises en chantier (1)	582	572	610	614	620	635	554	585	595	645
Profits des entreprises*** (2)	8,8	8,5	7,9	7,0	7,0	6,5	9,1	32,2	8,0	6,4
Taux d'épargne personnelle (%)	5,0	4,8	3,8	3,3	3,6	3,8	5,2	5,3	4,2	4,0
Taux d'inflation global (2)	2,2	3,3	3,8	3,4	2,3	1,2	(0,3)	1,6	3,2	1,7
Taux d'inflation de base** (2)	1,1	1,5	1,9	2,0	1,9	1,8	1,7	1,0	1,6	1,8
Solde budgétaire fédéral (G\$) (3)	(1 201)	(1 275)	(1 173)	(1 225)	(1 200)	(1 100)	(1 218)	(1 274)	(1 219)	(1 075)
Solde du compte courant (G\$)	(478,4)	(472,0)	(454,2)	(459,0)	(462,4)	(472,1)	(376,6)	(470,9)	(465,9)	(478,5)

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

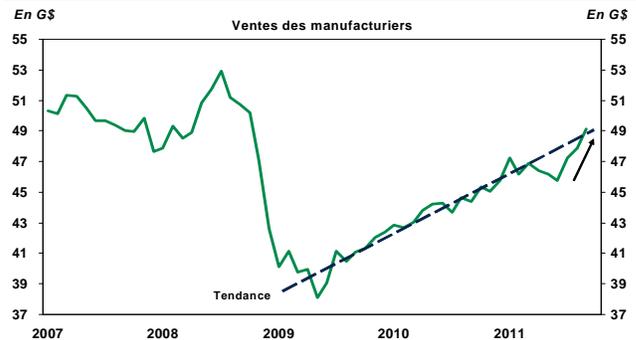
## Le rebond du troisième trimestre devrait faire place à une croissance plus modeste

### ÉCONOMIE

- Le rebond de l'économie canadienne pourrait être un peu plus fort que prévu au troisième trimestre de 2011. Le PIB réel par industrie a progressé de 0,4 % en juillet et de 0,3 % en août, ce qui confère un acquis de croissance (en supposant une variation mensuelle nulle en septembre) d'environ 2,5 % pour l'ensemble du troisième trimestre. Or, les résultats publiés à ce jour pour le mois de septembre sont relativement positifs. En outre, les exportations de marchandises ont crû de 4,2 %, les ventes des manufacturiers ont progressé de 2,6 % (graphique 12) et les mises en chantier sont demeurées à un niveau élevé. Tout porte donc à croire que le PIB réel par industrie a continué à bien performer en septembre si bien que le troisième trimestre pourrait se solder par une croissance d'environ 3,0 % (à rythme annualisé). Rappelons que le PIB réel avait diminué de 0,4 % au deuxième trimestre. Cette accélération s'explique essentiellement par la disparition de plusieurs facteurs temporaires ayant ralenti la production, notamment au sein des produits énergétiques, ainsi que le retour à la normale de certaines activités après les difficultés d'approvisionnement du printemps dernier.
- L'évolution de l'économie canadienne demeure néanmoins fragile de sorte que les perspectives de croissance pour le quatrième trimestre et le début de 2012 sont plus faibles. Le net ralentissement de l'économie mondiale affectera le commerce extérieur canadien. La lutte aux déficits budgétaires ainsi que le retrait des plans de relance économique entraîneront une réduction des dépenses gouvernementales. La progression des dépenses de consommation demeurera vraisemblablement modeste alors que la confiance des ménages s'est détériorée au cours des derniers mois (graphique 13). Il est toutefois prévu que l'investissement non résidentiel des entreprises continue à croître rapidement en raison de conditions très favorables (liquidités abondantes, faibles coûts d'emprunt, dollar canadien relativement élevé, développement de nouvelles capacités de production dans le secteur des ressources naturelles et nécessité d'accroître la productivité).
- Le marché du travail a causé une surprise en septembre dernier avec un gain de 60 900 postes. La faiblesse de l'emploi observée depuis juillet dernier a toutefois repris rapidement ses droits et une perte de 54 000 postes a été répertoriée en octobre, effaçant du même coup l'essentiel des gains du mois précédent (graphique 14). Ce constat est conforme à la croissance économique modérée observée au pays. Il faut d'ailleurs s'attendre à ce que la progression de l'emploi demeure très faible au moins jusqu'au début de 2012.

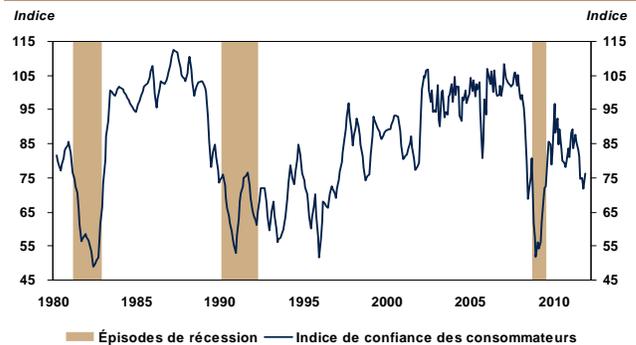
**Conclusion :** Une hausse du PIB réel de 2,3 % est toujours prévue pour cette année. La croissance attendue pour 2012 reste à 2,1%.

**Graphique 12 – Le rattrapage s'est poursuivi au sein du secteur manufacturier canadien**



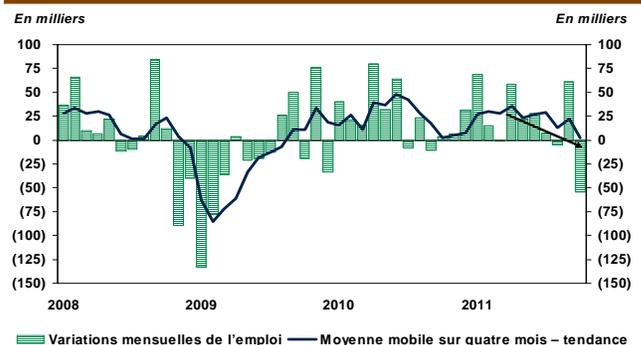
Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

**Graphique 13 – La confiance des consommateurs canadiens a diminué au cours des derniers mois**



Sources : Conference Board du Canada et Desjardins, Études économiques

**Graphique 14 – La tendance de la progression de l'emploi est en net ralentissement au Canada**

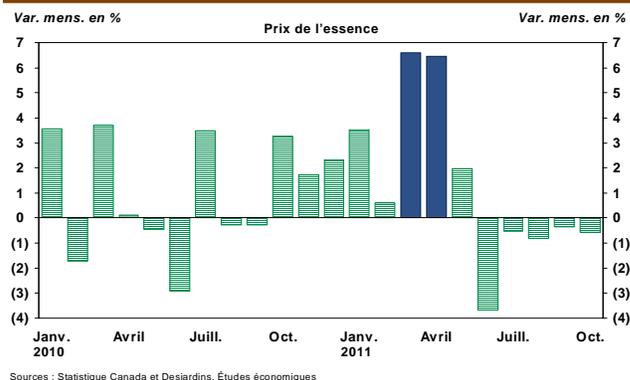


Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

## INFLATION

- L'indice total des prix à la consommation (IPC) a augmenté de 0,2 % en octobre. Ainsi, le taux annuel d'inflation totale est passé de 3,2 % à 2,9 %. L'indice de référence de la Banque du Canada (IPCX), qui exclut huit composantes volatiles, a augmenté de 0,3 % en octobre. Sa variation annuelle s'élève à 2,1 %, contre 2,2 % en septembre.
- L'IPC total est gonflé depuis quelques mois par une croissance rapide des prix des véhicules automobiles. À elle seule, la contribution de cette composante à la variation mensuelle de l'IPC total s'élève à près de 0,1 % depuis le mois d'août. Ces gains s'expliquent par un rattrapage à la suite de l'importante réduction des prix des automobiles en juin.
- Malgré une légère réduction en octobre, le taux annuel d'inflation totale demeure aux alentours de 3 %, soit la limite supérieure de la cible de la Banque du Canada. Il faut d'ailleurs s'attendre à ce que cette situation se prolonge jusqu'au printemps 2012. Ce n'est qu'à ce moment que les effets des importantes hausses des prix de l'essence répertoriées en mars et en avril derniers disparaîtront du calcul, permettant ainsi un repli de l'inflation totale (graphique 15). Du côté de l'inflation de référence, sa variation annuelle demeure relativement stable, soit près de la cible médiane (2 %), ce qui témoigne d'une certaine constance des pressions inflationnistes en général.

**Graphique 15 – Les hausses des prix de l'essence du printemps se font encore sentir sur le taux annuel d'inflation totale au Canada**



**Tableau 6**  
**Canada : principaux indicateurs économiques**

	2011				2012		Moyennes annuelles			
	T1	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	2009	2010	2011p	2012p
Variation trimestrielle annualisée en % (sauf si indiqué)										
<b>Produit intérieur brut réel*</b>	3,6	(0,4)	3,0	2,0	1,8	2,4	(2,8)	3,2	2,3	2,1
Dépenses personnelles	(0,1)	1,6	1,9	2,2	2,5	2,7	0,4	3,3	1,9	2,4
Construction résidentielle	7,5	0,7	3,9	2,6	(0,6)	1,5	(8,0)	10,2	1,8	1,7
Investissement des entreprises	12,9	15,5	9,9	10,9	8,0	6,5	(20,8)	7,3	14,5	8,5
Variation des stocks (G\$)	9,1	19,2	11,8	14,5	14,5	15,3	(0,5)	8,9	13,6	14,4
Dépenses publiques	0,1	1,6	(0,2)	(1,4)	(0,2)	0,4	4,3	4,7	1,5	0,2
Exportations	7,7	(8,3)	7,5	(2,0)	2,0	3,0	(13,8)	6,4	3,2	1,8
Importations	9,5	10,0	(1,0)	1,0	3,0	3,3	(13,4)	13,1	6,3	2,8
Demande intérieure finale	1,8	3,0	2,3	2,2	2,1	2,3	(2,1)	4,5	3,1	2,4
<b>Autres indicateurs</b>										
Revenu personnel disponible réel	0,2	0,2	1,0	1,5	2,0	3,0	0,8	3,6	1,2	2,3
Rémunération hebdomadaire	3,2	0,1	1,3	2,0	2,5	3,0	1,6	3,5	2,5	2,3
Emploi	2,4	2,0	1,2	(0,1)	0,8	1,3	(1,6)	1,4	1,6	1,1
Taux de chômage (%)	7,8	7,5	7,2	7,3	7,5	7,6	8,3	8,0	7,5	7,4
Mises en chantier (1)	177,8	192,5	204,6	197,5	171,7	169,4	149,1	189,9	193,1	175,0
Profits des entreprises*** (2)	12,9	14,8	10,0	2,0	2,0	5,0	(33,1)	21,2	9,7	5,7
Taux d'épargne personnelle (%)	4,4	4,1	3,6	3,1	2,8	2,4	4,2	4,8	3,8	2,6
Taux d'inflation global (2)	2,6	3,4	3,0	2,9	2,9	2,0	0,3	1,8	2,9	2,0
Taux d'inflation de base** (2)	1,3	1,6	1,9	2,0	2,2	1,7	1,7	1,8	1,7	1,8
Solde budgétaire fédéral (G\$) (3)	(36,9)	(34,3)	(35,0)	(35,0)	(30,0)	(25,0)	(33,0)	(42,6)	(35,3)	(25,0)
Solde du compte courant (G\$)	(40,3)	(61,3)	(46,4)	(50,0)	(55,0)	(55,0)	(45,2)	(50,9)	(49,5)	(51,3)

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

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

# PROVINCES

## La confiance est fragile

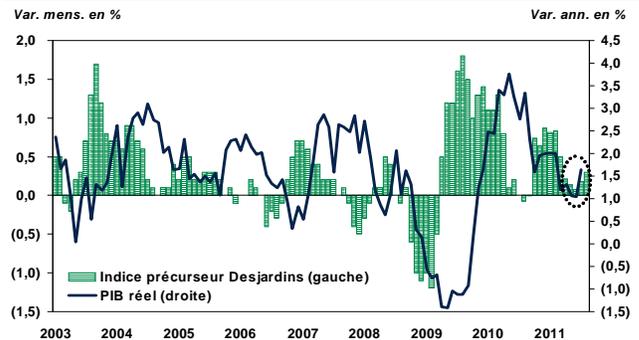
### QUÉBEC

- Le troisième trimestre a débuté du bon pied puisque l'activité économique s'est raffermie de 0,3 % en juillet. La cible de croissance annualisée d'environ 2 % pour le troisième trimestre devrait par conséquent être atteinte de sorte que le repli du printemps aura été de courte durée. L'Indice précurseur Desjardins a repris un peu de vigueur en septembre après avoir à peine augmenté le mois précédent (graphique 16). Cette hausse plus convaincante permet de tabler sur une progression modérée du PIB réel au cours des trois à six prochains mois. Dans ce contexte, la prévision de 1,7 % pour cette année et l'an prochain tient encore la route.
- Même si le cycle d'expansion se poursuit en dépit du climat d'incertitude qui persiste à l'échelle mondiale, certains signes de faiblesse ne peuvent être ignorés. En outre, la confiance des ménages, tout comme celle des entreprises, a diminué de nouveau en octobre. Un léger regain de la confiance des consommateurs est toutefois survenu en novembre. Bien que le niveau soit plus élevé que celui atteint lors de la dernière récession, il démontre la fragilité du cycle actuel. Le marché du travail commence aussi à vaciller. Un certain plafonnement de l'emploi, voire une légère baisse, ainsi qu'une remontée du taux chômage (graphique 17), reflètent le manque de vigueur de l'économie.
- Certaines statistiques plus encourageantes du côté américain semblent atténuer les risques de rechute des exportations vers les États-Unis. Le huard, qui évolue autour de 0,97 \$ US, mine toutefois la compétitivité des produits exportés sur le marché américain. Dans ce contexte, les exportations internationales du Québec pourraient stagner encore plusieurs mois.

### ONTARIO

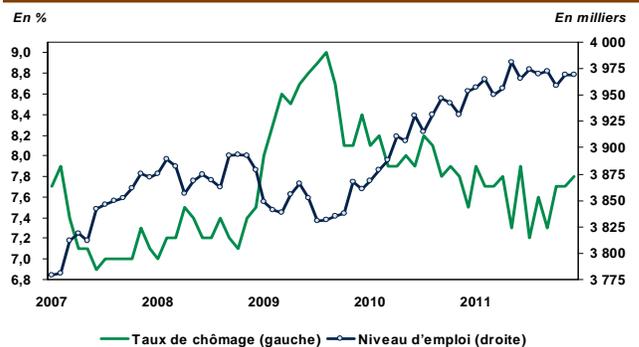
- Comme prévu, les problèmes d'approvisionnement ont fortement affecté l'économie ontarienne au printemps dernier. Ainsi, le PIB réel a diminué de 1,3 % (à rythme annualisé) au deuxième trimestre, soit un déclin plus prononcé que la moyenne nationale (-0,4 %). Avec une réduction de 29,5 % de sa production durant le trimestre, l'industrie de l'automobile a été particulièrement touchée.
- La demande intérieure ainsi que les stocks ont contribué positivement à l'économie. Le PIB réel de la province a cependant été entravé par une importante détérioration du solde commercial (graphique 18).
- La disparition des problèmes temporaires devrait engendrer un rebond du PIB réel au troisième trimestre. En outre, les données canadiennes indiquent une hausse de 7,5 % de la production réelle de l'industrie de l'automobile entre avril et août.
- Les perspectives de croissance de l'économie ontarienne demeurent toutefois assombries par la détérioration des conditions économiques mondiales. Après un répit à l'été, il est prévu que le solde commercial continue à se détériorer dans les tri-

**Graphique 16 – La faible hausse de l'Indice précurseur Desjardins annonce une croissance économique plutôt lente au Québec**



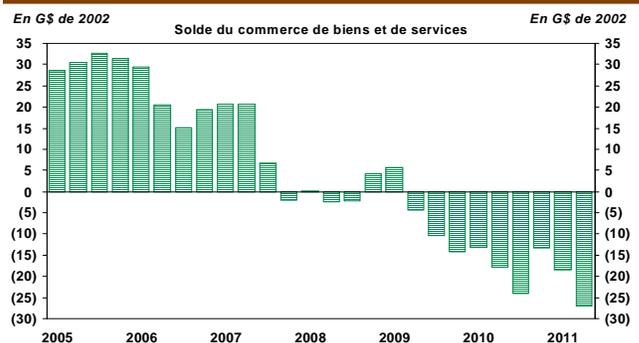
Sources : Institut de la statistique du Québec et Desjardins, Études économiques

**Graphique 17 – Le marché du travail est plus hésitant depuis quelques mois au Québec**



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

**Graphique 18 – Le commerce extérieur a fortement freiné la croissance au deuxième trimestre de 2011 en Ontario**



Source : Desjardins, Études économiques

mestres à venir. Ainsi, la croissance du PIB réel pourrait redescendre à un niveau plus faible dès la fin de 2011.

- Une hausse de 2,0 % du PIB réel de l'Ontario est toujours attendue pour 2011. La croissance devrait être un peu plus faible l'an prochain avec un gain de 1,9 %.

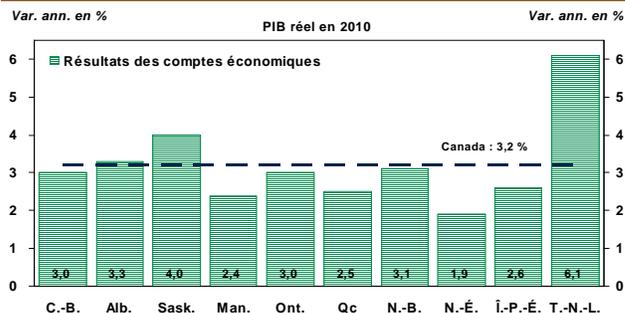
## PROVINCES DE L'OUEST

- À l'exception du Manitoba, les résultats récemment publiés par Statistique Canada indiquent une révision à la baisse de la croissance économique des provinces de l'Ouest en 2010. Avec un gain de 4,0 % de son PIB réel, la Saskatchewan continue néanmoins à se démarquer grâce à une croissance nettement supérieure à la moyenne nationale (graphique 19).
- Les données actuellement disponibles pour 2011 laissent croire que l'Alberta et la Saskatchewan bénéficieront d'une croissance économique nettement au-dessus de la moyenne nationale durant l'année en raison notamment de la bonne performance du secteur des ressources naturelles.

## PROVINCES DE L'ATLANTIQUE

- Pour une deuxième année consécutive, Terre-Neuve-et-Labrador est en bonne position pour connaître la plus forte croissance économique au pays en 2011. Malgré certains problèmes temporaires, la production d'énergie contribuera fortement au PIB réel de la province tout comme les nombreux investissements actuellement en cours dans ce secteur d'activité.

**Graphique 19 – La croissance économique se démarque en Saskatchewan et à Terre-Neuve-et-Labrador**



\* Selon l'Institut de la statistique du Québec pour le Québec, selon le ministère des Finances de l'Ontario pour l'Ontario et selon le PIB réel par industrie pour les autres provinces.  
Sources : Statistique Canada, Institut de la statistique du Québec, ministère des Finances de l'Ontario et Desjardins, Études économiques

**Tableau 7  
Québec et Ontario : comptes nationaux**

	2008	2009	2010	2011p	2012p
Moyenne annuelle en % (sauf si indiqué)					
<b>Québec</b>					
Produit intérieur brut réel	1,3	(0,7)	2,5	1,7	1,7
Dépenses personnelles	3,1	0,8	3,3	1,8	1,8
Construction résidentielle	(2,9)	(2,2)	12,9	1,3	(0,8)
Investissement des entreprises	0,6	(15,0)	5,9	10,3	4,6
Variation des stocks (M\$ 2002)	352	(1 003)	5	3 752	3 338
Dépenses publiques	6,2	4,1	3,7	2,4	1,6
Exportations	(3,2)	(7,4)	0,8	(0,3)	1,5
Importations	0,1	(6,0)	5,3	3,0	1,4
Demande intérieure finale	3,2	0,1	4,2	2,5	1,8
<b>Ontario</b>					
Produit intérieur brut réel	(0,7)	(3,8)	3,0	2,0	1,9
Dépenses personnelles	2,9	0,0	3,0	2,1	2,2
Construction résidentielle	(2,4)	(8,1)	10,3	2,8	(1,4)
Investissement des entreprises	0,0	(18,9)	10,4	16,3	8,0
Variation des stocks (M\$ 2002)	4 607	(793)	3 219	3 992	5 825
Dépenses publiques	3,9	4,0	4,7	0,9	0,4
Exportations	(5,4)	(13,2)	10,6	2,9	1,2
Importations	(2,2)	(11,5)	14,2	4,5	2,2
Demande intérieure finale	2,4	(1,5)	4,4	2,9	2,2

p : prévisions

Sources : Institut de la statistique du Québec, ministère des Finances de l'Ontario, Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

### Tableau 8

#### États-Unis : marché des titres à revenu fixe

Fin de période en %	2010				2011				2012			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
<b>Taux directeurs</b>												
Fonds fédéraux	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
<b>Bons du Trésor</b>												
3 mois	0,16	0,18	0,16	0,12	0,09	0,03	0,02	0,05	0,10	0,10	0,10	0,10
<b>Obligations fédérales</b>												
2 ans	1,02	0,60	0,42	0,59	0,76	0,44	0,26	0,25	0,30	0,45	0,60	0,75
5 ans	2,55	1,77	1,27	1,99	2,19	1,72	0,94	1,00	1,20	1,40	1,60	1,80
10 ans	3,83	2,94	2,50	3,31	3,45	3,16	1,93	2,05	2,25	2,50	2,75	3,00
30 ans	4,71	3,89	3,68	4,33	4,51	4,38	2,92	3,10	3,30	3,50	3,70	3,90
<b>Pente</b>												
5 ans - 3 mois	2,39	1,59	1,11	1,87	2,10	1,69	0,92	0,95	1,10	1,30	1,50	1,70
10 ans - 2 ans	2,81	2,33	2,08	2,72	2,70	2,72	1,66	1,80	1,95	2,05	2,15	2,25
30 ans - 3 mois	4,55	3,71	3,52	4,21	4,42	4,35	2,90	3,05	3,20	3,40	3,60	3,80

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

### Tableau 9

#### Canada : marché des titres à revenu fixe

Fin de période en %	2010				2011				2012			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
<b>Taux directeurs</b>												
Fonds à un jour	0,25	0,50	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
<b>Bons du Trésor</b>												
3 mois	0,29	0,50	0,88	0,98	0,96	0,93	0,81	0,90	0,95	0,95	1,00	1,00
<b>Obligations fédérales</b>												
2 ans	1,73	1,39	1,37	1,67	1,83	1,60	0,88	1,00	1,10	1,30	1,45	1,60
5 ans	2,91	2,33	1,91	2,30	2,77	2,33	1,39	1,40	1,65	1,90	2,10	2,30
10 ans	3,57	3,08	2,76	3,12	3,35	3,11	2,15	2,20	2,35	2,55	2,80	3,00
30 ans	4,07	3,65	3,35	3,58	3,80	3,58	2,77	2,85	3,00	3,20	3,40	3,60
<b>Pente</b>												
5 ans - 3 mois	2,62	1,83	1,03	1,32	1,81	1,40	0,58	0,50	0,70	0,95	1,10	1,30
10 ans - 2 ans	1,84	1,69	1,39	1,45	1,52	1,51	1,27	1,20	1,25	1,25	1,35	1,40
30 ans - 3 mois	3,78	3,15	2,47	2,60	2,84	2,65	1,96	1,95	2,05	2,25	2,40	2,60
<b>Écart (Canada - États-Unis)</b>												
3 mois	0,13	0,32	0,72	0,86	0,87	0,90	0,79	0,85	0,85	0,85	0,90	0,90
2 ans	0,72	0,79	0,95	1,08	1,08	1,15	0,62	0,75	0,80	0,85	0,85	0,85
5 ans	0,36	0,55	0,64	0,31	0,58	0,61	0,46	0,40	0,45	0,50	0,50	0,50
10 ans	(0,26)	0,15	0,25	(0,19)	(0,10)	(0,05)	0,23	0,15	0,10	0,05	0,05	0,00
30 ans	(0,64)	(0,24)	(0,33)	(0,75)	(0,71)	(0,80)	(0,15)	(0,25)	(0,30)	(0,30)	(0,30)	(0,30)

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques