

Prévisions

ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

Volume 16 / Printemps 2011

L'enthousiasme récent envers l'économie mondiale s'adoucit

Les craintes d'inflation affectent les marchés financiers



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

Première vice-présidence Finances,
Trésorerie et Direction financière,
Mouvement Desjardins

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 **15 mars 2011**.

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



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

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

TABLE DES MATIÈRES

SOMMAIRE	5
L'enthousiasme récent envers l'économie mondiale s'adoucit Les craintes d'inflation affectent les marchés financiers	
<hr/>	
RISQUES INHÉRENTS AUX SCÉNARIOS	8
Les tensions dans le monde arabe alimentent les inquiétudes	
<hr/>	
PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES	10
Outre-mer	11
<i>L'inflation et l'endettement nuisent à la conjoncture</i>	
États-Unis	13
<i>Les entreprises sont confiantes, mais elles embauchent peu</i>	
Canada	15
<i>Le commerce extérieur reprend de la vigueur</i>	
Provinces	17
<i>Les régions ressources seront privilégiées</i>	
<hr/>	
PRÉVISIONS FINANCIÈRES	24
Politiques monétaires	25
<i>Les banques centrales commencent-elles à perdre patience?</i>	
Marché des titres à revenu fixe	29
<i>La remontée des taux obligataires se poursuivra graduellement</i>	
Marchés boursiers	33
<i>La volatilité sera au rendez-vous</i>	
Marchés des devises	35
<i>Les anticipations de resserrement monétaire favorisent les devises européennes</i>	
Matières premières	38
<i>Il faudra composer avec des prix élevés</i>	
<hr/>	
2011-2015 : PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES À MOYEN TERME	41
Vers des pressions inflationnistes internes et externes	
<hr/>	

PRINCIPAUX TABLEAUX

SOMMAIRE

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

PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES

Outre-mer

<i>Tableau 3</i>	- Croissance du PIB réel et taux d'inflation	12
------------------	--	----

États-Unis

<i>Tableau 4</i>	- Principaux indicateurs économiques	14
------------------	--------------------------------------	----

Canada

<i>Tableau 5</i>	- Principaux indicateurs économiques	16
------------------	--------------------------------------	----

Provinces

<i>Tableau 6</i>	- Québec : principaux indicateurs économiques	18
<i>Tableau 7</i>	- Ontario : principaux indicateurs économiques	20
<i>Tableau 8</i>	- Principaux indicateurs économiques par province	23

PRÉVISIONS FINANCIÈRES

Politiques monétaires

<i>Tableau 9</i>	- Taux d'intérêt directeurs	28
------------------	-----------------------------	----

Marché des titres à revenu fixe

<i>Tableau 10</i>	- États-Unis : marché des titres à revenu fixe	29
<i>Tableau 11</i>	- Canada : marché des titres à revenu fixe	30
<i>Tableau 12</i>	- G7 : finances publiques	31
<i>Tableau 13</i>	- Canada : finances publiques	32

Marchés boursiers

<i>Tableau 14</i>	- Historique et prévisions	34
-------------------	----------------------------	----

Marchés des devises

<i>Tableau 15</i>	- Historique et prévisions	37
-------------------	----------------------------	----

Matières premières

<i>Tableau 16</i>	- Historique et prévisions	40
-------------------	----------------------------	----

2011-2015 : 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

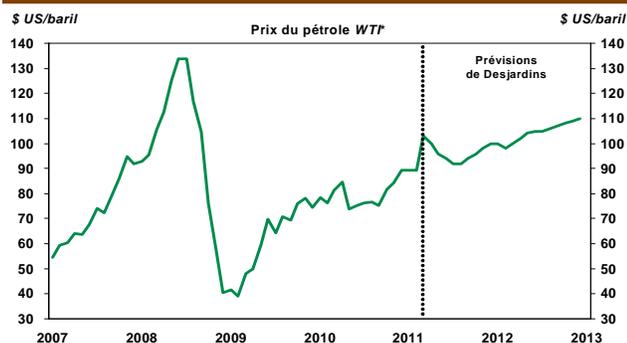
L'enthousiasme récent envers l'économie mondiale s'adoucit Les craintes d'inflation affectent les marchés financiers

L'économie mondiale évolue sur un fond de crise politique et sociale dans les pays arabes. La sensibilité aux bouleversements dans cette région tient de son importante production pétrolière à l'échelle planétaire. La remontée des prix du pétrole liée aux craintes d'approvisionnement met donc à risque la croissance économique et elle s'ajoute aux nombreux autres défis à relever au sein des pays industrialisés. Toutefois, si les tensions demeurent relativement contenues au niveau actuel, la plupart des pays s'en tireront avec une bonne frousse, sans trop de dommages sur leur économie.

LE PRIX DU PÉTROLE À L'AVANT-SCÈNE

Les prix de l'or noir constituent assurément la plus grande incertitude à l'heure actuelle en ce qui a trait à l'évolution de l'économie mondiale. Les risques d'une flambée des prix du pétrole brut sont élevés compte tenu des effets dominos que pourraient entraîner les troubles actuels sur les plus importants pays producteurs comme l'Arabie saoudite. Les impacts à l'échelle planétaire pourraient alors être majeurs (la section « Risques inhérents aux scénarios », à la page 8, les analyse en détail). Le présent scénario s'appuie toutefois sur un prix moyen du baril de pétrole brut à 95 \$ US en 2011 et à 105 \$ US en 2012 (graphique 1), ce qui n'exclut pas des pointes plus élevées au cours de ces années. Ces prévisions tiennent compte d'une hausse de la demande mondiale, du maintien d'une prime de risque géopolitique, mais aussi d'une production globale adéquate.

Graphique 1 – Le scénario ne prévoit pas d'explosion des cours pétroliers



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

Au moment où la vive progression des pays émergents ravivait l'optimisme quant au regain de l'économie mondiale, la poussée des prix du pétrole et des denrées est venue tempérer l'espoir d'une performance meilleure qu'anticipé. Le panier de consommation des pays émergents est fortement influencé par les prix des aliments et de l'énergie. Par con-

séquent, la croissance économique prévue pour ces pays a peu bougé pour tenir compte de cette nouvelle réalité. Elle s'établit à 5,6 % en 2011 et à 5,9 % en 2012. Malgré les efforts des autorités monétaires pour ralentir le crédit et la demande intérieure, le PIB réel de la Chine devrait tout de même augmenter de 9,1 % en 2011 et de 8,9 % en 2012.

En Europe, la situation ne s'améliore guère. Les membres les plus solides de la zone euro comme l'Allemagne tentent de contrebalancer les mauvaises performances des pays plus durement touchés par la crise des dettes souveraines (Espagne, Italie, Portugal, Grèce et Irlande). Les mesures d'austérité n'ayant pas encore eu leur plein effet, la situation devrait continuer de s'aggraver, d'autant plus que la Banque centrale européenne (BCE) a indiqué son intention de relever ses taux directeurs dans un proche avenir. La croissance économique attendue pour la zone euro n'atteindra que 1,5 % en 2011 et 1,7 % en 2012. En ce qui concerne le Royaume-Uni, le PIB réel a subi les contrecoups des mauvaises conditions météorologiques en chutant de 2,3 % au quatrième trimestre de 2010. Pour des raisons très similaires à celles de la zone euro, l'économie britannique connaîtra une croissance modérée de 1,8 % en 2011 et de 2,2 % en 2012. Finalement, au moment d'écrire ces lignes, les conséquences du tremblement de terre et du tsunami qui ont frappé le Japon le 11 mars restent indéterminées.

PEU DE NOUVEAUTÉ DU CÔTÉ AMÉRICAIN

La résolution lente des problèmes structurels américains poursuit son cours. Le marché de l'habitation n'arrive pas encore à quitter son creux alors que les prix des maisons recommencent à baisser. Le marché des propriétés existantes est toujours embourbé, ce qui paralyse les nouvelles constructions résidentielles. Les entreprises retrouvent cependant le sourire graduellement tout en restant réticentes à l'embauche. La faiblesse du billet vert favorise d'ailleurs leurs exportations.

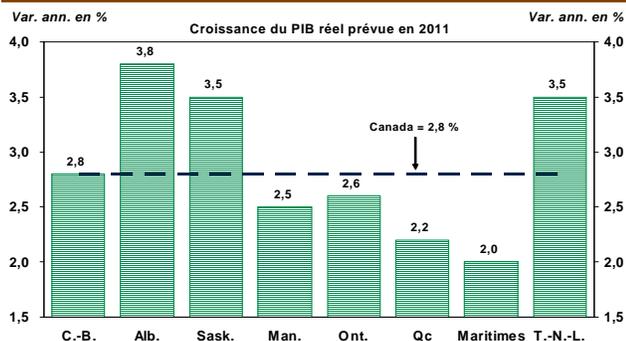
La consommation se porte mieux, mais elle est souvent supportée artificiellement par diverses interventions du gouvernement. Ainsi, même si le revenu personnel des Américains augmente de manière soutenue, il en est tout autrement si l'on exclut les transferts aux particuliers. Si l'on ajoute à cela la hausse des prix de l'essence, le retrait des plans de relance et les difficultés financières des États et des localités, il est difficile d'imaginer que l'économie américaine pourrait s'emballer. La croissance du PIB réel est donc estimée à 2,8 % en 2011 et à 3,0 % en 2012.

LA DICHOTOMIE DE L'ÉCONOMIE CANADIENNE REFAIT SURFACE

Un huard à la hausse et dépassant la parité fait souvent rejaillir les différences qui existent au niveau de l'économie canadienne. L'accroissement des prix des matières premières stimule les régions ressources, mais il a aussi un effet positif sur notre devise. Les régions qui exportent des produits semi-transformés ou finis s'en trouvent désavantagées. Même si les exportations de machinerie et de matériaux industriels ont augmenté au dernier trimestre de 2010, il n'en reste pas moins que plus des deux tiers de la hausse vertigineuse de 17,1 % des exportations étaient composés de produits énergétiques.

Les meilleures performances provinciales seront donc enregistrées là où se trouve la plus grande part des ressources au Canada. L'Alberta et Terre-Neuve-et-Labrador, avec leurs ressources pétrolières, et la Saskatchewan, avec la potasse, connaîtront des croissances supérieures à 3,0 % en 2011 et en 2012 (graphique 2). La Colombie-Britannique subira en 2011 le contrecoup de la tenue des Jeux olympiques à l'hiver 2010 avec une croissance de 2,8 %, mais elle dépassera à nouveau la performance canadienne en 2012. Ces provinces contribueront grandement à la progression du PIB réel canadien, qui augmentera de 2,8 % en 2011 et de 2,7 % en 2012.

Graphique 2 – La croissance sera supérieure dans les régions ressources au Canada



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Les autres provinces, notamment le Québec et l'Ontario, ne bénéficieront pas autant de la ruée vers les matières premières. Ce sont davantage les éléments moins favorables à l'économie canadienne qui influenceront leur performance, soit le ralentissement du marché de l'habitation et les actions des gouvernements pour rétablir leur équilibre budgétaire. De plus, la force du dollar, qui se maintiendra au-dessus de la parité au moins jusqu'à la fin de 2012, ne permettra pas aux exportateurs de ces régions de bénéficier pleinement de la reprise de l'économie mondiale. En revanche, les entreprises profiteront de cette opportunité pour investir de manière à améliorer leur productivité. En 2011, l'Ontario et le Québec devraient enregistrer une hausse respective de leur PIB réel de 2,6 % et de 2,2 %. Pour 2012, ces prévisions s'établissent, dans le même ordre, à 2,5 % et à 2,3 %.

L'INFLATION PRESSE CERTAINES BANQUES CENTRALES D'AGIR

La hausse des prix des ressources et des denrées exerce des pressions sur l'inflation partout sur la planète. Les pays émergents en sont les premières victimes compte tenu de l'importance de ces biens dans le panier de consommation. Cependant, dans certains pays industrialisés comme au Royaume-Uni ou dans la zone euro, l'inflation dépasse déjà les cibles des banques centrales. La BCE a laissé transparaître son intention de monter son taux directeur dès ce printemps, et la Banque d'Angleterre pourrait procéder avant l'automne, et ce, même si ces économies se remettent difficilement de la crise économique et financière et qu'elles demeurent affectées par celle des dettes souveraines.

Au Canada, la vigueur de l'économie devrait pousser la Banque du Canada à relever son taux cible de financement à un jour dès le mois de mai. Quatre hausses consécutives d'un quart de point sont attendues. Une pause devrait suivre jusqu'au printemps 2012. Aux États-Unis, le très faible niveau de l'inflation de base et les importantes capacités excédentaires ne devraient pas faire bouger la Réserve fédérale avant le printemps de l'an prochain. L'écart entre les taux directeurs canadiens et américains pourrait donc atteindre environ 200 points de base au printemps 2012.

Le contexte ne sera plus vraiment favorable au marché obligataire, et les taux devraient poursuivre leurs hausses, même si celles-ci pourraient être limitées à court terme en raison des nombreuses inquiétudes. La fin des programmes d'assouplissement quantitatif, la meilleure tenue de l'économie et l'accélération de l'inflation en seront les principales causes. À l'inverse, les rendements attendus sur les marchés boursiers sont plus prometteurs. Les profits des entreprises et les faibles ratios cours/bénéfices pourraient faire croître le S&P 500 de 15 % en 2011 alors que les prix des matières premières aideraient l'indice S&P/TSX à augmenter de 10 %.

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 (%)		
		2010	2011p	2012p	2010	2011p	2012p
Économies industrialisées	48,3	2,5	2,0	2,4	1,5	2,0	1,7
États-Unis	19,7	2,8	2,8	3,0	1,6	2,3	2,2
Canada	1,8	3,1	2,8	2,7	1,8	2,1	1,9
Québec	0,4	2,9	2,2	2,3	1,2	2,5	2,5
Ontario	0,7	2,7	2,6	2,5	2,5	2,1	1,8
Japon	5,7	3,9	0,9	2,3	(0,7)	0,1	0,0
Royaume-Uni	3,1	1,3	1,8	2,2	4,7	4,1	2,0
Zone euro	15,4	1,7	1,5	1,7	1,6	2,2	1,8
Allemagne	4,1	3,6	2,4	1,9	1,1	2,1	1,8
France	3,0	1,5	1,5	1,8	1,5	1,9	1,7
Italie	2,6	1,2	0,9	1,1	1,5	2,2	1,9
Autres pays	3,0	1,7	1,5	1,7	2,1	2,6	2,3
Économies en développement	51,7	6,5	5,6	5,9	5,3	5,8	5,2
Asie du Nord (Chine, Hong Kong, Inde et Corée du Sud)	20,6	9,2	8,1	8,2	5,0	5,4	4,2
Chine	12,6	10,3	9,1	8,9	3,3	4,8	3,6
Inde	5,2	8,4	8,1	8,4	12,0	7,6	6,6
Asie du Sud (Indonésie, Malaisie, Thaïlande et Philippines)	3,4	7,7	5,2	5,7	3,2	5,1	4,3
Amérique latine	7,8	6,2	4,2	4,3	6,9	7,8	7,1
Europe de l'Est	8,3	4,6	3,9	4,3	5,9	6,5	5,7
Autres pays	11,6	2,8	3,5	4,0	4,3	4,3	5,1
Monde	100,0	4,6	3,9	4,2	2,8	3,4	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; ** 2009.

Sources : Banque mondiale, Consensus Forecasts et Desjardins, Études économiques

Tableau 2

Sommaire des prévisions financières

Fin de période en % (sauf si indiqué)	2010		2011				2012			
	T3	T4	T1p	T2p	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	0,75	1,25	1,75
Canada	1,00	1,00	1,00	1,25	1,75	2,00	2,00	2,50	3,00	3,00
Zone euro	1,00	1,00	1,00	1,50	1,50	1,50	1,50	2,00	2,50	2,50
Royaume-Uni	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	1,00	1,00	1,50	2,00	2,00
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	2,50	3,31	3,40	3,60	3,75	3,90	4,15	4,40	4,50	4,60
Canada	2,76	3,12	3,30	3,65	3,85	4,00	4,20	4,35	4,45	4,50
Marché des devises										
Dollar canadien (USD/CAD)	1,03	1,00	0,98	0,98	0,98	0,97	0,97	0,96	0,98	0,96
Euro (EUR/USD)	1,37	1,34	1,36	1,32	1,30	1,32	1,34	1,35	1,32	1,30
Euro (EUR/CAD)	1,40	1,34	1,33	1,29	1,27	1,28	1,30	1,30	1,29	1,25
Matières premières (moyenne annuelle)										
Pétrole WTI* (\$ US/baril)	80 (91**)		95 (100**)				105 (110**)			
Or (\$ US/once)	1 226 (1 418**)		1 300 (1 200**)				1 150 (1 100**)			
Marchés boursiers** (niveau et croissance)										
États-Unis (S&P 500)	1 258		Cible : 1 450 (+15,3 %)				Cible : 1 550 (+6,9 %)			
Canada (S&P/TSX)	13 443		Cible : 14 775 (+9,9 %)				Cible : 16 000 (+8,3 %)			

p : prévisions; * West Texas Intermediate; ** Fin d'année.

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

RISQUES INHÉRENTS AUX SCÉNARIOS

Les tensions dans le monde arabe alimentent les inquiétudes

Si l'économie mondiale a démontré des signes encourageants depuis la fin de 2010, les risques se sont d'autant multipliés. Pendant que l'impact total du grave tremblement de terre de Honshu sur l'économie japonaise demeure inconnu (voir l'encadré à la page 12), la crise dans le monde arabe est au cœur de toutes les inquiétudes alors que la montée des prix du pétrole menace de faire dérailler la reprise. Cependant, d'autres problèmes, comme la crise de l'endettement en Europe ou encore l'inflation galopante en Chine, demeurent irrésolus. La réaction des autorités devant ces problèmes représente donc une grande source d'incertitude.

LE MONDE ARABE S'ENFLAMME

Un vent de révolte souffle depuis le début de l'année dans le monde arabe où plusieurs des pays de la région font face à des soulèvements populaires à divers degrés. Le chômage élevé d'une population jeune, la hausse du coût de la vie et la corruption des élites sont au cœur des revendications, le tout sur fond de régimes autocratiques. À long terme, les développements actuels pourraient être positifs pour l'avenir de la région dans la mesure où ils aboutiront à l'implantation de la démocratie et à un meilleur partage des richesses. Par contre, dans un horizon de court et moyen terme, ces perturbations seront source de volatilité, et l'inquiétude augmentera d'autant plus s'il faut que la crise prenne de l'ampleur dans des zones encore plus sensibles pour la production pétrolière.

Dans un scénario pessimiste, on pourrait envisager une montée rapide des cours du pétrole, causée à la fois par une hausse de la prime de risque géopolitique et par des chocs d'offre. Concernant ces derniers, l'Arabie saoudite dispose d'une capacité de production excédentaire suffisante pour compenser des ruptures d'approvisionnement en provenance de la plupart des pays actuellement touchés. Par contre, elle-même n'est pas entièrement à l'abri de l'instabilité. S'il fallait que les tumultes gagnent les grands producteurs comme l'Arabie saoudite, l'Iran ou l'Iraq, le prix du baril pourrait alors s'enflammer. Bien qu'il soit difficile d'estimer jusqu'à quel niveau, un scénario envisageable consiste en un prix du baril de pétrole qui dépasserait le record historique de 147 \$ US d'ici l'été. Si un tel niveau devait être maintenu durant plusieurs mois, les conséquences seraient très néfastes pour la reprise mondiale.

Dans les économies développées, la montée subite des prix nuirait à la reprise de confiance des consommateurs tout en haussant les coûts des entreprises. La réaction la plus probable de ces dernières serait de réduire leurs dépenses non énergétiques, ce qui inclut la main-d'œuvre. Aux États-Unis, un tel scénario serait plutôt morose pour une économie en mal

d'emplois et forcerait la Fed à maintenir un degré d'assouplissement extrêmement élevé. En Europe, où la croissance de plusieurs pays de la périphérie sera déjà hypothéquée par de sévères mesures d'austérité, de nouveaux records des prix du pétrole auraient un effet d'assommoir sur la reprise.

C'est toutefois dans les pays émergents que l'impact pourrait être le plus brutal. Les ménages des pays émergents consacrent une portion significativement plus élevée de leurs revenus à l'alimentation et à l'énergie que les ménages des pays avancés. La situation actuelle implique donc un risque que l'inflation s'accélère davantage, mettant les banques centrales des pays émergents à rude épreuve.

D'IMPORTANTES DÉFIS EN EUROPE ET EN CHINE

Pendant que les tumultes dans les pays arabes occupent l'avant-scène, la crise des dettes publiques européennes demeure en suspens alors que les négociations en vue d'instaurer un mécanisme permanent de soutien aux pays en difficulté piétinent. Pendant ce temps, les taux sur les obligations du gouvernement portugais poursuivent leur ascension et, à l'instar de la Grèce et de l'Irlande, le Portugal pourrait sous peu recourir à l'aide d'urgence du Fonds européen de stabilité financière. Il est également possible qu'un ou plusieurs pays en difficulté soient contraints de restructurer leur dette. Le cas échéant, le système bancaire européen, déjà affaibli et sous-capitalisé, subirait davantage de pertes. L'assèchement du crédit qui en résulterait limiterait considérablement la croissance économique européenne. D'autre part, s'il fallait que l'impact de la hausse des prix énergétiques sur l'inflation incite la Banque centrale européenne à resserrer très agressivement sa politique monétaire (en dépit d'une faible croissance), l'euro subirait alors des pressions haussières nuisibles aux exportations des pays en difficulté.

L'Asie émergente n'est quant à elle toujours pas à l'abri d'un ralentissement qui pourrait être provoqué par des resserrements monétaires musclés en vue de contenir un niveau d'in-

flation inquiétant. Déjà, en Chine, deux hausses du taux obligataire de réserve bancaire ont été annoncées depuis le début de l'année, tandis que trois hausses du taux directeur ont été effectuées depuis octobre. Ces actions n'ont pas mis un frein à l'inflation et elles ont eu des résultats mitigés sur la spéculation immobilière. La tâche demeure donc délicate pour les autorités chinoises. D'une part, l'inflation inquiète et les possibilités de recrudescence des tensions sociales obligent les autorités chinoises à intervenir. D'autre part, si l'on se montrait trop agressif, le ralentissement en douceur espéré sur le marché de l'immobilier pourrait se transformer en chute libre qui se répandrait dans le reste de l'économie.

LE BRAS DE FER POLITIQUE POURRAIT PERDURER AUX ÉTATS-UNIS

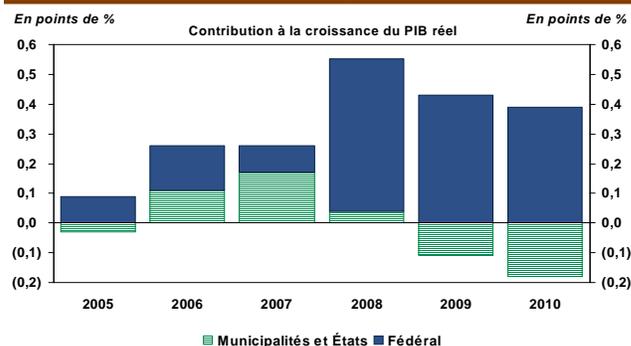
La dette fédérale américaine est rapidement devenue l'enjeu numéro un de la classe politique aux États-Unis, si bien que l'incapacité des démocrates et des républicains à s'entendre sur les limites de dépenses du budget de 2011 pourrait contraindre le gouvernement à temporairement cesser ses activités au printemps. Bien que ce genre de différend entre démocrates et républicains fasse partie du processus budgétaire régulier aux États-Unis, la situation s'est corsée à la suite de la prise du contrôle de la Chambre des représentants par les républicains en novembre dernier.

En l'absence d'entente, le gouvernement conduit ses opérations grâce à une loi provisoire permettant au Congrès de continuer à financer pour quelques semaines les entités gouvernementales, et ce, en ce qui concerne les dépenses approuvées en 2010. Au rythme où évoluent les discussions, le gouvernement risque de continuer à opérer d'une loi provisoire à une autre, et il existe une certaine probabilité qu'il soit contraint de cesser ses activités si une loi provisoire parvenait à échéance sans que la Chambre et le Sénat ne se soient entendus sur une nouvelle mesure temporaire. Ce risque demeure néanmoins faible pour l'instant. La dernière fois qu'une fermeture a été provoquée fut en 1995 et l'expérience aura été fatale aux républicains lors de l'élection présidentielle de 1996. Malgré leur fermeté de ton, les républicains ne semblent pas vouloir se risquer à un scénario similaire à l'heure actuelle.

Par ailleurs, dans un scénario peu probable où les républicains arriveraient à faire plier les démocrates, on assisterait alors à d'importantes réductions de dépenses (les républicains réclament pour 61 G\$ US de compressions) dans une conjoncture où l'économie peine toujours à voler de ses propres ailes. S'il fait peu de doute que d'importantes compressions budgétaires seront indispensables à moyen terme, l'économie américaine n'est néanmoins pas encore assez robuste pour que des ajustements de cette envergure soient sans incidence sur la reprise. Ceci est d'autant plus vrai que les

États et municipalités, également confrontés à une grave crise budgétaire, sabrent déjà dans leurs dépenses (graphique 3). Si le gouvernement fédéral leur emboîtait le pas trop rapidement, les conséquences pourraient donc être graves.

Graphique 3 – Les compressions importantes par les municipalités et les États américains sont déjà un frein à la croissance



Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

LA VIGILANCE RESTE DE MISE AU CANADA

La croissance intérieure canadienne va bon train quoique des ralentissements soient attendus du côté de l'investissement résidentiel et des dépenses gouvernementales. Toutefois, il s'agit de modérations cycliques après les fortes contributions de ces secteurs observées durant la reprise. Le risque serait de voir ces ralentissements s'exacerber et se propager à d'autres secteurs en raison de hausses de taux trop rapides, ou encore d'un resserrement soudain des conditions de crédit. Ces scénarios paraissent cependant peu probables dans la conjoncture actuelle, la Banque du Canada disposant d'amplement de marge de manœuvre pour resserrer sa politique monétaire, tandis que le système financier canadien demeure en bonne santé.

Une fois de plus, les menaces les plus sérieuses proviennent de l'étranger. La montée des cours des matières premières a des effets positifs à court terme sur la profitabilité des entreprises exportatrices de ressources, mais elle comporte aussi des effets néfastes sur les producteurs et les exportateurs de biens transformés et de services, déjà aux prises avec une devise forte et des gains de productivité anémiques.

L'appréciation continue du huard pourrait encore hanter le secteur manufacturier, même si la reprise de l'économie américaine se poursuivait. Avant la dernière récession, la dichotomie entre les secteurs industriels des ressources et les autres secteurs était une des causes de l'écart de croissance qui s'élargissait entre les provinces de l'Ouest, riches en matières premières, et les provinces centrales représentant le cœur de l'activité manufacturière. Cette problématique pourrait très bien ressurgir si les prix des matières premières continuaient à augmenter.

PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES

PRÉVISIONS

Outre-mer	11
<i>L'inflation et l'endettement nuisent à la conjoncture</i>	
États-Unis	13
<i>Les entreprises sont confiantes, mais elles embauchent peu</i>	
Canada	15
<i>Le commerce extérieur reprend de la vigueur</i>	
Provinces	17
<i>Les régions ressources seront privilégiées</i>	

PRINCIPAUX TABLEAUX

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

OUTRE-MER

L'inflation et l'endettement nuisent à la conjoncture

La croissance économique mondiale se poursuit malgré certains revers comme ceux connus à la fin de 2010 par le Japon et le Royaume-Uni. Si les gains des PIB réels demeurent plutôt timides dans les pays avancés, la progression reste très vive dans les économies émergentes. Toutefois, la hausse récente des prix des matières premières devrait avoir un effet négatif plus important dans les pays émergents, assez pour empêcher une véritable accélération du PIB mondial en 2011.

La croissance économique mondiale s'est bien poursuivie en 2010 surtout grâce à la contribution provenant des pays émergents, qui ont vu leur PIB réel progresser de 6,5 % en 2010. Du côté des pays du G7, la reprise continue, mais seulement le Canada et les États-Unis sont jusqu'à maintenant parvenus à dépasser le niveau de leur PIB réel d'avant la récession. Néanmoins, pour l'ensemble des économies avancées, 2010 marque le véritable retour de la croissance avec un gain de 2,5 % du PIB réel après une contraction de 3,6 % en 2009.

LA CROISSANCE NOURRIT LA HAUSSE DES PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES

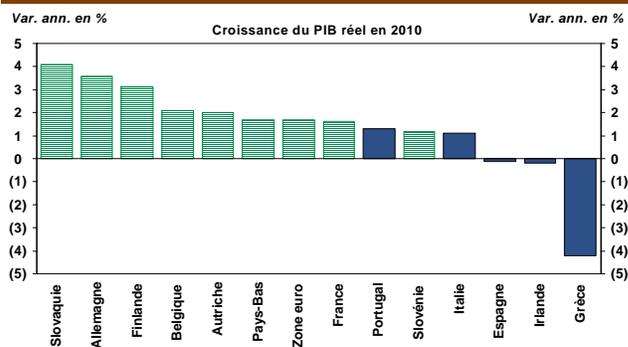
La reprise mondiale et surtout la demande accrue provenant des pays émergents ont provoqué une hausse des prix des matières premières. Celle-ci n'est cependant pas sans conséquences pour l'économie mondiale, en particulier si l'on considère la force et la rapidité qui caractérisent l'augmentation des cours de l'énergie et des denrées. Ces hausses de prix devraient même empêcher une nouvelle accélération de la croissance en 2011, car les pays émergents, le moteur actuel de l'économie mondiale, sont les plus touchés. C'est que les aliments et l'énergie constituent dans ces pays une part importante du panier de consommation. Par exemple, ils représentent seulement 22,8 % du panier servant à calculer l'inflation aux États-Unis et 25,7 % en zone euro, mais 39,9 % en Chine et 52,6 % en Inde. L'ampleur de l'augmentation des prix ne peut donc que faire mal à la demande intérieure de ces pays, en plus de compliquer la situation de l'inflation et la prise de décision des différentes autorités monétaires. Bien qu'inquiétant, l'effet du coût plus élevé des aliments et de l'énergie sera moins notable dans les pays avancés. En effet, la tendance des autres prix, soit l'inflation de base, demeure généralement faible et elle ne montre pas l'accélération observée dans plusieurs pays émergents.

L'EUROPE N'EST PAS AU BOUT DE SES PEINES

Les problèmes des finances publiques continuent de hanter certains pays, notamment en zone euro. On remarque déjà que les pays de la zone euro qui ont connu les plus faibles croissances (ou les pires décroissances) de leur PIB réel

en 2010 sont ceux touchés par la crise des dettes souveraines, soit l'Espagne, l'Italie, le Portugal, l'Irlande et la Grèce (graphique 4). Pourtant, les mesures d'austérité n'ont pas encore fait leur plein effet. La situation devrait donc s'aggraver en 2011 : pour les cinq pays déjà mentionnés, la croissance sera soit négative ou très faible au cours de la présente année.

Graphique 4 – Les économies de la zone euro les plus affectées par l'endettement ont eu de la difficulté à croître en 2010



Sources : Eurostat et Desjardins, Études économiques

La situation difficile de ces pays rend l'économie de la zone euro encore plus dépendante de ses principaux membres, dont l'Allemagne. Locomotive de l'Europe en 2010 grâce à son secteur manufacturier et à ses exportations, l'économie allemande gardera ce rôle vital en 2011 et en 2012 bien que l'on s'attende, là aussi, à un certain ralentissement. En fait, il serait étonnant que les Allemands répètent leur performance du printemps de 2010 alors que le PIB réel avait crû de 9,2 % à rythme annualisé. Pour l'ensemble de la zone euro, une croissance de 1,5 % du PIB réel est prévue pour 2011 et de 1,7 % pour 2012.

Au Royaume-Uni, la reprise a subi un contretemps à l'automne 2010, particulièrement en toute fin d'année alors que des conditions météorologiques difficiles ont contribué à faire chavirer la croissance du PIB réel en une baisse de 2,3 %. Ce coup amène évidemment un acquis de croissance très faible pour 2011. Certains signes sont depuis positifs :

les indices auprès des directeurs d'achat remontent et la production industrielle ainsi que les ventes au détail ont bien performé. Toutefois, certaines inquiétudes persistent alors que les mesures d'austérité imposées par le gouvernement restent à faire pleinement effet et que la confiance des consommateurs britanniques est en net recul. Une croissance de 1,8 % reste prévue pour 2011, mais avec un biais à la baisse, notamment si la hausse de la livre s'accroît et qu'elle neutralise les gains récents du secteur manufacturier.

CHINE : LA CROISSANCE DU CRÉDIT COMMENCE À RALENTIR

En Chine, les plus récents développements montrent que la croissance des prix demeure vive, gonflée surtout par le coût des aliments. Cette situation inquiète les autorités monétaires, qui multiplient les politiques de restriction du crédit. On remarque d'ailleurs que la variation annuelle du crédit bancaire est en ralentissement, passant de près de 35 % à la fin de 2009 à environ 17 % en janvier 2011. Les tensions semblent également moins vives du côté des prix des maisons bien que certains marchés urbains demeurent frénétiques. La force de la demande intérieure chinoise fait que les importations continuent de progresser vivement alors que les exportations n'évoluent pas aussi rapidement, avec comme conséquence une diminution du surplus commercial. Bien que cette économie ait à négocier avec la force des prix des matières premières, notamment du côté des aliments et de l'énergie, elle devrait croître encore rapidement en 2011 avec une hausse prévue du PIB réel de 9,1 % et de 8,9 % en 2012.

Japon : lendemains de catastrophe

À l'image de l'ampleur du désastre humain et matériel qui a frappé le Japon, les conséquences économiques du tremblement de terre et du tsunami du 11 mars seront très importantes. Elles demeurent toutefois difficiles à évaluer et, au moment d'écrire ces lignes, de nombreuses incertitudes persistent, notamment du côté du fonctionnement de certaines centrales nucléaires. La catastrophe a évidemment amené une destruction importante d'actifs et de richesses pour les ménages et les entreprises, en plus de dévaster de nombreuses infrastructures. La production de biens et de services a été grandement perturbée, ce qui occasionnera des baisses du PIB réel au premier et au second trimestre. Comme un recul du PIB réel s'était déjà manifesté à la fin de 2010, le retour en récession de l'économie nipponne est imminent. Un rebond devrait cependant se manifester assez rapidement grâce aux efforts de reconstruction, à l'instar ce qui a eu lieu à la suite du tremblement de terre de Kôbe en janvier 1995. Les prévisions pour l'économie du Japon ont été revues à la baisse, et la croissance du PIB réel de 2011 devrait passer sous 1 % plutôt que le 1,5 % prévu en février, mais cette estimation est évidemment parsemée de risques. Les effets de long terme, notamment sur les finances publiques, risquent de hanter longuement l'Empire du Soleil levant.

Tableau 3
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
Europe								
Royaume-Uni	(4,9)	1,3	1,8	2,2	(0,6)	4,7	4,1	2,0
Zone euro	(4,0)	1,7	1,5	1,7	0,3	1,6	2,2	1,8
Allemagne	(4,7)	3,6	2,4	1,9	0,3	1,1	2,1	1,8
France	(2,5)	1,5	1,5	1,8	0,1	1,5	1,9	1,7
Italie	(5,2)	1,2	0,9	1,1	0,8	1,5	2,2	1,9
Espagne	(3,7)	(0,1)	0,5	1,2	(0,4)	1,9	2,4	1,6
Russie	(7,9)	3,9	4,2	4,3	11,7	6,9	8,7	7,5
Asie et Pacifique								
Australie	1,3	2,7	2,8	3,7	1,8	2,9	3,3	2,9
Japon	(6,3)	3,9	0,9	2,3	(1,4)	(0,7)	0,1	0,0
Chine	9,2	10,3	9,1	8,9	(0,7)	3,3	4,8	3,6
Inde	6,8	8,4	8,1	8,4	10,9	12,0	7,6	6,6
Corée du Sud	0,2	6,1	4,3	4,6	2,8	2,9	4,0	3,2
Amérique latine								
Argentine	0,9	8,9	5,5	4,0	6,3	10,6	11,6	13,9
Brésil	(0,7)	7,5	4,2	4,6	4,9	5,0	5,8	4,7
Mexique	(6,1)	5,5	4,1	4,0	5,3	4,2	4,1	3,7

p : prévisions

Sources : Consensus Forecasts et Desjardins, Études économiques

ÉTATS-UNIS

Les entreprises sont confiantes, mais elles embauchent peu

L'économie américaine continue de croître à un rythme relativement modéré. Le PIB réel de la fin de 2010 dépassait son niveau d'avant la récession avec l'aide des différentes mesures gouvernementales, notamment du côté du soutien au revenu. Les consommateurs se sont montrés plus confiants jusqu'en février, mais ce sont surtout les entreprises qui voient leur situation s'améliorer. Malgré cela, la création d'emplois demeure décevante, et la hausse des prix du pétrole assombrit les perspectives.

La phase de reprise de l'économie américaine aura duré six trimestres selon le PIB réel qui a légèrement dépassé, au quatrième trimestre de 2010, son sommet précédent de la fin de 2007. D'où est donc venue la reprise? En premier lieu, on remarque que les investissements des entreprises et les investissements résidentiels demeurent sous leur niveau d'avant la récession. Les sources du gain sont plutôt du côté des exportations nettes, des dépenses gouvernementales fédérales et de la consommation réelle. Étant donné les problèmes subis par les ménages (endettement, baisse de la richesse, hausse du chômage et faible confiance), ce résultat est étonnant. Il faut surtout y voir les effets des mesures gouvernementales de soutien qui ont appuyé le revenu disponible par des baisses d'impôts et par le gonflement des transferts, incluant l'assurance-chômage, alors que le revenu personnel excluant les transferts demeure très faible.

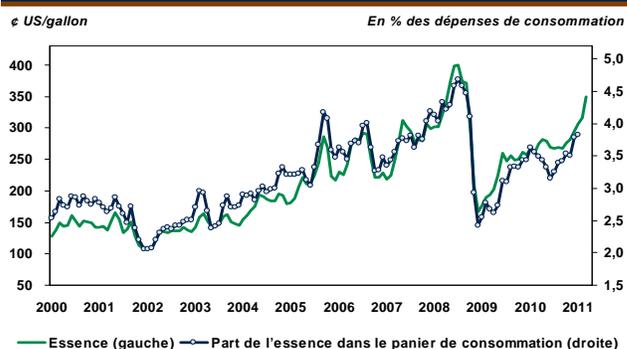
LE VÉRITABLE RETOUR DU CONSOMMATEUR?

La consommation réelle a enregistré au dernier trimestre de 2010 sa plus forte croissance depuis l'hiver 2006. Une grande part de ce gain provient d'un rebond important des ventes d'automobiles, un secteur durement affecté par la récession. Même s'ils sont bien en deçà de leur moyenne historique, les indices de confiance suggéraient, jusqu'en février, d'autres bonnes croissances de la consommation.

Si la consommation réelle se porte mieux, elle a tout de même déçu en tout début de 2011 alors que, pour la première fois en un an, un recul mensuel a été enregistré. Cette baisse devrait toutefois être éphémère puisqu'elle a sans doute été provoquée par des conditions météorologiques difficiles. Elle est néanmoins étonnante, car elle est survenue au moment même où le revenu des ménages était gonflé par les baisses d'impôts amenées par l'entente de décembre entre la Maison-Blanche et les leaders républicains du Congrès. Il faut dire que malgré le regain de confiance, les ménages font encore face à une conjoncture difficile, notamment du côté de l'emploi et du secteur de l'habitation. Finalement, la confiance des consommateurs et la croissance de la consommation seront sans doute freinées par la hausse rapide des prix de l'essence au cours des dernières semaines. La

moyenne nationale des prix de l'essence a dépassé 3,50 \$ US le gallon au début de mars, une hausse de près de 50 ¢ depuis la fin de 2010. Une telle ponction dans le budget des ménages aura inévitablement des conséquences néfastes sur les autres types de dépenses discrétionnaires (graphique 5). Ainsi, malgré certains signes positifs, l'augmentation des prix de l'essence empêche de réviser à la hausse nos scénarios de croissance des dépenses de consommation pour 2011.

Graphique 5 – La variation des prix de l'essence a une incidence directe sur la consommation des Américains



Sources : Bureau of Economic Analysis, Datastream et Desjardins, Études économiques

BONS SIGNES POUR L'INVESTISSEMENT

Malgré sept trimestres consécutifs de croissance, l'investissement des entreprises en équipements et logiciels demeure très faible, soit 3,1 % sous le sommet de l'hiver 2008. La reprise n'est donc pas terminée de ce côté. Pourtant, un certain essoufflement de la progression de l'investissement a été remarqué au cours de la deuxième moitié de 2010. Après un gain annualisé de près de 25 % au printemps, la croissance n'a été que de 5,5 % à l'automne. Les nouvelles commandes de biens d'investissement connaissent également certaines difficultés depuis la fin de 2010. Du côté du secteur résidentiel, les creux semblent atteints, mais l'investissement restera anémique.

Cette situation contraste avec une nette amélioration des conditions des entreprises telle que suggérée par les indices ISM manufacturier et non manufacturier. Le premier de ces

indices se situait, en février, à un sommet de plus de 27 ans, tandis que l'indice non manufacturier a atteint son plus haut niveau depuis l'été 2005. Ainsi, les signes paraissent nettement plus positifs pour les prochains mois, bien que la hausse des cours du pétrole puisse limiter les gains. Il faut signaler que les indices ISM reflètent surtout la situation des grandes entreprises pour lesquelles la conjoncture est actuellement plus favorable, avec notamment davantage d'accès au crédit. Ces dernières profitent également d'une ouverture plus grande vers les marchés extérieurs, une des présentes sources de croissance. En ce sens, la faiblesse du dollar américain continuera de favoriser les exportations nettes. Les indices reflétant la confiance des petites entreprises montrent une progression plus modeste.

Si les entreprises se montrent confiantes, cela ne transparait toujours pas dans l'évolution du marché du travail. Excluant les aléas provoqués par les nombreuses tempêtes de neige de l'hiver, les gains d'emplois mensuels demeurent timides. Au rythme actuel des embauches, il faudra attendre près de cinq ans pour combler les 7 481 000 postes qui restent à gagner pour rejoindre le niveau d'emplois d'avant la récession. Une création d'emplois plus vive est prévue pour le reste de 2011 et en 2012, mais l'incertitude causée par la remontée des prix des intrants et l'accent mis sur de nou-

veaux gains de productivité feront que la reprise du marché du travail restera relativement lente.

CONTRIBUTION GOUVERNEMENTALE MOINS FORTE

Si les mesures et les programmes du gouvernement fédéral ont contribué à la reprise de l'économie, la croissance se fera moins tributaire du secteur public. Le plan de relance de 2009 est déjà dans sa phase de retrait et son apport sera deux fois moins élevé à la croissance du PIB réel de 2011 qu'à la croissance de 2010. C'est évidemment sans compter la possibilité de coupes budgétaires plus sévères imposées par les membres républicains du Congrès. Bien que le revenu personnel ait connu un bond en janvier grâce à l'entente fiscale de décembre, l'effet sur la consommation pour l'ensemble de l'année devrait s'avérer faible. Finalement, les États et localités devront continuer à répondre à leurs problèmes budgétaires par de nouvelles réductions de dépenses.

Ces facteurs, conjugués à la hausse des prix de l'essence, expliquent pourquoi la croissance du PIB réel ne montrera pas d'accélération à court terme malgré certaines améliorations du côté du secteur privé. On s'attend donc à une hausse de 2,8 % du PIB réel en 2011, une progression similaire à celle de 2010, qui sera suivie d'un gain de 3,0 % en 2012.

Tableau 4
États-Unis : principaux indicateurs économiques

	2010		2011				Moyennes annuelles			
	T3	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	2009	2010	2011p	2012p
Variation trimestrielle annualisée en % (sauf si indiqué)										
Produit intérieur brut réel*	2,6	2,8	3,1	2,9	3,0	2,9	(2,6)	2,8	2,8	3,0
Dépenses personnelles	2,4	4,1	2,4	2,1	3,0	2,6	(1,2)	1,8	2,7	2,8
Construction résidentielle	(27,3)	2,7	4,1	9,6	13,9	9,3	(22,9)	(3,0)	2,9	8,6
Investissement des entreprises	10,0	5,3	8,6	11,6	9,5	10,9	(17,1)	5,6	9,5	8,7
Variation des stocks (G\$)	121,4	7,1	35,0	35,0	30,0	30,0	(113,1)	60,4	32,5	21,3
Dépenses publiques	3,9	(1,5)	0,6	(0,1)	(0,8)	(0,9)	1,6	1,0	0,4	0,6
Exportations	6,7	9,6	15,0	7,0	8,0	9,0	(9,5)	11,8	9,8	8,0
Importations	16,8	(12,4)	15,0	5,0	6,0	7,0	(13,8)	12,7	7,0	6,1
Demande intérieure finale	2,6	3,1	2,7	2,8	3,1	2,8	(3,1)	1,8	2,9	3,1
Autres indicateurs										
Revenu personnel disponible réel	1,0	1,4	3,2	2,4	1,6	3,0	0,6	1,4	2,4	2,6
Emploi (selon entreprises)	(0,2)	0,8	1,2	1,4	1,4	1,5	(4,4)	(0,7)	1,1	1,8
Taux de chômage (%)	9,6	9,6	9,0	9,3	9,2	9,0	9,3	9,6	9,1	8,4
Mises en chantier (1)	588	534	577	603	617	632	555	585	607	667
Profits des entreprises*** (2)	26,4	18,5	9,0	8,0	6,0	8,0	(0,4)	29,2	7,7	7,5
Taux d'épargne personnelle (%)	6,0	5,4	5,7	5,6	5,3	5,4	5,9	5,8	5,5	5,4
Taux d'inflation global (2)	1,2	1,2	2,0	2,1	2,4	2,8	(0,3)	1,6	2,3	2,2
Taux d'inflation de base** (2)	0,9	0,6	1,0	0,9	1,0	1,3	1,7	1,0	1,1	1,4
Solde budgétaire fédéral (G\$) (3)	(1 343)	(1 300)	(1 400)	(1 300)	(1 300)	(1 250)	(1 252)	(1 324)	(1 313)	(1 075)
Solde du compte courant (G\$)	(508,9)	(422,0)	(437,2)	(434,3)	(432,6)	(432,2)	(378,4)	(465,1)	(434,1)	(430,0)

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 commerce extérieur reprend de la vigueur

Les perspectives concernant l'évolution future de l'économie canadienne se sont quelque peu améliorées. Non seulement la demande intérieure continuera de profiter de la hausse de la consommation et des investissements des entreprises, mais tout indique que les exportations canadiennes seront de plus en plus favorisées par l'accélération de la demande mondiale. Cela dit, il faut néanmoins s'attendre à ce que la tendance baissière de la construction résidentielle et le retrait des plans de relance des gouvernements freinent la croissance.

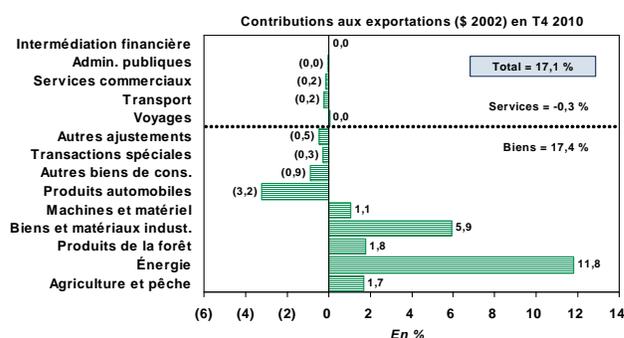
DES RÉSULTATS ENCOURAGEANTS

L'année 2010 s'est terminée sur une note positive pour l'économie canadienne. Non seulement le PIB réel a augmenté de 3,3 % (à rythme annualisé) au quatrième trimestre, ce qui constitue une progression nettement supérieure à celle du potentiel (1,6 %), mais le résultat du troisième trimestre a été révisé à la hausse, soit de 1,0 % à 1,8 %. En outre, la demande intérieure a progressé de 4,7 % au quatrième trimestre de 2010 grâce à une hausse des dépenses de consommation, de l'investissement non résidentiel et des dépenses gouvernementales. Les exportations de biens et de services ont aussi bondi de 17,1 %, tandis que les importations n'ont augmenté que de 0,5 %. Le solde du commerce extérieur s'est donc amélioré de 17,1 G\$ de 2002, de sorte que sa contribution à la croissance économique a été la plus élevée depuis la fin de 2001. La progression du PIB réel a cependant été freinée par une importante diminution des stocks des entreprises durant le trimestre.

LES EXPORTATIONS PROFITENT DE LA REPRISE MONDIALE

L'un des facteurs déterminants dans l'évolution récente de l'économie canadienne est sans contredit l'incroyable rebond des exportations observé au quatrième trimestre de 2010. Si certains secteurs ont encore subi une baisse de leurs exportations, en particulier les produits de l'automobile, il est rassurant de constater que plusieurs industries ont bénéficié d'une hausse significative durant le trimestre. C'est notamment le cas des machines et du matériel, des biens et matériaux industriels, des produits de la forêt ainsi que de l'agriculture et de la pêche. Visiblement, les entreprises canadiennes profitent de plus en plus de la reprise économique mondiale et, par conséquent, de l'accélération de la demande. Il s'agit d'un constat encourageant pour l'évolution future du commerce extérieur canadien. Par contre, près de 70 % de la hausse des exportations survenue au quatrième trimestre proviennent du secteur de l'énergie (graphique 6). Une certaine proportion de l'augmentation des exportations de produits énergétiques peut évidemment être attribuée à un accroissement de la demande mondiale. Des indices laissent

Graphique 6 – Le secteur de l'énergie a gonflé les exportations canadiennes au quatrième trimestre de 2010



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

toutefois croire que des considérations ponctuelles auraient aussi contribué à gonfler temporairement les exportations de pétrole brut l'automne dernier. Un retour à la normale semble cependant s'opérer depuis peu. Dans ce contexte, la hausse des exportations canadiennes devrait être un peu moins rapide au cours des prochains mois.

Du côté de la demande intérieure, les perspectives pour les trimestres à venir ont peu changé. Les dépenses de consommation continuent d'être favorisées par une croissance rapide de la rémunération, une création d'emplois soutenue, une confiance des ménages relativement élevée et des taux d'intérêt très bas d'un point de vue historique. Cela dit, les récents avertissements de la Banque du Canada et du gouvernement fédéral semblent porter leurs fruits, et tout indique que les ménages sont de plus en plus concernés par la situation de leur endettement, comme en témoigne le récent ralentissement de la croissance annuelle du crédit à la consommation. Ainsi, il est prévu que la progression des dépenses sera plus similaire à celle des revenus.

Quoiqu'elles soient encore positives, les perspectives concernant la croissance des investissements non résidentiels sont un peu moins favorables pour 2011. Selon une récente enquête de Statistique Canada, les investissements non rési-

dentiels des entreprises privées pourraient croître de 3,8 % cette année, ce qui constitue un rythme de progression moins rapide que celui de 2010. Par exemple, après avoir rebondi de façon significative en 2010, les investissements dans le secteur des ressources naturelles pourraient augmenter moins fortement cette année.

Tout n'est cependant pas au beau fixe pour l'économie canadienne. En outre, il est prévu que les dépenses gouvernementales et la construction résidentielle perdront du terrain au cours des prochains trimestres. D'une part, la lutte aux déficits budgétaires et la fin des plans de relance des gouvernements entraîneront inévitablement une réduction des dépenses publiques. L'impact négatif pourrait toutefois être plus graduel que prévu initialement. En effet, le gouvernement fédéral a annoncé un prolongement de quelques mois pour les projets qui ont accumulé un retard et qui ne pouvaient pas être terminés à temps pour la date butoir du 31 mars. D'autre part, la tendance à la baisse des mises en chantier laisse croire que la diminution de la construction résidentielle se poursuivra dans les trimestres à venir. Par contre, il est étonnant que ce ralentissement de l'activité ne soit pas encore observé au sein du marché des maisons existantes. Le ratio des ventes sur les nouvelles inscriptions

est récemment remonté dans une zone favorable aux vendeurs, si bien que le prix moyen des maisons existantes a gagné 11,2 % au cours des sept derniers mois. Avec ce qui s'est passé dans d'autres régions du monde, il va sans dire que la situation du marché immobilier canadien devra être surveillée de près au cours des prochains mois. Reste à savoir quel sera l'impact des nouvelles mesures fédérales sur le crédit hypothécaire, soit la réduction le 18 mars de la période d'amortissement et du montant maximal pouvant être emprunté lors d'un refinancement ainsi que la cessation le 18 avril prochain des garanties d'assurance dans le cas des lignes de crédit sur l'habitation.

UNE PRÉVISION RÉVISÉE LÉGÈREMENT À LA HAUSSE

Même si certaines incertitudes subsistent, les perspectives concernant l'économie canadienne sont somme toute plus optimistes. En outre, la hausse de 0,5 % du PIB réel par industrie en décembre dernier confère un important acquis de croissance pour le premier trimestre de 2011. Compte tenu des bons résultats de la fin de 2010, notre prévision de croissance pour l'ensemble de l'année 2011 a donc été rehaussée, soit de 2,5 % à 2,8 %. Une hausse du PIB réel de 2,7 % est toujours prévue pour 2012.

Tableau 5
Canada : principaux indicateurs économiques

Variation trimestrielle annualisée en % (sauf si indiqué)	2010		2011				Moyennes annuelles			
	T3	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	2009	2010	2011p	2012p
Produit intérieur brut réel*	1,8	3,3	3,6	2,5	2,7	2,9	(2,5)	3,1	2,8	2,7
Dépenses personnelles	2,7	4,9	3,0	2,9	2,6	2,3	0,4	3,4	3,1	2,6
Construction résidentielle	(3,9)	(0,6)	(7,8)	(2,9)	2,1	2,7	(8,2)	10,4	(2,7)	2,6
Investissement des entreprises	18,6	10,4	12,5	10,0	8,5	8,0	(19,9)	5,2	11,7	7,5
Variation des stocks (G\$)	18,7	(5,3)	(2,3)	(2,0)	(0,5)	1,0	(2,9)	8,8	(0,9)	2,3
Dépenses publiques	2,2	3,5	1,2	(0,5)	(1,4)	0,4	5,1	5,0	1,2	1,1
Exportations	(1,7)	17,1	7,0	5,3	4,5	4,5	(14,2)	6,4	6,9	4,5
Importations	7,8	0,5	7,0	5,3	4,0	4,0	(13,9)	13,4	5,7	4,8
Demande intérieure finale	3,7	4,7	2,9	2,5	2,2	2,4	(1,8)	4,4	3,2	2,7
Autres indicateurs										
Revenu personnel disponible réel	(7,4)	5,0	3,0	3,5	3,0	2,5	1,2	3,3	2,8	2,2
Rémunération hebdomadaire	5,6	3,5	4,0	3,5	3,0	2,5	1,6	3,6	3,8	2,9
Emploi	1,4	0,4	2,6	2,6	1,8	2,0	(1,6)	1,4	2,0	2,0
Taux de chômage (%)	8,0	7,7	7,8	7,4	7,4	7,3	8,3	8,0	7,4	7,1
Mises en chantier (1)	191,5	178,7	168,1	167,1	173,6	179,3	149,1	189,9	172,0	185,4
Profits des entreprises*** (2)	15,3	16,2	15,0	20,0	22,0	14,0	(32,3)	18,4	17,7	7,9
Taux d'épargne personnelle (%)	3,9	4,0	3,9	3,9	3,9	3,7	4,0	4,4	3,9	2,9
Taux d'inflation global (2)	1,8	2,3	2,5	2,5	2,0	1,6	0,3	1,8	2,1	1,9
Taux d'inflation de base** (2)	1,6	1,6	1,4	1,4	1,8	1,8	1,7	1,8	1,6	1,9
Solde budgétaire fédéral (G\$) (3)	(55,2)	(34,8)	(45,0)	(35,0)	(30,0)	(25,0)	(39,9)	(41,0)	(33,8)	(19,5)
Solde du compte courant (G\$)	(67,9)	(44,2)	(45,0)	(50,0)	(55,0)	(50,0)	(43,5)	(50,0)	(50,0)	(41,3)

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

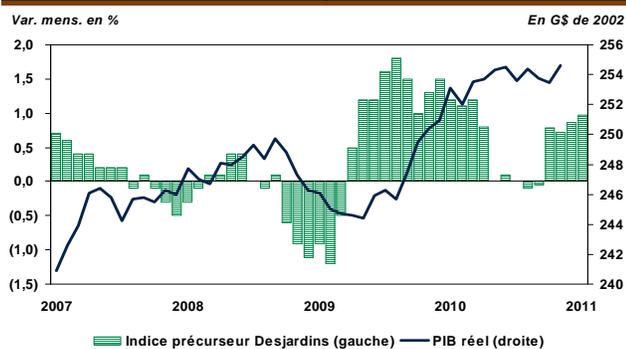
Les régions ressources seront privilégiées

Au Québec, les statistiques publiées récemment sont encourageantes et elles confirment que la croissance économique sera au rendez-vous. L'emploi poursuivra sa remontée, favorisant la consommation. Les entreprises profiteront de la force du huard pour investir et s'attaquer à leurs problèmes de productivité. Les gouvernements se feront toutefois moins présents, et le marché de l'habitation prendra un peu de répit après une année très active en 2010. En Ontario, même si certains problèmes subsistent, le commerce extérieur se remet graduellement des effets néfastes de la récession. La demande intérieure demeurera relativement vigoureuse grâce à une croissance des dépenses de consommation et à une hausse de l'investissement non résidentiel. Tout comme en Colombie-Britannique, la situation du marché immobilier ontarien est à surveiller alors que l'ascension récente des prix fait craindre une surchauffe dans certains segments de marché. Dans les Prairies ainsi qu'à Terre-Neuve-et-Labrador, la remontée des prix des matières premières entraîne un regain d'optimisme. Les perspectives sont toutefois moins élevées pour les autres provinces de l'Atlantique.

QUÉBEC : LA PAUSE EST TERMINÉE

Après avoir enregistré deux baisses consécutives de son PIB réel, en septembre et en octobre, l'économie du Québec s'est remise sur les rails. Le rebond de 0,5 % de novembre a réussi à effacer l'effet négatif des deux mois précédents et il permettra au dernier trimestre de 2010 d'enregistrer une variation positive. De plus, l'Indice précurseur Desjardins est en hausse depuis quatre mois, la dernière augmentation étant de 1,0 % en janvier (graphique 7). Cela confirme les espoirs de voir une croissance économique plutôt soutenue d'ici l'été. Par conséquent, la piètre performance de l'économie du Québec au début de l'automne 2010 ne serait plus qu'un mauvais souvenir.

Graphique 7 – L'Indice précurseur Desjardins annonce une croissance économique soutenue au Québec



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

En 2010, les dépenses de consommation ont grandement bénéficié de l'effervescence du marché du travail. Il s'est créé en moyenne 67 000 emplois l'an dernier au Québec, alors que 60 000 autres devraient s'ajouter en 2011. L'évolution du marché du travail va dans le même sens que nos prévisions de croissance du PIB réel qui s'établissent à 2,9 %

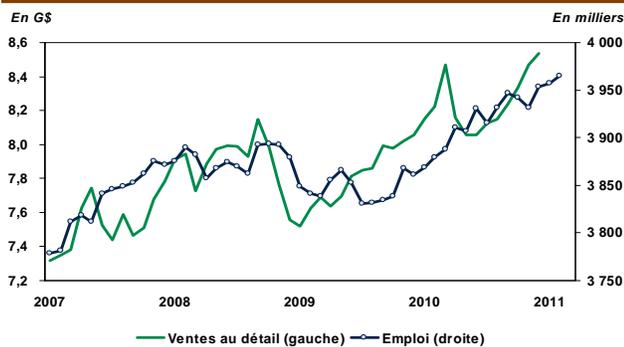
pour 2010 et à 2,2 % en 2011. La baisse de régime de l'économie viendra essentiellement de trois facteurs. D'abord, un ralentissement du marché immobilier résidentiel est attendu puisque celui-ci doit reprendre son souffle après une année d'activité très intense. Ensuite, la contribution moindre des gouvernements pèsera sur la croissance. Enfin, les consommateurs seront un peu plus frileux. Pour l'an prochain, l'économie québécoise devrait afficher une croissance de 2,3 %.

Avec des dépenses en construction résidentielle en baisse de 0,4 %, le secteur de l'habitation est probablement celui qui connaîtra la performance la plus décevante en 2011. Le marché de la vente a connu une année exceptionnelle en 2010, mais la situation devrait peu à peu revenir à la normale. La hausse des prix se poursuit, mais les augmentations annuelles s'atténuent. Les nouvelles règles d'accessibilité émises par le ministère des Finances du Canada pourraient contribuer à ralentir quelque peu le secteur immobilier au Québec. Parmi ces règles, celle qui réduit de 35 ans à 30 ans la période maximale d'amortissement d'un nouveau prêt hypothécaire assuré et garanti par la SCHL (Société canadienne d'hypothèques et de logement) aura probablement le plus d'impact. La hausse attendue des taux d'intérêt au cours des prochains mois diminuera aussi l'abordabilité et refroidira la demande. Ces facteurs restrictifs sur le marché de l'habitation devraient abaisser le nombre de mises en chantier de 51 400 en 2010 à 46 000 en 2011. Celles-ci continueront à diminuer graduellement par la suite pour s'arrimer davantage à la formation de ménages.

La croissance des dépenses de consommation est vouée à perdre de la force en 2011. Il faut rappeler qu'à plusieurs égards 2010 a été une année de rattrapage, et la consommation ne fait pas exception. La progression des ventes au dé-

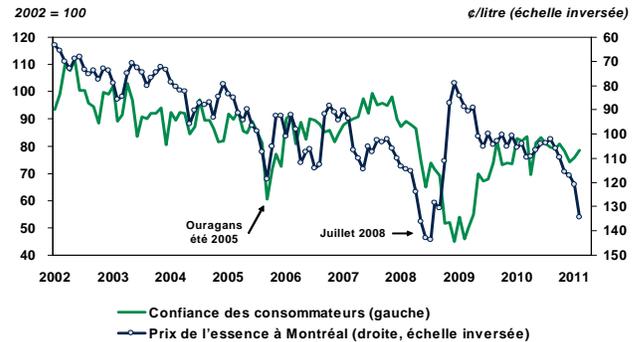
tail en a fait foi avec une croissance de 5,6 % en 2010 (graphique 8). En 2011, l'emploi poursuivra sa remontée, mais à un rythme inférieur à 2010. L'évolution des dépenses des consommateurs devrait suivre la même tendance. De plus, la population devra composer avec des hausses de tarifs et de taxes en 2011 qui puiseront plus de 2 G\$ dans ses goussets. À cela s'ajoute la hausse des prix de l'essence qui viendra aussi gruger une partie des sommes destinées à la consommation et qui risque de retarder le moment où la confiance des ménages remontera confortablement au-dessus de sa moyenne historique (graphique 9).

Graphique 8 – La hausse de l'emploi a stimulé les ventes au détail au Québec



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 9 – La remontée des prix de l'essence pourrait miner la confiance des Québécois



Sources : Conference Board du Canada, Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

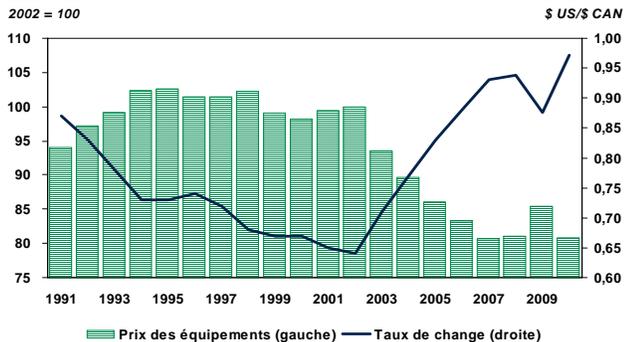
Les investissements des entreprises devraient demeurer assez soutenus en 2011 et en 2012, même si leur croissance pourrait être légèrement moindre qu'en 2010. Les profits des sociétés sont à la hausse et la confiance des entreprises mesurée par l'indice de la FCEI (Fédération canadienne de l'entreprise indépendante) est relativement élevée. La force du huard diminue les coûts des machines et du matériel étrangers, indispensables à l'amélioration de notre productivité, et encourage leur achat (graphique 10 à la page 19). Ce fait est corroboré par les derniers résultats de l'enquête de Statistique Canada sur les perspectives d'investissement qui montre que les dépenses en matériel et outillage pourraient croître de 5,9 % en 2011 dans la province.

Tableau 6 Québec : principaux indicateurs économiques

	2008	2009	2010p	2011p	2012p
Var. ann. en % (sauf si indiqué)					
Produit intérieur brut réel	1,1	(0,3)	2,9	2,2	2,3
Dépenses personnelles	3,1	0,9	3,8	3,3	2,7
Construction résidentielle	(3,5)	(2,5)	14,2	(0,4)	(1,2)
Investissement des entreprises	(1,9)	(15,4)	7,5	5,9	5,1
Variation des stocks (M\$ 2002)	306	(3 441)	2 694	2 550	1 438
Dépenses publiques	4,8	6,0	2,8	1,6	1,1
Exportations	(2,5)	(7,8)	(0,3)	1,2	3,1
Importations	0,1	(7,6)	6,9	2,5	2,1
Solde commercial (M\$ 2002)	(22 266)	(20 874)	(32 005)	(34 524)	(33 952)
Demande intérieure finale	2,6	0,6	4,2	2,8	2,3
Autres indicateurs					
Revenu personnel disponible réel	3,3	2,0	2,9	2,2	2,2
Rémunération hebdomadaire	1,7	1,1	3,0	3,3	3,6
Emploi	1,2	(0,8)	1,7	1,6	1,3
Taux de chômage (%)	7,2	8,5	8,0	7,3	6,7
Taux d'épargne personnelle (%)	3,3	4,6	3,7	3,0	2,5
Ventes au détail	4,9	(1,1)	5,6	4,6	3,8
Mises en chantier (k)	47,9	43,4	51,4	46,0	43,0
Taux d'inflation	2,1	0,6	1,2	2,5	2,5

p : prévisions

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

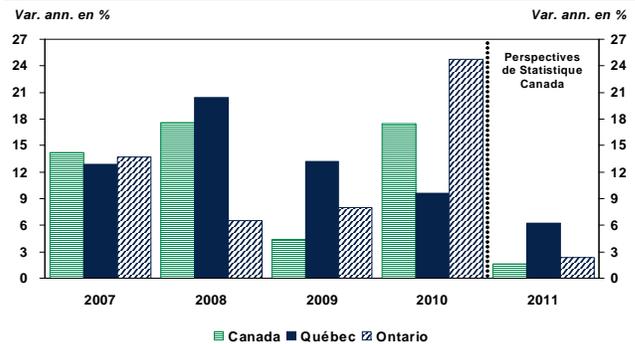
Graphique 10 – Le prix des équipements a chuté depuis le début de la décennie au Québec


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

La saignée du secteur manufacturier ces dernières années a laissé des entreprises plus aguerries, mais plus exposées à la concurrence étrangère. L'investissement en machinerie est donc un incontournable pour affronter la compétition et assurer la pérennité des entreprises d'ici. Il faut rappeler que la prospérité de moyen et de long terme au Québec passe inévitablement par une augmentation substantielle de la productivité qui permettra de contrer les effets négatifs des changements démographiques sur l'économie. C'est donc un pas dans la bonne direction. Par ailleurs, certains secteurs ont le vent en poupe. C'est le cas notamment de l'industrie minière qui a vu les prix des métaux grimper à nouveau au cours de 2010, relançant par le fait même les nombreux travaux d'exploration en cours avant la récession. Ceux de mise en valeur se multiplient, stimulant d'autant les dépenses d'investissement pour 2011 et pour les années subséquentes.

Malgré le léger ralentissement des investissements prévu au Plan québécois des infrastructures au cours de l'exercice 2011-2012, les sommes dépensées dans ce cadre resteront considérables. De plus, de nombreux projets publics viendront stimuler la construction non résidentielle, notamment ceux entrepris par Hydro-Québec comme la Romaine sur la Côte-Nord. La poursuite des travaux d'édification du centre universitaire de santé McGill et le début des travaux du CHUM (Centre hospitalier de l'Université de Montréal) s'ajoutent aux projets d'envergure en cours ou sur le point de démarrer au Québec. Dans l'ensemble, la croissance des investissements publics devrait demeurer assez bonne (graphique 11).

La force de la monnaie canadienne a aussi des effets indésirables sur l'économie du Québec, et les exportateurs en sont les premières victimes. Malgré la reprise économique enclenchée à l'échelle mondiale, les expéditions internationales de biens tardent à se redresser, et il ne sera pas facile de renverser la vapeur. Encore dernièrement, la baisse de la composante « importations » de l'indice ISM américain augu-

Graphique 11 – La croissance des investissements publics totaux ralentira un peu au Québec


Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

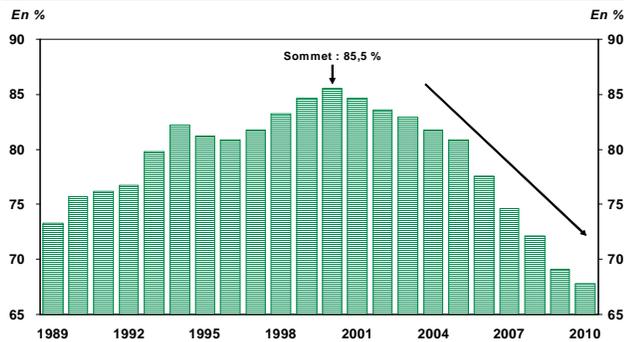
rait mal pour une relance rapide des exportations. En plus, le secteur aéronautique est au creux de son cycle parce qu'il est en décalage par rapport au reste de l'économie. Il a été l'un des derniers à être touchés par la récession; conséquemment, il est dans le peloton de queue quant à la reprise. Même si l'année 2011 s'annonce moins difficile que l'an dernier, il faudra attendre 2012 avant de vraiment sentir une vitalité renouvelée dans ce secteur.

Dans le secteur du bois, la demande demeure anémique par rapport à celle qui prévalait au milieu des années 2000. Les prix sont en lente remontée, mais ce n'est pas avant l'an prochain que les commandes s'affirmeront suffisamment pour relancer le secteur de façon décisive. Malgré des efforts pour faire la promotion du bois dans les bâtiments publics au Québec, l'industrie dans son ensemble demeure dépendante du marché immobilier américain.

Le retard accumulé sur le plan de la productivité par rapport à notre principal partenaire commercial international a frappé de plein fouet lorsque le huard a pris son envol en faisant, par exemple, exploser les coûts unitaires de main-d'œuvre en devise américaine. En 2010, la part des exportations internationales destinée aux États-Unis est tombée à 67,8 %, alors qu'elle avoisinait 85 % au début de la décennie (graphique 12 à la page 20). La dynamique de notre secteur extérieur ne repose donc plus uniquement sur notre lien commercial avec l'oncle Sam. En fait, le tiers de notre déficit commercial international est maintenant attribuable à la Chine, et il s'agit d'une tendance lourde. Les pays émergents grugent une part de plus en plus importante de nos marchés d'exportation, tout en venant affronter nos propres entreprises sur le marché local.

Le Québec connaîtra donc une croissance modérée en 2011 et en 2012. Les efforts des gouvernements pour retrouver leur équilibre budgétaire viendront tempérer l'élan habituel que connaissent généralement les économies après une grave

Graphique 12 – La part des exportations internationales du Québec destinées aux États-Unis n'est plus que de 67,8%



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

récession. Il faut aussi se rappeler que la crise économique et financière a épargné en grande partie le Québec. En 2009, la chute du PIB mondial a été de 0,9 % alors qu'aux États-Unis et au Canada les baisses respectives atteignaient 2,6 % et 2,5 %. Aux fins de comparaison, le recul n'a été que de 0,3 % au Québec. Alors que la province avait de loin dépassé les résultats de ses pairs lors de la récession, reproduire une telle performance lors de la phase d'expansion relèverait de l'exploit. Le besoin de rattrapage étant moins considérable, il sera alors plus difficile de connaître une croissance rapide, à l'image du reste du Canada et des États-Unis.

ONTARIO : LA RÉCUPÉRATION EST EN BONNE VOIE D'ÊTRE COMPLÉTÉE

Selon les résultats publiés en janvier dernier par le ministère des Finances, le PIB réel de l'Ontario a augmenté de 1,0 % (à rythme annualisé) au troisième trimestre de 2010. Compte tenu de la révision à la hausse récemment apportée au PIB réel pour l'ensemble du Canada, il est probable que la croissance économique de la province sera aussi bonifiée. De plus, on constate que la progression de la demande intérieure se poursuit à un rythme assez rapide, si bien que le terrain qu'elle a perdu durant la récession est maintenant récupéré. Par contre, il en est autrement de l'ensemble du PIB réel, qui affichait encore au troisième trimestre un manque à gagner de 2,1 % pour rejoindre son sommet de la fin de 2007 (graphique 13 à la page 21). Cette divergence s'explique par les difficultés du commerce extérieur, affecté par la récession mondiale, la restructuration de l'industrie de l'automobile ainsi que par l'appréciation du huard.

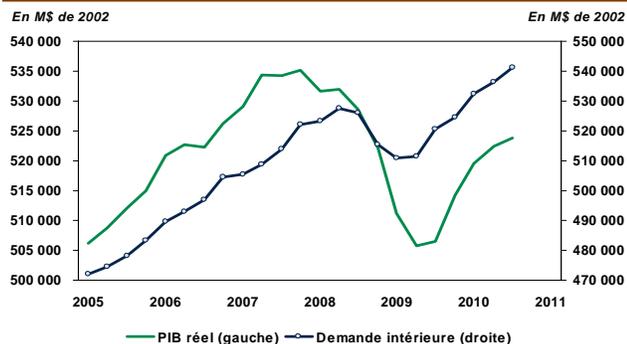
Une certaine amélioration de la situation du commerce extérieur ontarien est néanmoins observée depuis quelques trimestres. La vitalité de la demande intérieure partout au pays a permis aux exportations ontariennes destinées aux autres provinces de s'accroître considérablement. Ainsi, le volume des exportations ontariennes dirigées vers les autres provinces a dépassé le sommet observé avant la récession. Même si la reprise est moins prononcée au sein des exportations destinées aux pays étrangers (graphique 14 à la page 21), de

Tableau 7
Ontario : principaux indicateurs économiques

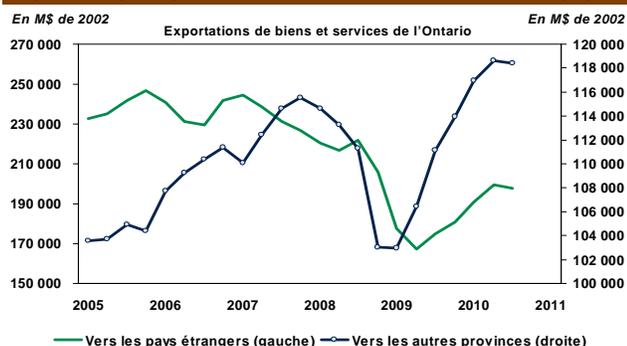
	2008	2009	2010p	2011p	2012p
Var. ann. en % (sauf si indiqué)					
Produit intérieur brut réel	(0,9)	(3,6)	2,7	2,6	2,5
Dépenses personnelles	2,7	0,1	3,1	3,0	2,4
Construction résidentielle	(3,1)	(8,1)	10,0	(4,9)	3,0
Investissement des entreprises	(0,4)	(18,9)	8,6	14,0	8,1
Variation des stocks (M\$ 2002)	3 727	(1 593)	7 722	1 250	2 000
Dépenses publiques	3,1	4,8	4,3	0,4	1,1
Exportations	(6,2)	(13,2)	11,7	5,8	3,6
Importations	(2,1)	(10,8)	15,2	4,4	3,9
Solde commercial (M\$ 2002)	(2 931)	(10 598)	(22 052)	(18 525)	(20 410)
Demande intérieure finale	2,1	(1,2)	4,3	2,8	2,7
Autres indicateurs					
Revenu personnel disponible réel	2,2	0,9	3,2	2,0	2,2
Rémunération hebdomadaire	2,2	1,4	3,9	3,6	2,6
Emploi	1,6	(2,5)	1,7	2,0	1,8
Taux de chômage (%)	6,5	9,0	8,7	7,8	7,5
Taux d'épargne personnelle (%)	2,8	3,7	3,7	2,8	2,6
Ventes au détail	3,9	(2,5)	5,0	5,2	4,1
Mises en chantier (k)	75,1	50,4	60,4	52,3	67,7
Taux d'inflation	2,3	0,4	2,5	2,1	1,8

p : prévisions

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

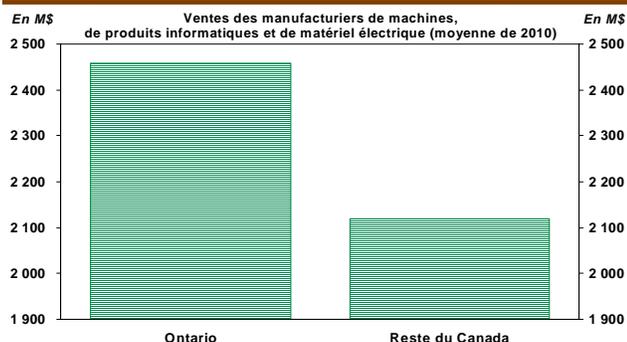
Graphique 13 – Les effets de la récession ne sont pas encore complètement effacés en Ontario


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

Graphique 14 – Les exportations de l'Ontario profitent principalement d'une hausse de la demande au pays


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

plus en plus de facteurs positifs apparaissent. Très actif dans la fabrication de machines, de produits informatiques et de matériel électrique (graphique 15), l'Ontario tire profit de l'accélération de l'investissement des entreprises observée au Canada, aux États-Unis ainsi que dans de nombreux autres pays.

Graphique 15 – L'Ontario est particulièrement avantagé par la hausse de l'investissement des entreprises


Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Cela dit, le commerce extérieur ontarien éprouve encore certaines difficultés. En outre, les récents résultats de l'industrie de l'automobile sont particulièrement décevants. Une reprise de l'activité était pourtant observée dans ce secteur depuis le printemps 2009. Or, le PIB réel de cette industrie n'a augmenté que de 1,1 % (à rythme trimestriel annualisé) au troisième trimestre de 2010, comparativement à des gains moyens de près de 50 % au cours des cinq trimestres précédents. De plus, les exportations de produits de l'automobile pour l'ensemble du Canada ont diminué de 21,3 % au quatrième trimestre de 2010, un résultat qui se répercutera évidemment en Ontario. Pourtant, les ventes d'automobiles vont relativement bien en Amérique du Nord alors qu'une tendance haussière a récemment été répertoriée aux États-Unis. Au Canada, un plafonnement est certes observé depuis quelques mois, mais il avait été précédé d'un rattrapage significatif. Les fabricants canadiens de produits de l'automobile s'étaient peut-être emballés trop rapidement. En plus des effets de la transition vers les nouveaux modèles, les fabricants ont donc dû procéder à un écoulement de leurs stocks à la fin de 2010, ce qui a grandement ralenti leur production. Compte tenu des bas taux d'intérêt, de l'amélioration de la confiance des ménages et du rétablissement du marché du travail (quoique de façon très lente et graduelle aux États-Unis), les perspectives concernant les ventes d'autos demeurent assez bonnes en Amérique du Nord. Reste maintenant à savoir jusqu'à quel point les prix de l'essence augmenteront en réaction aux incertitudes actuelles sur les marchés du pétrole brut. Il va sans dire qu'une hausse trop prononcée pourrait freiner l'évolution des ventes d'automobiles.

Du côté de la demande intérieure, à l'image des perspectives canadiennes, plusieurs facteurs favorables seront encore présents au cours des prochains trimestres. En outre, le marché du travail a poursuivi sa récupération dans les derniers mois. De plus, la Prestation ontarienne pour l'énergie propre (POEP) est entrée en vigueur le 1^{er} janvier dernier, une mesure qui procure aux consommateurs une réduction de 10 % de leurs coûts d'électricité afin de réduire l'impact de la hausse des prix provenant d'un plus grand développement des énergies propres. Ce programme représente, sur une période d'un an, une injection d'un peu plus de 1 G\$ dans l'économie ontarienne.

En ce qui concerne le marché immobilier, les récents résultats témoignent d'une grande volatilité. Comme en novembre dernier, le nombre de mises en chantier a rebondi en février en raison notamment d'un sursaut au sein des copropriétés. Rappelons que le marché des copropriétés semble en effervescence à Toronto avec l'introduction de plusieurs projets d'envergure. Ainsi, le prix moyen des maisons existantes à Toronto a recommencé à croître, atteignant

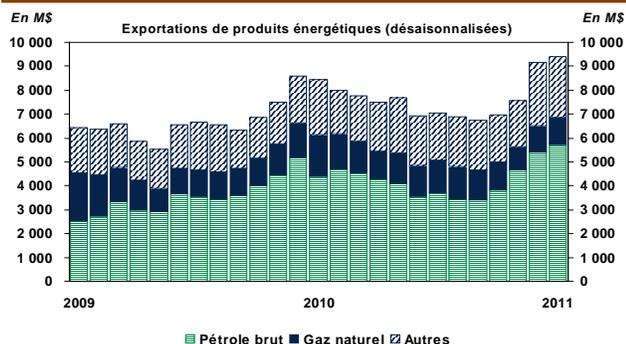
451 765 \$ en février 2011, soit le niveau le plus élevé depuis le début de cet indicateur en 1988. Cela vient accroître les inquiétudes concernant la présence d'une surchauffe dans certains segments du marché immobilier ontarien. L'évolution du marché immobilier sera donc imprégnée d'une grande incertitude au cours des prochains trimestres.

Au bout du compte, les plus récents résultats disponibles pour l'ensemble du Canada laissent croire que la croissance économique de l'Ontario a été un peu plus rapide que prévu en deuxième moitié de 2010. Pour l'instant, notre prévision pour l'année 2010 demeure néanmoins à 2,7 %, mais ce chiffre pourrait être légèrement plus élevé si le ministère des Finances révisé à la hausse, comme attendu, les résultats du troisième trimestre. La croissance du PIB réel pour 2011 devrait être d'environ 2,6 %, ce qui constitue un pronostic un peu plus élevé que la hausse de 2,4 % initialement prévue. Un gain de 2,5 % est toujours envisagé pour 2012.

OUEST CANADIEN : LA VITALITÉ DES RESSOURCES ACCENTUE L'OPTIMISME

Avec l'accroissement de la demande mondiale pour les ressources, les perspectives sont relativement bonnes pour les économies de l'Ouest. Le secteur du pétrole brut est sans aucun doute à l'avant-scène de cette embellie, d'autant plus que de nouveaux pipelines ont récemment été mis en fonction entre le Canada et les États-Unis, ce qui accroît la capacité d'exportation (graphique 16). Il est prévu que les investissements dans le secteur de l'énergie demeureront assez élevés en 2011, même si les gains pourraient être moins importants qu'en 2010 en termes de croissance annuelle. La reprise se répercutera également au sein des secteurs des mines et de l'agriculture. De plus, la Saskatchewan pourrait particulièrement profiter d'un essor du marché de la potasse, l'un des principaux ingrédients dans la fabrication d'engrais chimiques. En fait, la seule ombre au tableau demeure la faiblesse du marché du gaz naturel, qui souffre d'une surcapacité de production en Amérique du Nord.

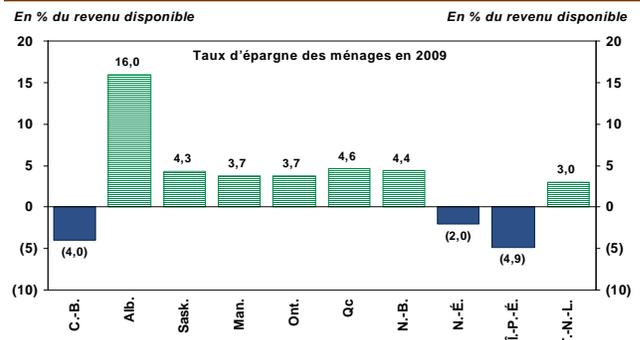
Graphique 16 – Les exportations d'énergie du Canada bondissent



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

En Colombie-Britannique, l'année 2011 marque un retour à la normale après l'effervescence des Jeux olympiques à l'hiver 2010. La croissance du PIB réel devrait donc être moins élevée cette année. Plusieurs éléments positifs devraient néanmoins stimuler la croissance au cours des prochains trimestres. La province est, entre autres, en bonne position pour profiter de la vitalité de la demande des pays asiatiques en raison de sa situation géographique. Par contre, plus que partout au pays, la situation du marché immobilier de la Colombie-Britannique devient préoccupante. Le prix moyen des maisons existantes a atteint un record de 790 380 \$ dans la grande région de Vancouver en février dernier, soit un niveau plus de deux fois supérieur à la moyenne nationale. Par conséquent, les ménages de la Colombie-Britannique sont parmi les plus endettés au pays (devancés de peu par ceux de l'Île-du-Prince-Édouard), avec un taux d'épargne de -4,0 % en raison d'un revenu personnel disponible nettement inférieur à leurs dépenses (graphique 17). Cela dit, l'hypothèse retenue pour l'instant consiste en un ralentissement graduel et contrôlé du marché immobilier au cours des prochains trimestres, provoqué notamment par les nouvelles mesures fédérales concernant le crédit hypothécaire.

Graphique 17 – La Colombie-Britannique affiche un taux d'épargne décevant



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

ATLANTIQUE : L'ÉNERGIE FAVORISERA PARTICULIÈREMENT TERRE-NEUVE-ET-LABRADOR

Les perspectives économiques sont très contrastées pour les provinces de l'Atlantique. D'un côté, Terre-Neuve-et-Labrador devrait se démarquer grâce à une reprise significative au sein du secteur de l'énergie. Rappelons que cette province est de loin la région qui dépend le plus du secteur des ressources naturelles alors que ce dernier représente près de 40 % de l'ensemble de l'économie. D'autre part, l'embellie des conditions économiques pourrait être moins avantageuse au sein des provinces maritimes, où le secteur manufacturier occupe une place plus importante. Aussi, considérant le poids relativement élevé des dépenses publiques dans ces économies, le retrait graduel des plans de relance des gouvernements s'y répercutera davantage.

Tableau 8

Canada : principaux indicateurs économiques par province

	2008	2009	2010	2011p	2012p
Moyenne annuelle en % (sauf si indiqué)					
Croissance du PIB réel – Canada	0,5	(2,5)	3,1	2,8	2,7
Atlantique	1,0	(2,6)	2,7	2,4	2,3
Québec	1,1	(0,3)	2,9	2,2	2,3
Ontario	(0,9)	(3,6)	2,7	2,6	2,5
Manitoba	1,9	0,0	2,8	2,5	2,7
Saskatchewan	4,6	(3,9)	3,2	3,5	3,5
Alberta	1,4	(4,5)	3,5	3,8	3,5
Colombie-Britannique	0,2	(1,8)	3,8	2,8	3,3
Taux d'inflation – Canada	2,3	0,3	1,8	2,1	1,9
Atlantique	2,6	0,1	2,2	2,1	1,7
Québec	2,1	0,6	1,2	2,5	2,5
Ontario	2,3	0,4	2,5	2,1	1,8
Manitoba	2,3	0,6	0,8	2,0	1,7
Saskatchewan	3,3	1,0	1,4	1,8	1,9
Alberta	3,1	(0,1)	1,0	1,5	2,0
Colombie-Britannique	2,1	0,0	1,3	1,8	1,7
Croissance de l'emploi – Canada	1,7	(1,6)	1,4	2,0	2,0
Atlantique	0,8	(0,7)	0,6	1,4	1,7
Québec	1,2	(0,8)	1,7	1,6	1,3
Ontario	1,6	(2,5)	1,7	2,0	1,8
Manitoba	1,7	0,0	1,9	1,7	1,8
Saskatchewan	1,7	1,3	0,9	2,2	2,5
Alberta	3,1	(1,4)	(0,4)	2,5	2,9
Colombie-Britannique	2,0	(2,1)	1,7	2,1	2,5
Taux de chômage – Canada	6,1	8,3	8,0	7,4	7,1
Atlantique	9,3	10,5	10,4	10,7	10,4
Québec	7,2	8,5	8,0	7,3	6,7
Ontario	6,5	9,0	8,7	7,8	7,5
Manitoba	4,2	5,2	5,4	5,0	5,0
Saskatchewan	4,1	4,8	5,2	5,3	5,0
Alberta	3,6	6,6	6,5	5,7	5,5
Colombie-Britannique	4,6	7,7	7,6	7,2	7,0
Croissance des ventes au détail – Canada	3,7	(2,9)	5,1	4,8	4,0
Atlantique	5,7	0,6	4,4	2,4	3,2
Québec	4,9	(1,1)	5,6	4,6	3,8
Ontario	3,9	(2,5)	5,0	5,2	4,1
Manitoba	6,9	(0,4)	5,5	3,8	4,0
Saskatchewan	11,8	(0,5)	2,7	3,5	4,4
Alberta	0,2	(8,3)	5,7	8,0	4,9
Colombie-Britannique	1,5	(4,4)	4,8	2,0	3,9
Mises en chantier – Canada (milliers d'unités)	211,1	149,1	189,9	172,0	185,4
Atlantique	12,2	10,9	12,8	11,5	10,9
Québec	47,9	43,4	51,4	46,0	43,0
Ontario	75,1	50,4	60,4	52,3	67,7
Manitoba	5,5	4,2	5,9	5,5	5,0
Saskatchewan	6,8	3,9	5,9	7,5	7,0
Alberta	29,2	20,3	27,1	28,2	29,8
Colombie-Britannique	34,3	16,1	26,5	21,0	22,0

p : prévisions

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

PRÉVISIONS FINANCIÈRES

PRÉVISIONS

Politiques monétaires	25
<i>Les banques centrales commencent-elles à perdre patience?</i>	
Marché des titres à revenu fixe	29
<i>La remontée des taux obligataires se poursuivra graduellement</i>	
Marchés boursiers	33
<i>La volatilité sera au rendez-vous</i>	
Marchés des devises	35
<i>Les anticipations de resserrement monétaire favorisent les devises européennes</i>	
Matières premières	38
<i>Il faudra composer avec des prix élevés</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

Les banques centrales commencent-elles à perdre patience?

Bien que la reprise mondiale se soit poursuivie en 2010, la plupart des grandes banques centrales, à l'exclusion de la Banque du Canada (BdC), ont gardé leurs taux directeurs à leur niveau plancher tout au long de l'année. Cette situation pourrait toutefois changer en 2011 alors que les autorités monétaires perçoivent différemment les risques posés par l'augmentation des pressions inflationnistes, notamment du côté du pétrole. Ainsi, la Banque centrale européenne se montre déjà décidée à tirer une première salve. De son côté, la BdC devrait reprendre ses hausses de taux au printemps. Aux prises avec une inflation tenace et une économie incertaine, la Banque d'Angleterre devrait patienter jusqu'à la fin de l'été. Finalement, la Réserve fédérale se fera plus patiente et elle se contentera de ne pas ajouter de nouvelles mesures quantitatives autres que celles déjà annoncées.

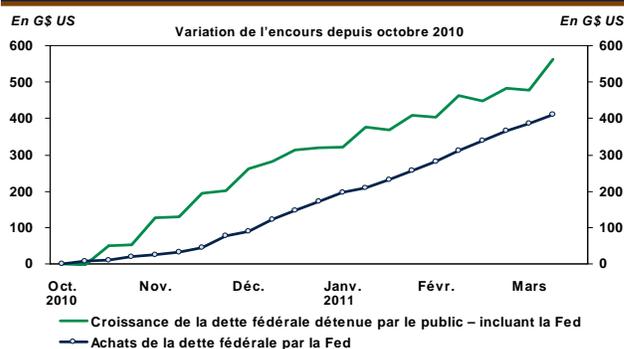
RÉSERVE FÉDÉRALE (Fed)

Jusqu'à maintenant, les dirigeants de la Fed gardent le cap sur la politique quantitative annoncée à l'automne 2010. Même si certains membres du comité de politique monétaire semblent incertains des effets nets de l'achat de 600 G\$ US de titres du Trésor américain jusqu'à la fin de juin 2011, peu de voix s'élèvent pour dévier de la route. Les changements annuels à la composition du comité ont même amené l'unanimité lors des réunions de janvier et de mars (le principal dissident de l'an dernier n'ayant plus droit de vote en 2011). Il reste à voir si cette harmonie se poursuivra au cours des prochains mois.

Il faut dire que, depuis l'avènement de la nouvelle mouture de la politique quantitative, la situation financière et économique américaine a passablement changé. Il est toutefois difficile d'y voir clairement une conséquence des décisions de Ben Bernanke et de ses collègues. Ainsi, malgré l'achat d'environ 400 G\$ US de titres par la Fed, les taux obligataires d'une échéance de dix ans ont augmenté d'à peu près 70 points de base depuis l'annonce de novembre, entraînant avec eux une majoration des taux d'intérêt hypothécaires qui nuit à la reprise du marché de l'habitation. Il ne faut cependant pas voir nécessairement un lien de cause à effet entre la politique de la Fed et la hausse des taux d'intérêt. D'autres développements ont amené l'appréciation des taux obligataires, comme un optimisme accru concernant l'économie américaine et l'ampleur des émissions de titres de dette du gouvernement fédéral (graphique 18). En ce sens, on peut supposer que, sans les actions de la Fed, les taux d'intérêt auraient grimpé plus haut. Une récente étude de la Fed de San Francisco estime que l'ensemble des achats de titres par la Fed ont eu le même effet qu'une baisse supplémentaire de 300 points de base des taux directeurs.

Une chose est remarquable depuis l'automne, c'est que les risques de déflation se sont grandement éloignés. Lorsque

Graphique 18 – Malgré ses achats, la Fed n'est pas parvenue à combler l'offre fédérale de titres de dettes

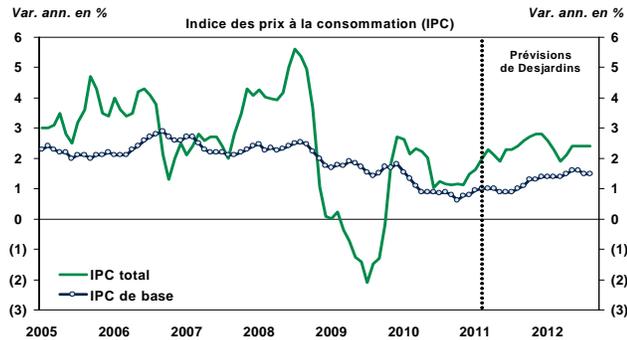


Sources : U.S. Treasury, Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

la Fed a pris sa décision, l'inflation de base qui exclut les aliments et l'énergie venait de passer à 0,6 %, son creux historique. Avec une tendance nettement à la baisse, le passage en territoire négatif devenait une réelle possibilité. L'inflation de base est depuis remontée à 1,0 %, un taux encore faible, mais moins inquiétant.

On s'attend maintenant à une certaine accélération de l'inflation. Excluant les aliments et l'énergie, la tendance haussière restera très faible et l'on n'anticipe pas une inflation de base dépassant 1,3 % dans le courant de l'année. Toutefois, la hausse récente des prix de l'énergie, notamment ceux de l'essence à la pompe, devrait amener une croissance plus rapide de l'indice total des prix à la consommation. L'augmentation des prix des aliments aura aussi un effet, mais beaucoup plus léger. Malgré ces tensions haussières, on ne s'attend pas à un choc inflationniste. L'accélération des prix de l'essence devrait être plus modérée que ce que l'on vient de connaître, et la variation annuelle de l'indice des prix à la consommation total devrait atteindre 2,8 % au maximum en 2011 (graphique 19 à la page 26).

Graphique 19 – Malgré la hausse des prix de l'énergie, l'inflation restera modeste aux États-Unis



Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

L'inflation ne sera donc pas assez inquiétante pour amener les dirigeants de la Fed à dévier de leur trajectoire. Une accélération encore plus grave des prix du pétrole devrait même inciter les dirigeants de la Fed à accorder plus d'importance aux conséquences néfastes sur la croissance économique qu'aux effets ponctuels sur les prix. En ce sens, la Fed se fait beaucoup moins dogmatique que la Banque centrale européenne. Il faut souligner que rien aux États-Unis n'indique que les anticipations inflationnistes de long terme aient été affectées par la hausse récente des prix des denrées et des matières premières, incluant le pétrole.

Les achats de titres du Trésor devraient donc se poursuivre au rythme établi jusqu'à la fin de juin. Il est cependant possible, mais peu probable, que la Fed annonce un lissage des achats sur plusieurs mois afin d'éviter les conséquences négatives que pourrait avoir sur les marchés un arrêt abrupt. Quant aux taux directeurs, ils resteront au plancher actuel tout au long de 2011, et ce n'est qu'au printemps de 2012 qu'une première augmentation du taux cible des fonds fédéraux pourrait avoir lieu.

BANQUE DU CANADA (BdC)

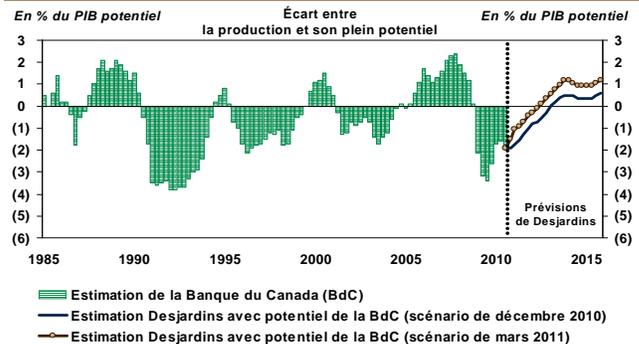
L'évolution récente des indicateurs économiques dresse un tableau plus optimiste de l'économie canadienne avec, entre autres, une hausse de 3,3 % du PIB réel au quatrième trimestre de 2010. Cela n'a toutefois pas empêché les autorités monétaires de laisser le taux cible des fonds à un jour à 1,00 % lors de leur dernière réunion, le 1^{er} mars. Visiblement, les dirigeants de la BdC se montrent prudents en raison notamment des nombreuses incertitudes entourant l'évolution de la reprise économique mondiale. Le Canada étant une économie très ouverte sur le commerce international, il est évident que ce qui se passe à l'étranger peut avoir une grande influence au pays.

Même si la BdC a récemment réaffirmé son intention de réduire progressivement le degré de détente monétaire afin

d'atteindre la cible d'inflation, il n'en demeure pas moins que les autorités monétaires disposent d'une certaine marge de manœuvre leur permettant de retarder de quelques mois la remontée du taux cible des fonds à un jour. La BdC continue d'ailleurs d'affirmer que toute nouvelle réduction du degré de détente monétaire devra être évaluée avec soin. Ainsi, tout porte à croire que la BdC patientera jusqu'en mai prochain avant de poursuivre la remontée de ses taux d'intérêt directeurs. La nécessité de procéder de façon graduelle fera qu'une autre pause pourrait survenir entre l'automne 2011 et le printemps 2012.

La latitude dont disposent les autorités monétaires découle évidemment de la stabilité dont fait preuve l'inflation de référence en se maintenant à l'intérieur d'une fourchette de fluctuation relativement restreinte depuis plusieurs mois. Il faut dire que les pressions sur les prix demeurent très faibles au pays. En outre, l'écart entre la production et son plein potentiel (*output gap*) était encore nettement négatif au quatrième trimestre de 2010, soit à près de -1,5 % selon nos estimations. Même si l'amélioration des perspectives économiques fait que le plein potentiel pourrait être rejoint un peu plus vite que prévu initialement, soit vers le milieu de l'année 2012 plutôt qu'à la fin, il n'en demeure pas moins que plusieurs trimestres s'écouleront avant que de véritables pressions sur les prix apparaissent (graphique 20).

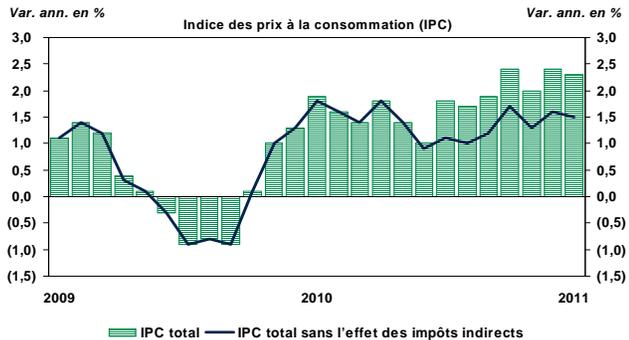
Graphique 20 – L'*output gap* négatif se résorbera un peu plus rapidement que prévu au Canada



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

Du côté de l'inflation totale, plusieurs turbulences pourraient influencer son évolution au cours des prochains mois. D'une part, les effets des modifications aux taxes de vente en juillet dernier en Ontario, en Colombie-Britannique ainsi qu'en Nouvelle-Écosse se feront sentir jusqu'à l'été prochain. La taxe de vente du Québec a aussi été augmentée en janvier 2011, ce qui aurait contribué à rehausser l'inflation totale de 0,17 point de pourcentage dans l'ensemble du pays (graphique 21 à la page 27). Rappelons qu'une seconde hausse doit également entrer en vigueur en janvier 2012. D'autre part, les fluctuations des prix du pétrole entraîneront

Graphique 21 – L'inflation canadienne subit les effets haussiers des modifications à certaines taxes de vente provinciales



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

inévitamment d'importants soubresauts au sein de la composante associée à l'énergie dans l'indice total des prix à la consommation. La BdC devra donc faire abstraction de ces perturbations et se concentrer sur la progression de l'inflation de référence. En ce qui concerne les prix des aliments, une hausse est certes attendue en raison de l'augmentation des prix des denrées de base sur les marchés internationaux, mais leur croissance sera grandement amoindrie par l'importance des produits transformés dans nos habitudes de consommation.

Renouvellement de la cible de maîtrise de l'inflation

L'entente actuelle entre le gouvernement du Canada et la BdC stipulant que la variation annuelle de l'indice des prix à la consommation total doit se maintenir dans une fourchette allant de 1 % à 3 %, avec une cible médiane à 2 %, se terminera le 31 décembre 2011. Pour l'instant, plusieurs options sont sur la table pour le renouvellement de cette entente, que ce soit *statu quo*, une réduction de la cible sur l'inflation totale ou l'introduction d'une cible sur le niveau des prix. Selon la solution retenue, les conséquences pour les marchés financiers pourraient être non négligeables. Par exemple, une réduction de la cible sur l'inflation totale pourrait se traduire à court terme, toutes autres choses étant égales par ailleurs, par des taux d'intérêt directeurs plus élevés pour réussir à atteindre les nouveaux objectifs. Par contre, étant donné la grande crédibilité de la BdC, les anticipations inflationnistes pourraient rapidement s'ajuster à la baisse, réduisant du même coup le taux neutre des fonds à un jour ainsi que les taux nominaux des obligations.

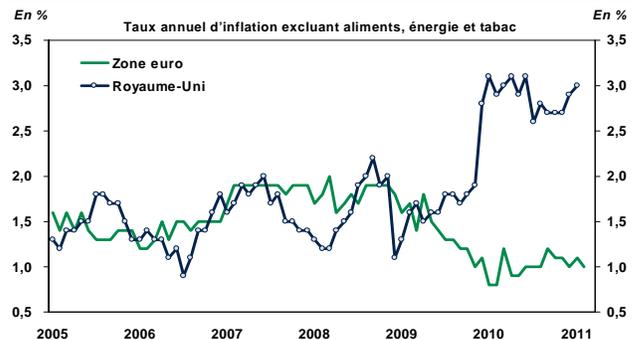
BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

La BCE n'a annoncé aucun changement à sa politique monétaire au cours des derniers mois. Son discours s'est cependant durci de façon marquée en réaction à la remontée du taux annuel d'inflation au-dessus de sa cible (en dessous

mais près de 2 %). Lors de la conférence de presse suivant la rencontre de politique monétaire du mois de mars, le président Trichet a ainsi clairement signalé que les autorités monétaires eurolandaises envisageaient sérieusement une hausse des taux directeurs dès la rencontre d'avril. La BCE juge que les risques sur l'inflation sont maintenant orientés à la hausse et elle a retiré de son communiqué la mention selon laquelle le niveau des taux directeurs était approprié.

L'empressement des dirigeants de la BCE à resserrer leur politique monétaire est difficile à justifier. La BCE reconnaît que l'augmentation de l'inflation reflète surtout le bond des prix des matières premières. La faiblesse de l'inflation de référence, à 1,0 % à rythme annuel en février (graphique 22), confirme que l'accélération des prix n'est pas généralisée. Pour le moment, la BCE n'observe pas d'effet de diffusion et elle juge que les anticipations d'inflation à moyen terme demeurent solidement ancrées. Un resserrement monétaire dès avril serait donc davantage une action préventive pour s'attaquer à un possible problème futur.

Graphique 22 – L'inflation de référence est beaucoup moins préoccupante en zone euro qu'au Royaume-Uni



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Un resserrement préventif des taux directeurs pourrait se justifier si les perspectives économiques étaient très favorables en zone euro. La reprise dans cette région demeure toutefois fragile et elle repose sur la performance de l'Allemagne, alors que les efforts de lutte au déficit freineront la croissance dans plusieurs pays. Dans un contexte très incertain, où le secteur financier risque à tout moment d'être déstabilisé par la crise budgétaire des pays périphériques et où le risque d'un choc pétrolier est important, un resserrement monétaire immédiat semble un geste prématuré, dicté par le même dogmatisme qui avait amené la BCE à hausser ses taux directeurs en juillet 2008. Malgré cela, le scénario le plus probable est maintenant de deux hausses de taux de 25 points de base dès les rencontres d'avril et de mai, qui seront suivies d'une pause de plusieurs trimestres.

BANQUE D'ANGLETERRE (BoE)

La dissension est de plus en plus présente au sein de la BoE alors que trois des neuf membres du comité de politique monétaire ont voté pour un resserrement monétaire immédiat lors de la rencontre de février. Le compte rendu de la rencontre de mars, où les partisans du *statu quo* ont encore eu le dessus, ne sera publié que le 23 mars.

Contrairement à ce qui se passe en zone euro, on peut comprendre les autorités britanniques d'être inquiètes de l'évolution des prix. Le taux annuel d'inflation se situe actuellement à 4 %, soit le double de la cible de 2 % de la BoE, et il pourrait bien s'approcher de 5 % au cours des prochains mois. L'évolution de l'inflation de référence, qui a atteint 3,0 %, n'est guère plus rassurante (voir le graphique 22 à la page 27), et certains signes de hausse des anticipations d'inflation commencent à apparaître. Les pressions internes sur l'inflation, notamment l'évolution des salaires et du crédit, demeurent toutefois très faibles. Le scénario le plus probable est un retour de l'inflation vers sa cible de 2 % une fois que les facteurs temporaires qui la gonflent (hausse de taxes, augmentation des prix des matières premières et dépréciation de la livre) se seront dissipés. Cependant, la majorité des membres du comité de politique monétaire juge que les risques inflationnistes ont augmenté, malgré la contraction surprise de l'économie britannique à la fin de 2010.

Dans ce contexte, un resserrement monétaire devrait s'amorcer dès que les doutes sur la poursuite de l'expansion économique au Royaume-Uni se seront dissipés. L'incertitude sur le plan international, liée entre autres à la situation dans le monde arabe et à une possible remontée des tensions financières en Europe, devrait cependant aider le gouverneur King à convaincre ses collègues de prolonger le

statu quo pour encore quelques mois. Deux hausses de 25 points de base du taux directeur devraient être décrétées à partir de la fin de l'été.

BANQUE DU JAPON (BoJ)

Les autorités monétaires nippones n'ont pas tardé à agir à la suite du séisme survenu le vendredi 11 mars. À l'issue de la rencontre de politique monétaire tenue le lundi 14 mars, la BoJ a annoncé une extension de 5 000 G¥ (60 G\$ US) de son programme d'achat de titres publics et privés pour le porter à 10 000 G¥ (120 G\$ US). La BoJ prévoit également échelonner ses achats de titres jusqu'en juin 2012 plutôt qu'en décembre 2011. Au total, sa politique quantitative regroupe 40 000 G¥ (480 G\$ US) de mesures si l'on considère les sommes engagées dans un programme de prêts contre des titres en garantie. Environ un quart des montants annoncés jusqu'à présent reste à être injecté dans le système financier japonais.

Le Japon sera vraisemblablement le dernier pays à relever ses taux d'intérêt directeurs. Le retour d'un taux d'inflation stable à près de 1 % sera difficile à atteindre avant la fin de 2012. D'autres mesures quantitatives pourraient même s'avérer nécessaires. Si la BoJ décidait d'atteindre un degré d'assouplissement comparable à celui observé en 2005, son bilan devrait être bonifié d'un autre 20 000 G¥ (240 G\$ US).

Tableau 9
Taux d'intérêt directeurs

Fin de période en %	2010				2011				2012			
	T1	T2	T3	T4	T1p	T2p	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	0,75	1,25	1,75
Canada												
Taux des fonds à un jour	0,25	0,50	1,00	1,00	1,00	1,25	1,75	2,00	2,00	2,50	3,00	3,00
Zone euro												
Taux de refinancement	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,50	1,50	1,50	1,50	2,00	2,50	2,50
Royaume-Uni												
Taux de base	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	1,00	1,00	1,50	2,00	2,00
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

La remontée des taux se poursuivra graduellement

Le creux des taux obligataires est bien derrière nous. Étant donné les perspectives économiques plus encourageantes et les pressions inflationnistes découlant du bond des prix des aliments et de l'énergie, la hausse significative des taux d'intérêt depuis l'automne dernier semble justifiée. D'autres augmentations sont à prévoir au cours des prochains trimestres, mais la présence de nombreux risques (dont un possible choc pétrolier et des crises budgétaires en Europe et dans les États américains) freinera la remontée des taux.

LES INVESTISSEURS ONT Tourné LE DOS AUX TITRES À REVENU FIXE

Alors qu'à l'automne 2010 tout semblait favoriser les titres obligataires, les derniers mois ont été beaucoup plus difficiles. Ironiquement, c'est la mise en place du nouveau programme d'assouplissement quantitatif par la Réserve fédérale (Fed), dont un des buts avoués était d'abaisser les taux obligataires de plus long terme, qui a semblé sonner la fin de la récréation sur le marché obligataire. Cela s'explique en partie par le fait que les mesures agressives de la Fed ont redonné l'espoir que les pires scénarios seraient évités (récession en « W » ou déflation à la japonaise). L'entente entre la Maison-Blanche et les dirigeants républicains pour prolonger les baisses d'impôts de l'ère Bush et mettre en place de nouveaux assouplissements fiscaux a gonflé l'optimisme naissant des investisseurs et a accentué la remontée des taux obligataires à la fin de 2010.

Après un début d'année plutôt calme, les taux obligataires sont repartis à la hausse en février pour atteindre leur plus

haut niveau depuis le printemps 2010 (graphique 23). Le taux de dix ans américain est ainsi passé temporairement au-dessus de 3,75 % à la mi-février, une hausse d'environ 140 points de base par rapport à la mi-octobre 2010. Les inquiétudes liées à l'envenimement de la situation en Libye

Graphique 23 – Les taux obligataires nord-américains avaient atteint des sommets de près d'un an à la mi-février



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

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

Fin de période en %	2010				2011				2012			
	T1	T2	T3	T4	T1p	T2p	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	0,75	1,25	1,75
Bons du Trésor												
3 mois	0,16	0,18	0,16	0,12	0,15	0,20	0,22	0,25	0,45	0,90	1,45	1,95
Obligations fédérales												
2 ans	1,02	0,60	0,42	0,59	0,60	0,85	1,00	1,25	1,60	2,10	2,60	3,10
5 ans	2,55	1,77	1,27	1,99	2,00	2,30	2,50	2,75	3,20	3,50	3,80	4,00
10 ans	3,83	2,94	2,50	3,31	3,40	3,60	3,75	3,90	4,15	4,40	4,50	4,60
30 ans	4,71	3,89	3,68	4,33	4,50	4,60	4,65	4,70	4,80	4,90	4,95	5,00
Pente												
5 ans - 3 mois	2,39	1,59	1,11	1,87	1,85	2,10	2,28	2,50	2,75	2,60	2,35	2,05
10 ans - 2 ans	2,81	2,33	2,08	2,72	2,80	2,75	2,75	2,65	2,55	2,30	1,90	1,50
30 ans - 3 mois	4,55	3,71	3,52	4,21	4,35	4,40	4,43	4,45	4,35	4,00	3,50	3,05

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

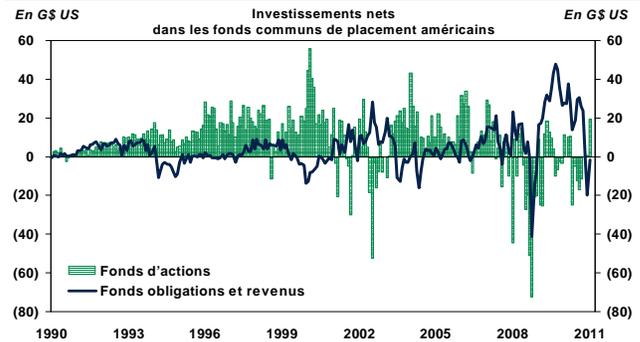
et à la poussée des prix du pétrole ont redonné un peu de soutien au marché obligataire, mais les taux américains et canadiens demeurent bien plus élevés qu'à l'automne.

Une telle augmentation des taux obligataires, dans un contexte où la Fed a commencé à procéder à des achats massifs de titres du Trésor d'environ 100 G\$ US par mois, ne peut s'expliquer que par un changement de comportement des autres agents actifs sur les marchés financiers. Les données sur les investissements américains dans les fonds communs de placement confirment que c'est bien ce qui s'est passé. Pendant 34 mois consécutifs, de janvier 2008 à octobre 2010, les placements nets dans les fonds obligataires ont dépassé ceux dans les fonds d'action. Depuis novembre dernier, les investisseurs ont commencé à retirer leurs billes du marché obligataire, préférant se tourner vers les marchés boursiers (graphique 24). De grands gestionnaires de fonds de placement ont aussi récemment réduit leur détention de titres du Trésor.

UN CONTEXTE ÉCONOMIQUE MOINS FAVORABLE

Il est normal de se demander si la hausse rapide des taux d'intérêt depuis l'automne est justifiée. Comme le montre l'évolution de la situation au Moyen-Orient et en Afrique du Nord, l'économie mondiale demeure sujette à de nombreux risques, et rien ne justifierait un optimisme débridé. Les taux obligataires étaient cependant extrêmement faibles à

Graphique 24 – Plusieurs investisseurs ont tourné le dos aux titres obligataires américains



Sources : Investment Company Institute et Desjardins, Études économiques

l'automne dernier et ils demeurent très bas aujourd'hui d'un point de vue historique. Seules des craintes sérieuses de récession en « W » ou de déflation aux États-Unis pouvaient justifier des taux aussi faibles.

Aux États-Unis, la consommation a rebondi à la fin de 2010, et la confiance des ménages montrait jusqu'en février une tendance haussière. Les nouvelles sont aussi encourageantes du côté des entreprises alors que les indices ISM ont atteint leur niveau le plus élevé depuis plusieurs années. Même si l'économie américaine demeure fragile et que son expansion sera freinée par certains problèmes plus structureux, il

Tableau 11
Canada : marché des titres à revenu fixe

Fin de période en %	2010				2011				2012			
	T1	T2	T3	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Taux directeurs												
Fonds à un jour	0,25	0,50	1,00	1,00	1,00	1,25	1,75	2,00	2,00	2,50	3,00	3,00
Bons du Trésor												
3 mois	0,29	0,50	0,88	0,98	1,00	1,50	1,90	2,00	2,25	2,75	3,00	3,10
Obligations fédérales												
2 ans	1,73	1,39	1,37	1,67	1,65	2,10	2,30	2,45	2,75	3,20	3,40	3,55
5 ans	2,91	2,33	1,91	2,30	2,55	2,80	3,00	3,25	3,60	3,80	4,00	4,10
10 ans	3,57	3,08	2,76	3,12	3,30	3,65	3,85	4,00	4,20	4,35	4,45	4,50
30 ans	4,07	3,65	3,35	3,58	3,75	4,00	4,25	4,40	4,55	4,70	4,80	4,85
Pente												
5 ans - 3 mois	2,62	1,83	1,03	1,32	1,55	1,30	1,10	1,25	1,35	1,05	1,00	1,00
10 ans - 2 ans	1,84	1,69	1,39	1,45	1,65	1,55	1,55	1,55	1,45	1,15	1,05	0,95
30 ans - 3 mois	3,78	3,15	2,47	2,60	2,75	2,50	2,35	2,40	2,30	1,95	1,80	1,75
Écart (Canada - États-Unis)												
3 mois	0,13	0,32	0,72	0,86	0,85	1,30	1,68	1,75	1,80	1,85	1,55	1,15
2 ans	0,72	0,79	0,95	1,08	1,05	1,25	1,30	1,20	1,15	1,10	0,80	0,45
5 ans	0,36	0,55	0,64	0,31	0,55	0,50	0,50	0,50	0,40	0,30	0,20	0,10
10 ans	(0,26)	0,15	0,25	(0,19)	(0,10)	0,05	0,10	0,10	0,05	(0,05)	(0,05)	(0,10)
30 ans	(0,64)	(0,24)	(0,33)	(0,75)	(0,75)	(0,60)	(0,40)	(0,30)	(0,25)	(0,20)	(0,15)	(0,15)

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Tableau 12
G7 : finances publiques

	Surplus (déficit) budgétaire/ PIB nominal en %			Dette brute/PIB nominal en %			Cote de crédit	
	2010p	2011p	2012p	2010p	2011p	2012p	S&P	Moody's
États-Unis	(10,5)	(8,8)	(6,8)	92,8	98,5	101,4	AAA	Aaa
Canada	(4,9)	(3,4)	(2,1)	84,4	85,5	87,0	AAA	Aaa
Japon	(7,7)	(7,5)	(7,3)	198,4	204,2	210,2	AA-	Aa2
Allemagne	(4,0)	(2,9)	(2,1)	79,9	81,3	82,0	AAA	Aaa
France	(7,4)	(6,1)	(4,8)	92,4	97,1	100,2	AAA	Aaa
Italie	(5,0)	(3,9)	(3,1)	131,3	132,7	133,0	A+	Aa2
Royaume-Uni	(9,6)	(8,1)	(6,5)	81,3	88,6	94,5	AAA	Aaa
Zone euro	(6,3)	(4,6)	(3,5)	96,9	100,7	102,8	---	---

p : prévisions ; --- : non disponible.

Source : Organisation de coopération et de développement économiques, novembre 2010 (données harmonisées pour l'ensemble des administrations publiques).

faut conclure que les perspectives économiques se sont améliorées depuis quelques mois. À moins d'un véritable choc pétrolier, les risques d'un retour de la récession aux États-Unis ont par conséquent fortement diminué.

Les nouvelles économiques ont aussi été rassurantes au Canada. En particulier, le commerce extérieur s'est ressaisi à la fin de 2010, ce qui a permis à l'économie canadienne de croître d'un impressionnant 3,3 % au quatrième trimestre. Le marché de l'emploi continue aussi de bien faire au pays. Dans ce contexte, la Banque du Canada risque de recommencer prochainement à resserrer sa politique monétaire.

LA HAUSSE DE L'INFLATION A AUSSI UN IMPACT

Le marché obligataire est aussi fortement affecté par l'évolution des perspectives d'inflation. Alors qu'au début de l'automne dernier la principale inquiétude concernait la possibilité de voir l'économie américaine sombrer en déflation, les derniers mois ont été marqués par une poussée des prix des aliments et de l'énergie qui fait maintenant craindre une flambée inflationniste sur le plan international. Ce développement est particulièrement préoccupant pour les pays émergents où l'alimentation représente un poids beaucoup plus important des dépenses des ménages.

Le risque d'une spirale inflationniste est bien plus limité dans les pays industrialisés. Les effets de la dernière récession se font encore sentir dans ces pays, entre autres par un taux de chômage élevé et par la présence d'importantes capacités excédentaires de production. La croissance des salaires demeure ainsi faible, ce qui limite grandement le risque d'une flambée généralisée des prix.

Même si le risque de dérapage inflationniste demeure faible dans les pays de l'OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques), il est certain que la hausse

importante des prix des aliments et de l'énergie gonflera l'inflation à court et peut-être même à moyen terme. Au Royaume-Uni et en zone euro, le taux d'inflation a ainsi bondi au-dessus des cibles des banques centrales. Aux États-Unis, l'inflation demeure très faible, mais elle a commencé à s'éloigner des creux atteints en deuxième moitié de 2010, et le risque d'une déflation à la japonaise s'est presque complètement dissipé.

LES TAUX ACTUELS SEMBLENT JUSTIFIÉS

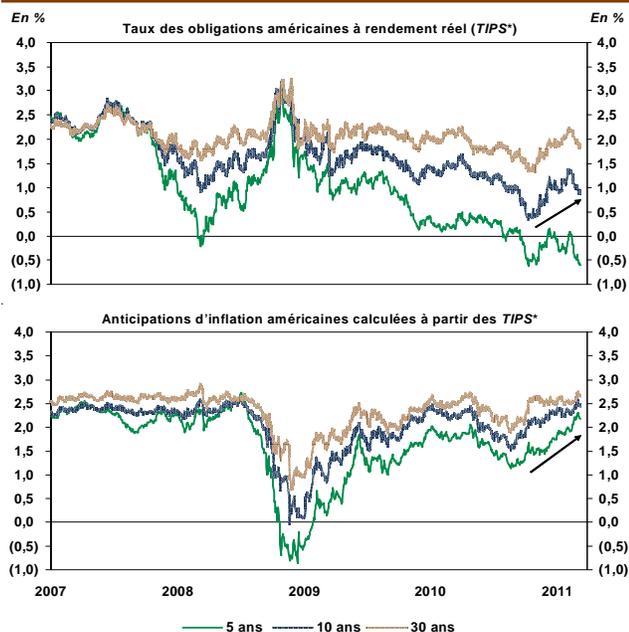
La hausse rapide des taux obligataires au cours des derniers mois s'appuie donc sur une modification significative des perspectives concernant la croissance économique et l'inflation. Cela a entraîné un devancement des anticipations de resserrement monétaire pour plusieurs banques centrales (Banque centrale européenne, Banque d'Angleterre et Banque du Canada). Les attentes de hausse de taux directeurs demeurent limitées aux États-Unis, mais les événements des derniers mois ont presque complètement éliminé la possibilité d'un troisième programme quantitatif.

On peut scinder un taux obligataire en deux composantes : un taux d'intérêt réel et une anticipation d'inflation. Cela permet de voir que la hausse des taux américains depuis l'automne reflète une légère remontée des taux réels, qui demeurent cependant relativement bas d'un point de vue historique, et une normalisation rapide des anticipations d'inflation (graphique 25 à la page 32). Dans les deux cas, les mouvements des composantes semblent bien refléter l'évolution du contexte économique.

LA PRÉSENCE DE RISQUES IMPORTANTS FREINERA LES HAUSSES DE TAUX D'INTÉRÊT

Notre scénario économique de base mise sur une poursuite de la croissance économique au cours des prochains trimestres aux États-Unis et au Canada, à un rythme suffisant pour

Graphique 25 – La hausse des taux américains reflète une remontée des taux réels et des anticipations inflationnistes



* Treasury Inflation Protected Securities.
Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

entraîner une réduction graduelle des capacités excédentaires de production (*output gap*) dans les deux pays. Ce scénario laisse entrevoir que les taux obligataires continueront de remonter vers des niveaux plus normaux. Maintenant que l'ajustement des anticipations d'inflation est bien avancé, c'est surtout une hausse de la composante « taux réel » qui devrait faire augmenter les taux obligataires au cours des prochains trimestres.

Le maintien de nombreux risques importants devrait cependant limiter les hausses de taux dans les prochains mois et il pourrait même entraîner certains gains temporaires pour les titres du Trésor. En plus de surveiller de près l'évolution des prix du pétrole, il faudra garder un œil sur la zone euro, où la possibilité qu'un pays périphérique opte pour une restructuration de sa dette demeure présente. Une situation similaire existe aux États-Unis où la position fiscale critique de plusieurs États et localités pourrait déstabiliser l'important marché des obligations municipales (*munis*) et forcer les investisseurs à se rabattre sur les titres du Trésor.

Il existe aussi un autre risque significatif à la baisse pour les obligations. Les achats massifs de titres du Trésor par la Fed prendront fin au cours des prochains mois; le scénario le plus probable est une fin abrupte des assouplissements quantitatifs à la mi-2011. La perte de cette importante demande devrait être déjà anticipée par le marché, mais on ne peut exclure la possibilité qu'elle entraîne un ajustement à la hausse des taux.

LES OBLIGATIONS CANADIENNES POURRAIENT ÊTRE TEMPORAIREMENT DÉSAVANTAGÉES

L'écart entre les taux directeurs canadiens et américains continuera de se creuser au cours des prochains trimestres pour atteindre environ 200 points de base au printemps 2012. Dans un tel contexte, il faut s'attendre à ce que le taux des obligations canadiennes de dix ans remonte au-dessus de celui des obligations américaines. Les obligations canadiennes continueront cependant de profiter de la situation relativement saine des finances publiques au pays et elles devraient recommencer à offrir une performance supérieure dès que la Fed commencera à son tour à monter ses taux directeurs.

Tableau 13
Canada : finances publiques des gouvernements fédéral et provinciaux

	Surplus (déficit) (1) en M\$		Surplus (déficit) budgétaire en % du PIB	Dette nette en % du PIB (2) (3)	Cote de crédit	
	2009-2010	2010-2011p	2010-2011p	2010-2011p	S&P	Moody's
Gouvernement fédéral	(55 600)	(45 400)	(2,8)	34,9	AAA	Aaa
T.-N.-L.	(295)	12	0,0	35,8	A+	Aa2
Île-du-Prince-Édouard	(74)	(55)	(1,2)	36,4	A	Aa2
Nouvelle-Écosse	(242)	97	0,3	40,8	A+	Aa2
Nouveau-Brunswick	(738)	(820)	(3,0)	35,0	AA-	Aa2
Québec	(3 174)	(4 606)	(1,5)	50,2	A+	Aa2
Ontario	(19 262)	(18 656)	(3,2)	38,0	AA-	Aa1
Manitoba	(201)	(471)	(0,9)	26,2	AA	Aa1
Saskatchewan	425	68	0,1	6,4	AA+	Aa1
Alberta	0	0	0,0	(6,6)	AAA	Aaa
Colombie-Britannique	(1 812)	(1 695)	(0,9)	14,7	AAA	Aaa

p : prévisions; (1) Incluent des réserves pour éventualités pour certains gouvernements; (2) Calculé à partir des résultats de 2009 pour les PIB des autres provinces que le Québec et l'Ontario; (3) Les données pour les provinces de la Sask. et de la C.-B. se réfèrent à l'exercice 2009-2010.

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

MARCHÉS BOURSIERS

La volatilité sera au rendez-vous

En début d'année, les marchés boursiers ont poursuivi sur l'élan de la fin de 2010 alors que plusieurs indicateurs montraient une certaine embellie de l'économie américaine. L'optimisme s'est toutefois tempéré étant donné les craintes liées au contexte géopolitique. Un regain est toujours probable à moyen terme dans la mesure où certaines tensions s'apaisent. Entre-temps, les investisseurs devront s'attendre à une période d'instabilité.

LA LIBYE FREINE L'ÉLAN BOURSIER

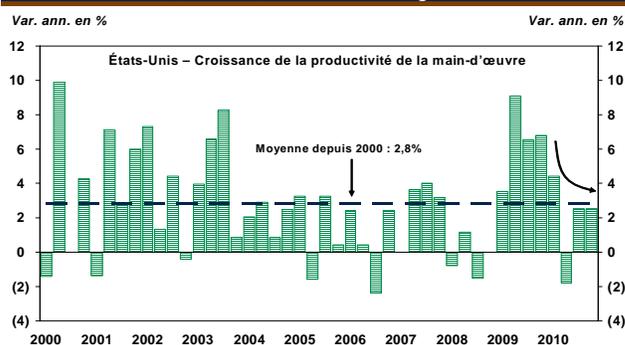
Après avoir terminé l'année 2010 en beauté, les indices boursiers ont continué sur leur lancée au début de 2011. À la suite de l'annonce de plusieurs mesures de soutien par la Réserve fédérale et le gouvernement américain, les anticipations de croissance pour l'année 2011 ont été révisées à la hausse, de même que les prévisions de profits pour les entreprises. En début d'année, bon nombre des statistiques économiques parues témoignaient d'une amélioration de la conjoncture. Les résultats d'entreprises dévoilés au premier trimestre ont également été encourageants. Le S&P 500 a ainsi progressé à un rythme annualisé de 25 % en janvier et en février combinés.

Les développements en Libye et la montée rapide des cours du pétrole sont toutefois venus miner la confiance vers la fin de février, comme en témoigne le bond de l'indice VIX, une mesure du degré de nervosité des investisseurs. Il faut dire que la récente poussée boursière devenait étirée. S'il est vrai que l'économie américaine a montré quelques signes encourageants, une reprise décisive de l'emploi se fait toujours attendre, tandis que les indicateurs du marché de l'habitation continuent de piétiner près des creux atteints durant la récession. Le potentiel à la hausse des Bourses était donc limité, et la montée soudaine de l'aversion à l'égard du risque causée par la crise en Libye a occasionné une prise de profits.

LES SOURCES DE PROFITABILITÉ ÉVOLUENT AUX ÉTATS-UNIS

Une bonne partie du récent élan boursier s'explique par la progression des profits. Si le S&P 500 a gagné 13 % en 2010, les profits ont quant à eux bondi de 42 % et, à 13,3 %, la marge bénéficiaire des entreprises est de retour à son niveau de 2007. Au début de la reprise, cette profitabilité était en bonne partie attribuable aux réductions de coût importantes effectuées par les entreprises pour maintenir leurs marges bénéficiaires. La croissance de la productivité a accéléré de manière considérable aux États-Unis au lendemain de la récession : en 2009, le PIB par heure travaillée a affiché sa plus forte hausse depuis 2003 (graphique 26). Toutefois,

Graphique 26 – La croissance de la productivité américaine retourne à son niveau de long terme



Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

en 2010, l'effet de la croissance de la productivité sur les évaluations boursières a commencé à faire place à l'effet de la croissance des revenus. Ainsi, malgré une décélération de la productivité à un rythme plus modéré, de bons résultats au chapitre des revenus ont contribué à soutenir les indices boursiers : les revenus du S&P 500 ont ainsi augmenté de 9 % en 2010, et deux entreprises sur trois ont annoncé des revenus supérieurs aux attentes des analystes au quatrième trimestre.

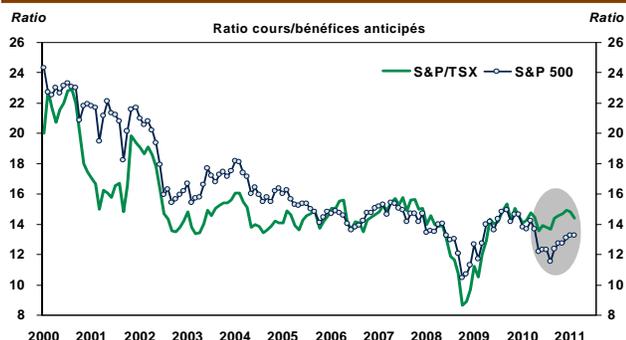
Il semble toutefois de moins en moins probable que les résultats surprennent autant à la hausse à court terme. De manière générale, la hausse des coûts des matières premières aura un impact négatif sur les marges bénéficiaires, particulièrement au sein des secteurs industriels qui consomment beaucoup d'énergie. La difficulté qu'éprouveront les entreprises à transmettre les hausses de coûts aux consommateurs pourrait aussi restreindre la profitabilité.

LES MATIÈRES PREMIÈRES CONTINUERONT DE SOUTENIR LE S&P/TSX

La reprise de l'indice S&P/TSX a été encore plus solide que celle du S&P 500 depuis le niveau plancher de 2009. En février, la Bourse canadienne avait crû de 77 % depuis son creux de février 2009, alors que la croissance du S&P 500 s'établissait à 70 %. La croissance des profits n'a toutefois

pas été aussi forte qu'aux États-Unis. Alors que le bénéfice par action du S&P 500 a progressé de 45 % depuis son creux atteint en septembre 2009, celui du S&P/TSX n'a augmenté que de 9 % au cours de la même période. Le ratio cours/bénéfices canadien a donc divergé considérablement de son équivalent américain depuis le début de 2010 (graphique 27).

Graphique 27 – Les actions canadiennes ont des évaluations plus élevées depuis 2010



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

La meilleure performance de l'indice canadien s'explique en bonne partie par la forte pondération des titres liés aux matières premières. Ces titres constituent 50 % du S&P/TSX, comparativement à seulement 17 % pour le S&P 500. L'indice énergétique du S&P/TSX a augmenté de 79 % depuis le creux boursier de 2009 alors que l'indice des matériaux industriels a enregistré un gain de 125 %. La forte poussée

des cours des matières premières demeure donc le principal moteur de croissance du S&P/TSX et, si les tensions actuelles devaient mener le prix du baril de pétrole à des niveaux légèrement plus élevés, l'indice pourrait continuer à en profiter à court terme. Toutefois, une trop forte augmentation aurait l'effet inverse alors que les craintes relatives à la croissance économique mondiale inciteraient les investisseurs à délaisser le marché boursier au profit des obligations.

CIBLES INTACTES MALGRÉ L'INCERTITUDE

Il est fort probable que les indices évolueront en dents de scie tant que l'issue des crises actuelles (Japon, monde arabe, inflation, dettes européennes) demeurera floue. Néanmoins, la cible de 15 % pour le S&P 500 en 2011 paraît toujours appropriée dans le cadre de notre scénario de base. Le faible niveau du ratio cours/bénéfices sur le S&P 500 et la bonne croissance des profits font de la Bourse américaine un investissement attrayant. En outre, si les gains d'emplois se montrent plus convaincants à partir du deuxième trimestre, le S&P 500 pourrait décoller à nouveau. Notre cible de fin d'année pour le S&P/TSX est également maintenue à 10 %. La Bourse canadienne devrait continuer de s'appuyer sur des prix élevés des matières premières, mais elle pourrait aussi profiter de développements positifs au sud de la frontière. Finalement, tant au Canada qu'aux États-Unis, les rendements des marchés boursiers demeurent significativement plus élevés que ceux des obligations, ce qui devrait soutenir les Bourses à moyen terme.

Tableau 14
Marchés boursiers : historique et prévisions

	2010	2011p	2012p
Fin de période			
États-Unis			
Indice S&P 500	Résultats 1 258 (+12,8 %)	Cible : 1 450 (+15,3 %) (fourchette : 1 350 à 1 550)	Cible : 1 550 (+6,9 %) (fourchette : 1 450 à 1 650)
Bénéfices du S&P 500	Résultats 84,14 \$ (+44,1 %)	Consensus : 96,40 \$ (+14,6 %) Desjardins : 95,00 \$ (+12,9 %)	Consensus : 109,53 \$ (+13,6 %) Desjardins : 105,00 \$ (+10,5 %)
Ratio cours/bénéfices* du S&P 500	15,0	15,3	14,8
Indice Dow Jones	Résultats 11 577 (11,0 %)	Cible : 13 300 (+14,9 %) (fourchette : 12 300 à 14 300)	Cible : 14 400 (+8,3 %) (fourchette : 13 400 à 15 400)
Canada			
Indice S&P/TSX	Résultats 13 443 (+14,4 %)	Cible : 14 775 (+9,9 %) (fourchette : 13 775 à 15 775)	Cible : 16 000 (+8,3 %) (fourchette : 15 000 à 17 000)
Bénéfices du S&P/TSX	Résultats 702,86 \$ (+14,7 %)	Consensus : 900,33 \$ (+28,1 %) Desjardins : 890,00 \$ (+26,6 %)	Consensus : 1 024,99 \$ (+13,8 %) Desjardins : 1 020,00 \$ (+14,6 %)
Ratio cours/bénéfices* du S&P/TSX	19,1	16,6	15,7

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

Sources : Datastream, IB/E/S et Desjardins, Études économiques

MARCHÉ DES DEVISES

Les anticipations de resserrement monétaire favorisent les devises européennes

Les craintes inflationnistes ont pris de plus en plus de place sur la scène économique et financière au cours des derniers mois, en particulier en Europe où les taux d'inflation évoluent au-dessus des cibles des banques centrales. De ce fait, les marchés ont révisé à la hausse leurs anticipations de taux d'intérêt directeurs, ce qui n'est pas sans effet sur les taux de change. À la surprise générale, la Banque centrale européenne a ouvert la porte au début de mars à une première hausse de taux en avril prochain, poussant l'euro à un sommet de quatre mois. Sur une base relative, le billet vert s'en trouve désavantagé, même si les récentes statistiques économiques sont plus favorables à l'économie américaine. De son côté, la devise canadienne se maintient au-dessus de la parité par rapport au dollar américain. Le huard bénéficie des cours élevés des matières premières et de la reprise anticipée du resserrement monétaire au Canada d'ici l'été.

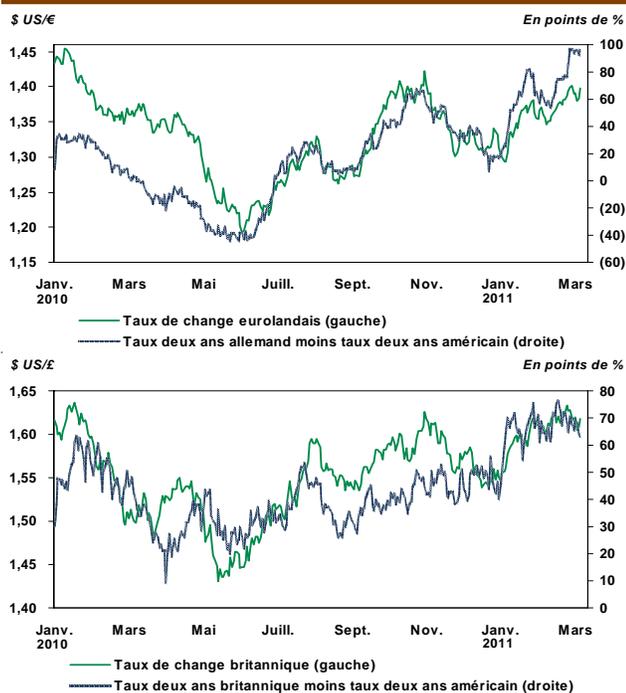
L'EURO ET LA LIVRE ONT LE VENT DANS LES VOILES, MAIS POUR COMBIEN DE TEMPS?

Les devises européennes sont en forte progression depuis le début de l'année, soutenues par des anticipations de hausses prochaines des taux d'intérêt directeurs. La corrélation entre les taux de change européens et les écarts de taux d'intérêt de deux ans est d'ailleurs très significative (graphique 28). Si, en début d'année, c'est surtout la livre qui a bénéficié de ces ajustements d'anticipations en raison d'un taux d'inflation plus élevé au Royaume-Uni, c'est maintenant l'euro qui

en profite le plus. Le ton très *hawkish* utilisé par la Banque centrale européenne (BCE) à l'issue de sa rencontre de politique monétaire du 3 mars a pris les marchés par surprise et a forcé la révision des scénarios de taux d'intérêt.

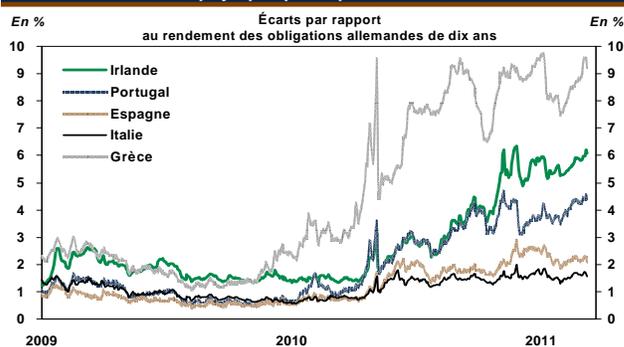
Dans ces circonstances, on pourrait penser que l'euro se maintiendra près de 1,40 \$ US pour une bonne partie de l'année, mais cela nécessiterait de fermer les yeux sur plusieurs problèmes à surmonter sur le Vieux Continent. Même si les craintes relatives aux dettes souveraines ont semblé s'apaiser ces dernières semaines, on ne peut nier le fait que les pays en difficulté doivent encore emprunter à des taux très élevés (graphique 29). Si l'euro paraît moins affecté, c'est que les investisseurs demeurent optimistes quant à l'issue des négociations en cours entre les dirigeants européens pour accroître les mesures de soutien financier. Une rencontre pour une entente finale est prévue les 24 et 25 mars prochains alors que d'importantes émissions obligataires auront lieu au Portugal et en Espagne en avril. Évidemment, si les négociations n'aboutissaient pas comme prévu, les marchés pourraient être déçus et ils pourraient choisir de larguer

Graphique 28 – L'évolution de l'euro et de la livre est maintenant corrélée avec les écarts de taux d'intérêt



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 29 – Les coûts de financement restent élevés dans les pays périphériques de la zone euro



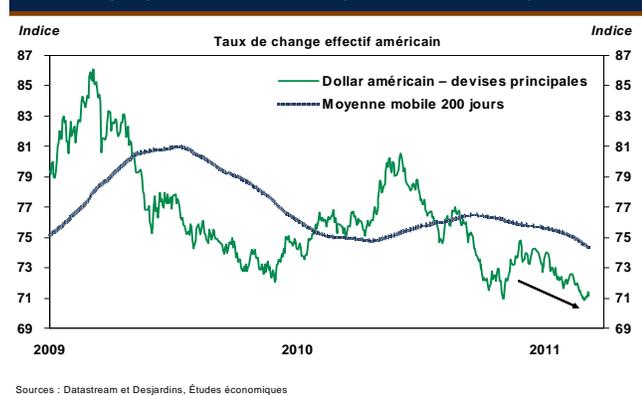
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

l'euro. En revanche, si de nouvelles mesures sont adoptées, elles seront vraisemblablement accompagnées de contraintes supplémentaires pour les gouvernements, ce qui pourrait aussi nuire à l'euro. Plus les efforts pour assainir les finances publiques seront grands, moins la croissance économique européenne sera robuste à court terme, d'autant plus que la BCE devrait procéder à un resserrement monétaire. Un euro faible serait alors approprié d'un point de vue fondamental afin de soutenir la croissance économique par le biais du secteur extérieur.

LE DOLLAR AMÉRICAIN POURRAIT REBONDIR

La croissance économique s'est accélérée aux États-Unis, et plusieurs indicateurs montrent des signes encourageants, dont la baisse des demandes d'assurance-chômage, mais le dollar américain en profite peu (graphique 30). Même si l'économie américaine est maintenant en phase d'expansion, un écart important reste tout de même à combler entre le niveau de production effectif et son potentiel. Cet écart laisse entrevoir une période prolongée de faible inflation aux États-Unis et, par ricochet, de bas taux d'intérêt. Contrairement à la BCE, la Réserve fédérale ne semble pas se soucier des risques inflationnistes de second tour associés à la hausse des prix des matières premières. Les probabilités que le dollar américain bénéficie d'un changement d'anticipations en ce qui concerne la politique monétaire semblent donc plutôt minces. Sur une base relative, le dollar américain pourrait néanmoins bénéficier du fait que la BCE devrait se limiter à deux hausses de taux d'ici la fin du printemps pour ensuite amorcer une longue pause faute de pressions inflationnistes internes. De l'autre côté de la Manche, la Banque d'Angleterre devrait elle aussi faire preuve de prudence dans son resserrement.

Graphique 30 – Le billet vert peine à remonter la pente



Dans un autre ordre d'idées, le dollar américain, qui est habituellement considéré comme une valeur refuge, profite très peu de l'incertitude générée par les tensions dans les pays arabes. Cela peut être lié au fait que les marchés financiers

n'ont pas encore rencontré de problèmes de liquidités. De plus, les risques d'un choc pétrolier associé à ces tensions ouvrent la porte à une croissance économique plus faible et à un prolongement de la politique monétaire accommodante aux États-Unis. Dans un tel scénario, on ne peut d'ailleurs pas écarter la possibilité que la BCE reste dogmatique : un élément favorable aux devises européennes. Quoi qu'il en soit, si l'incertitude provenant des pays arabes diminue comme prévu au cours des prochains mois, la devise américaine devrait s'en trouver avantagée.

LA DÉPRÉCIATION DU YEN POURRAIT SE FAIRE ATTENDRE ENCORE UN PEU

La devise nipponne évolue sur une tendance haussière par rapport au billet vert depuis plus de trois ans (graphique 31). Sur une base fondamentale, le yen devrait toutefois se déprécier afin de mieux refléter la faiblesse structurelle de l'économie japonaise aux prises avec une demande intérieure anémique et la déflation. En 2010, des facteurs temporaires ont empêché le yen de se corriger. Parmi ceux-ci, notons l'incertitude économique qui a plané sur plusieurs régions du monde et qui a favorisé les valeurs refuges telles que le yen. En outre, la demande chinoise pour les titres du gouvernement japonais a particulièrement été soutenue l'an dernier. Enfin, les statistiques économiques ont laissé paraître pendant quelque temps une reprise robuste au Japon avec un taux de croissance du PIB réel qui a dépassé celui des États-Unis entre le dernier trimestre de 2009 et le troisième de 2010 inclusivement.

Graphique 31 – Le yen à la veille d'un revirement de tendance durable



Ces soutiens ayant disparu, le yen a amorcé l'année en repli avant de se raffermir quelque peu à la suite de l'apparition des tensions dans le monde arabe et après le séisme qui a frappé le Japon. Le rapatriement de capitaux étrangers dans le but de réparer les dégâts laissés par cette catastrophe naturelle se traduit par une augmentation temporaire de la demande pour le yen. La dépréciation de la devise japonaise pourrait surtout prendre forme en deuxième moitié d'année,

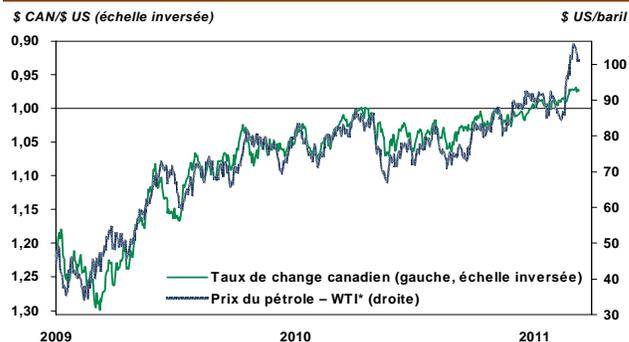
le temps que ces nouvelles pressions s'estompent. L'attention des investisseurs devrait progressivement revenir sur les problèmes structurels du pays. Il est également attendu que la Banque du Japon sera la dernière des principales banques centrales à remonter ses taux directeurs.

LE HUARD À UN SOMMET DE 40 MOIS

Depuis le début de l'année, le dollar canadien s'est maintenu au-dessus de la parité par rapport au billet vert. Pour la première fois depuis novembre 2007, le seuil de 1,03 \$ US a même été visité à quelques occasions au cours des dernières semaines. Certains indicateurs de marché commencent à suggérer que le huard est mûr pour une correction, mais la réalité demeure que plusieurs facteurs sont actuellement très favorables à la devise canadienne. Les cours élevés des matières premières, avec le pétrole aux alentours des 100 \$ US le baril et l'or à des sommets historiques, sont certes un appui important pour le huard. La corrélation des dernières années entre les prix du pétrole et le taux de change canadien suggère d'ailleurs une parité soutenable par rapport au dollar américain lorsque le baril du brut dépasse les 85 \$ US (graphique 32). La bonne performance de l'économie et de la Bourse canadienne contribue par ailleurs à soutenir la demande pour les titres canadiens. Les obligations canadiennes continuent également d'être prisées, notamment par certaines banques centrales enclines à diversifier la composition de leurs actifs en devises étrangères.

Même si la Banque du Canada semble s'inquiéter de la vigueur du huard, des hausses des taux d'intérêt directeurs

Graphique 32 – Le dollar canadien se maintient au-dessus de la parité par rapport au billet vert



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

sont pressenties au Canada pour les prochains trimestres. Une partie d'entre elles est d'ailleurs déjà escomptée dans la valeur du huard. Les craintes associées à la devise ont pu être apaisées avec la publication des derniers chiffres des comptes nationaux qui ont révélé une forte contribution du secteur extérieur. Autre élément rassurant, le potentiel de gains à court terme semble plus limité pour la devise canadienne avec les prix du pétrole et de l'or qui devraient retraiter au fur et à mesure que les tensions dans le monde arabe s'estomperont. Les suites du tremblement de terre au Japon amènent aussi un effet baissier sur les prix. Des tensions plus vives pourraient également faire déprécier le dollar canadien si les investisseurs décidaient de retourner massivement vers les valeurs refuges traditionnelles, faute de liquidité sur les marchés.

Tableau 15
Marché des devises : historique et prévisions

Fin de période	2010		2011				2012			
	T3	T4	T1p	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Dollar américain										
Dollar canadien (USD/CAD)	1,0291	0,9970	0,9804	0,9804	0,9804	0,9709	0,9709	0,9615	0,9804	0,9615
Euro (EUR/USD)	1,3652	1,3416	1,3600	1,3200	1,3000	1,3200	1,3400	1,3500	1,3200	1,3000
Livre sterling (GBP/USD)	1,5758	1,5657	1,5900	1,6000	1,6200	1,6100	1,6000	1,6200	1,6000	1,5800
Yen (USD/JPY)	83,47	81,18	82,00	85,00	88,00	92,00	95,00	98,00	97,00	95,00
Dollar australien (AUD/USD)	0,9668	1,0233	1,0000	1,0000	0,9800	0,9500	0,9400	0,9200	0,9100	0,9000
Peso mexicain (USD/MXN)	12,72	12,36	12,00	12,10	12,00	11,90	11,80	11,70	11,60	11,50
Yuan chinois (USD/CNY)	6,81	6,59	6,55	6,45	6,35	6,25	6,20	6,10	6,00	6,00
Dollar effectif* (1973 = 100)	73,55	73,25	71,96	73,25	74,08	74,01	74,00	73,90	75,00	74,98
Dollar canadien										
Dollar américain (CAD/USD)	0,9718	1,0030	1,0200	1,0200	1,0200	1,0300	1,0300	1,0400	1,0200	1,0400
Euro (EUR/CAD)	1,4049	1,3375	1,3333	1,2941	1,2745	1,2816	1,3010	1,2981	1,2941	1,2500
Livre sterling (GBP/CAD)	1,6216	1,5610	1,5588	1,5686	1,5882	1,5631	1,5534	1,5577	1,5686	1,5192
Yen (CAD/JPY)	81,11	81,42	83,64	86,70	89,76	94,76	97,85	101,92	98,94	98,80
Dollar australien (AUD/CAD)	0,9949	1,0202	0,9804	0,9804	0,9608	0,9223	0,9126	0,8846	0,8922	0,8654
Peso mexicain (CAD/MXN)	12,36	12,40	12,24	12,34	12,24	12,26	12,15	12,17	11,83	11,96
Yuan chinois (CAD/CNY)	6,61	6,61	6,68	6,58	6,48	6,44	6,39	6,34	6,12	6,24

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

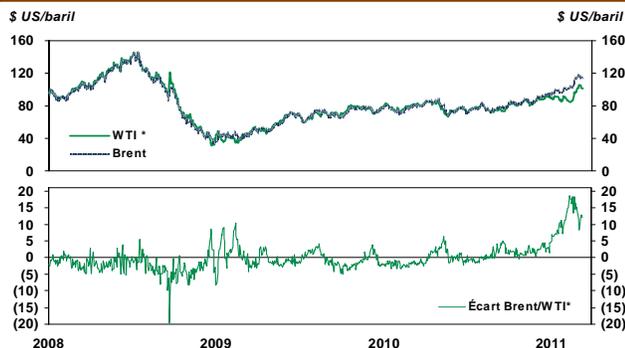
Il faudra composer avec des prix élevés

Les cours des matières premières retiennent beaucoup l'attention depuis quelques semaines. Les prix internationaux des aliments ne cessent d'établir de nouveaux sommets, réveillant les craintes d'une crise alimentaire. Récemment, les mouvements de révolte dans le monde arabe ont fait bondir les prix du pétrole au-dessus des 100 \$ US le baril. Le séisme au Japon fait cependant craindre une baisse temporaire de la demande pour plusieurs produits de base. Au-delà de ces mouvements de très court terme, la combinaison d'une progression rapide de la demande mondiale et d'une production limitée, ou incertaine, pour plusieurs produits de base maintiendra des prix élevés au cours des prochains trimestres.

LES COURS PÉTROLIERS DEMEURENT GONFLÉS PAR UNE PRIME GÉOPOLITIQUE

Après une progression relativement modeste durant la majeure partie de 2010, les prix du pétrole ont enregistré des gains importants au cours des derniers mois. Le regain d'optimisme des investisseurs en fin de 2010 a ainsi permis au prix du baril de *WTI* (*West Texas Intermediate*) de terminer l'année légèrement au-dessus des 90 \$ US. Par la suite, la crainte que les troubles dans le monde arabe n'affectent l'offre de brut a fait bondir les cours pétroliers au-dessus des 100 \$ US le baril pour la première fois depuis l'automne 2008. La hausse du prix du pétrole Brent a été encore plus marquée depuis le début de 2011, et l'écart entre les prix du Brent et du *WTI* a dépassé 18 \$ US le baril à la mi-février : du jamais vu (graphique 33)! La présence de stocks de pétrole très élevés aux États-Unis, particulièrement à Cushing en Oklahoma où le règlement des contrats à terme sur le *WTI* est effectué, et le fait que l'approvisionnement en Europe soit plus directement menacé par la situation dans le monde arabe expliquent la prime observée sur le Brent.

Graphique 33 – Les cours pétroliers ont fortement augmenté, particulièrement ceux du Brent

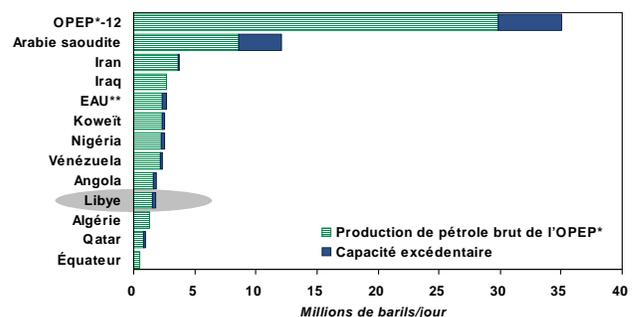


* West Texas Intermediate. Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

À court terme, les cours pétroliers réagiront principalement à l'évolution des mouvements de protestation dans plusieurs

pays producteurs. La situation ne semble pas en voie de se régler rapidement en Libye, et la production de ce pays de l'OPEP (Organisation des pays exportateurs de pétrole) risque d'être fortement réduite pour un certain temps. Cependant, l'Arabie saoudite possède des capacités de production inutilisées qui représentent plus du double de la production totale de la Libye (graphique 34). Le scénario le plus probable est que les tensions demeurent présentes plusieurs mois dans le monde arabe, mais que la production mondiale de pétrole demeure adéquate alors que l'Arabie saoudite compensera les arrêts temporaires de production dans les autres pays producteurs. La présence de stocks mondiaux relativement élevés de produits pétroliers place aussi le marché mondial du pétrole dans une bonne situation pour absorber certains dérangements du côté de la production. Les risques d'un choc pétrolier plus brutal ont cependant beaucoup gagné en importance, et les conséquences de cette éventualité sont explicitées dans la section sur les risques à la page 8.

Graphique 34 – Production de pétrole brut de l'OPEP* en janvier 2010



* Organisation des pays exportateurs de pétrole; ** Émirats arabes unis. Sources : Agence internationale de l'énergie et Desjardins, Études économiques

Si la question de l'offre retient toute l'attention, les dernières nouvelles du côté de la demande mondiale de pétrole sont aussi favorables à des cours pétroliers élevés. Gonflée par la Chine, mais aussi par une progression étonnamment

forte dans les pays industrialisés, la consommation de pétrole a enregistré une croissance spectaculaire de 3,3 % en 2010. Les perspectives économiques pour 2011 laissent entrevoir que la demande enregistrera une autre croissance relativement solide cette année. Il faudra cependant surveiller si la demande mondiale sera affectée par les mesures pour freiner l'inflation en Chine, par le séisme au Japon et par la poussée des prix de l'essence dans les pays industrialisés.

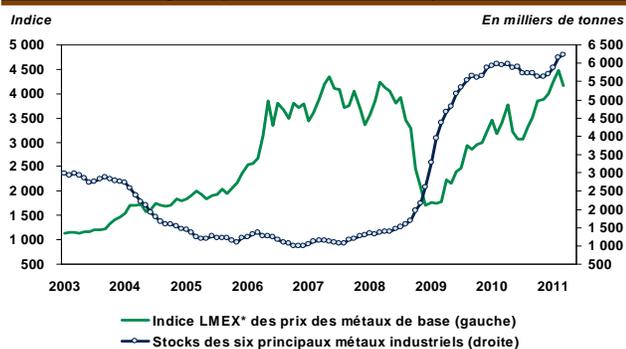
Étant donné la révision à la hausse de la demande mondiale prévue et le maintien d'une prime de risque géopolitique, les prévisions des prix du brut ont été significativement augmentées. En moyenne, le baril de WTI devrait ainsi se situer à 95 \$ US en 2011 et à 105 \$ US en 2012.

LES PRIX DES MÉTAUX DE BASE DEMEURERONT ÉLEVÉS

La publication de statistiques économiques encourageantes a amené les analystes à rehausser leurs prévisions de croissance mondiale pour 2011. Cela a permis aux prix de la plupart des métaux de continuer à progresser rapidement au cours des derniers mois. L'indice *LMEX* (*London Metal Exchange Index*) des métaux de base s'est ainsi approché tout près de son sommet historique à la mi-février avant de retraiter à la suite de l'envenimement de la situation en Libye et de la catastrophe au Japon.

À voir les stocks mondiaux élevés des métaux industriels (graphique 35), la hausse des prix des derniers mois pourrait sembler exagérée. Deux facteurs importants devraient toutefois continuer de soutenir les prix. Premièrement, la production de certains métaux, particulièrement le cuivre et l'étain, ne pourra pas augmenter rapidement malgré des prix records. Deuxièmement, la croissance mondiale prévue en 2011 et en 2012 devrait se traduire par une bonne progression de la demande de métaux. Notre scénario de base est ainsi une consolidation des prix des métaux industriels

Graphique 35 – Les prix des métaux de base sont très élevés malgré la présence de stocks importants



* London Metal Exchange Index.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

près des niveaux actuels. Il faudra cependant surveiller les effets qu'auront les efforts des autorités chinoises pour freiner l'inflation sur la demande de métaux dans ce pays particulièrement important.

LES MÉTAUX PRÉCIEUX PROFITENT DES INQUIÉTUDES

Outre les produits pétroliers, ce sont l'or et l'argent qui ont été les plus favorisés par la situation dans le monde arabe. L'intérêt des investisseurs pour ces métaux semblait pourtant légèrement fléchir en début d'année, ce qui a entraîné un recul de 6 % du prix de l'or au mois de janvier. Cette tendance n'a cependant pas duré, et les mouvements de révolte en Égypte et en Libye ont convaincu les investisseurs d'opter pour la prudence en augmentant de nouveau leurs achats d'or. Le prix du métal jaune a ainsi bondi à un nouveau sommet de 1 445 \$ US l'once le 7 mars, entraînant dans son sillage le prix de l'argent qui a atteint un sommet cyclique de plus de 36 \$ US l'once.

L'abondance de liquidités, alors que la Réserve fédérale poursuivra son assouplissement quantitatif jusqu'à la mi-2011, et le maintien d'incertitudes liées à la situation au Moyen-Orient devraient soutenir les prix des métaux précieux à court terme. La remontée progressive des taux d'intérêt et la bonne performance des Bourses devraient toutefois réduire la popularité de ces métaux au second semestre. Même s'il pourrait encore s'élever à très court terme, le prix de l'or devrait terminer 2011 aux environs de 1 200 \$ US l'once. Étant donné l'augmentation rapide de la production minière d'argent, la correction du prix de ce métal pourrait être assez violente si les spéculateurs lui tournaient le dos.

PRODUITS FORESTIERS : DES AJUSTEMENTS EN VUE

Une fois de plus, l'évolution des prix des produits forestiers ne suivra pas une tendance uniforme. Alors que les prix de la pâte fléchiront à nouveau en 2011, ceux du papier journal progresseront. De leur côté, les cours du bois d'œuvre suivront un parcours syncopé qui les amènera alternativement à la hausse et à la baisse tout au long de l'année. Ce mouvement se traduira finalement par des prix moyens du bois légèrement plus élevés qu'en 2010. Il faut dire que le marché de l'habitation américain est toujours en convalescence et que la demande de bois pour la construction est plutôt anémique. C'est vraisemblablement en 2012 que s'affichera un certain relèvement des prix.

LES CÉRÉALES ET LES OLÉAGINEUX : LES ATTENTES SONT NETTEMENT À LA HAUSSE

Les augmentations récentes des cours des grains s'appuient sur de nombreux facteurs, mais les épisodes climatiques extrêmes sont en tête de liste. Difficiles, voire impossibles à prévoir, ces événements ont complètement changé le tableau

de la production et ont modifié les perspectives pour 2011. Les réactions à ces événements ont changé la donne et ont conduit à une montée de prix impressionnante depuis l'été 2010. Même s'il fallait s'attendre à une réaction des marchés, il faut admettre qu'il est parfois difficile de concilier l'ampleur des changements de prix avec les facteurs fondamentaux. Quoi qu'il en soit, la sécheresse en Russie en août dernier et l'embargo sur les exportations qui a suivi ont donné le ton aux marchés, qui cumulent des hausses de prix de semaine en semaine, et ce, pour l'ensemble des grains. À cet événement se sont ajoutées plus récemment les inondations en Australie et la sécheresse en Argentine et en Chine, des pays producteurs d'importance. De son côté, le USDA (United States Department of Agriculture) a revu à la baisse les rendements et les niveaux de stocks. La réponse de certains États, dont ceux de l'Afrique du Nord, a été de précipiter les achats afin de prévenir toute pénurie. Le mouvement à la hausse s'est ainsi amplifié, faisant craindre une reconduction des excès de l'année 2008.

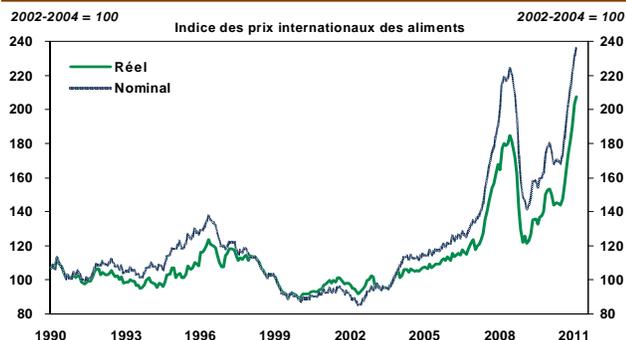
L'année 2011 débute donc avec des niveaux de prix très élevés (graphique 36), qui font ressurgir le spectre des émeutes

de la faim et de l'inflation galopante. Il est vrai que les conditions actuelles sont plus favorables à des hausses qu'à des baisses des cours des céréales et des oléagineux.

Du côté de l'offre, les récoltes dans l'hémisphère Sud seront moins productives qu'anticipé, et les stocks ont été revus à la baisse. La situation est particulièrement corsée en ce qui concerne le maïs, dont le ratio stocks/utilisation est le plus bas depuis 1995-1996. Toutefois, bien que les intentions d'ensemencement ne soient pas encore connues aux États-Unis, on anticipe déjà une augmentation de la production de maïs et de blé pour l'année 2011. Par contre, on escompte que la consommation de maïs pour la production d'éthanol augmentera aussi en vertu d'un accès accru à des mélanges essence-éthanol. La croissance des pays émergents gonflera également la demande de céréales.

Jusqu'où iront les prix? Dans le contexte sociopolitique mondial actuel, on ne peut être catégorique. La volatilité sera le maître-mot. Il faudra surveiller de près les gros joueurs, tant du côté de la production que du côté de la consommation. Ainsi, les fluctuations de la demande chinoise, tant à la hausse qu'à la baisse, auront une forte incidence sur les cours mondiaux. En parallèle, la demande pour la viande continuera d'augmenter avec le relèvement du niveau de vie dans les pays en développement. La taille des cheptels bovins et porcins a été réduite durant la récession, ce qui a contenu l'offre et haussé les prix. Il faut s'attendre à ce que ces derniers soient supérieurs, en 2011, à la moyenne des dix dernières années.

Graphique 36 – Nouvelle poussée impressionnante des prix des aliments



Sources : Food and Agriculture Organization et Desjardins, Études économiques

Tableau 16
Prix des matières premières : historique et prévisions

	2009	2010	2011p	2012p
Moyennes annuelles				
Pétrole WTI* (\$ US/baril)	62	80	Cible : 95 (fourchette : 85 à 105)	Cible : 105 (fourchette : 95 à 115)
Gaz naturel Henry Hub (\$ US/MMBTU**)	3,95	4,38	Cible : 4,25 (fourchette : 3,25 à 5,25)	Cible : 5,25 (fourchette : 4,25 à 6,25)
Or (\$ US/once)	973	1 226	Cible : 1 300 (fourchette : 1 200 à 1 400)	Cible : 1 150 (fourchette : 1 050 à 1 250)
Indice LME**** – métaux de base	2 471	3 466	Cible : 4 500 (fourchette : 4 000 à 5 000)	Cible : 4 750 (fourchette : 4 250 à 5 250)

p : prévisions; * West Texas Intermediate; ** Million British Thermal Unit; **** London Metal Exchange Index.

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

2011-2015 : PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES À MOYEN TERME

Vers des pressions inflationnistes internes et externes

Le scénario économique de moyen terme demeure caractérisé par la poursuite de la restructuration des économies industrialisées et la résorption des grands déséquilibres macroéconomiques. Graduellement, les pays émergents réduiront leur taux d'épargne pendant que les pays industrialisés réduiront leur niveau d'endettement. L'important déficit commercial américain est également appelé à diminuer alors que la demande intérieure des pays émergents devrait continuer de croître rapidement, et leurs devises s'apprécier. Le retour au plein potentiel de production pour la plupart des économies s'accompagnera de plus fortes pressions inflationnistes et d'un relèvement des taux d'intérêt directeurs.

PRESSIONS INFLATIONNISTES ACCRUES

La hausse des prix du pétrole et de certains autres produits de base est la principale explication à l'augmentation récente des taux d'inflation mondiaux. En dépit d'ajustements probables de l'offre, ces pressions inflationnistes ne sont pas appelées à disparaître de sitôt avec la demande croissante des pays émergents et avec les pays industrialisés qui entament une nouvelle phase d'expansion économique. Il est cependant encore trop tôt pour un resserrement marqué des politiques monétaires des principales banques centrales. Si des facteurs externes exercent actuellement des pressions haussières sur les prix, on ne peut pas en dire autant pour les facteurs internes, c'est-à-dire ceux qui sont plus directement liés à l'état individuel des économies. Les taux de chômage élevés dans plusieurs pays industrialisés, la faible progression des salaires et le crédit anémique limitent la progression de l'inflation à brève échéance. À plus long terme, toutefois, les facteurs internes devraient redevenir inflationnistes, et les banques centrales auront à resserrer davantage leurs taux d'intérêt directeurs pour respecter leur cible d'inflation.

NORMALISATION DES TAUX D'INTÉRÊT

Le retour vers des taux d'intérêt directeurs neutres est prévu aux alentours de 2014. Cela pourrait se faire un peu plus tôt pour les pays émergents qui ont déjà commencé leur resserrement monétaire, et un peu plus tard pour certains pays industrialisés aux prises avec d'importants problèmes structurels, comme les États-Unis. Le taux neutre est estimé entre 3,75 % et 4,50 % pour le taux des fonds fédéraux américains et entre 3,50 % et 4,25 % pour le taux des fonds à un jour canadien. Ces valeurs sont déterminées à partir du taux de croissance économique potentiel majoré de l'inflation anticipée. Le retour à des taux neutres sera notamment accompagné d'une hausse des taux obligataires. Les obligations américaines de dix ans devraient converger vers un rendement d'environ 5,00 % contre 4,75 % pour les obligations canadiennes.

Les banques centrales qui ont procédé à des assouplissements quantitatifs devront également voir à la normalisation de leur bilan à moyen terme. La Réserve fédérale (Fed) a été particulièrement proactive en matière de politique non traditionnelle. Avant la crise, les crédits octroyés par la Fed au système financier américain totalisaient un peu moins de 1 000 G\$ US, et cette somme devrait avoisiner 3 000 G\$ US d'ici l'été. La faiblesse du crédit privé aux États-Unis empêche pour l'instant une explosion de la masse monétaire, laquelle pourrait générer beaucoup d'inflation. Au fur et à mesure que le marché du crédit se redressera, la Fed devra s'assurer que la taille de son bilan ne conduira pas à une trop forte création monétaire. Pour y parvenir, des outils ont déjà été identifiés, dont l'émission de dépôts à terme par la banque centrale pour geler une grande partie de l'excédent de liquidités du système financier. Le recours à des opérations de cession en pension et à la vente de titres pourrait aussi avoir lieu.

À l'inverse des effets produits par les assouplissements quantitatifs des dernières années, les futures opérations de la Fed pourraient générer des pressions haussières sur les taux obligataires. Le résultat final dépendra de l'ampleur de ces interventions et des ajustements de la demande devant une offre accrue de titres sur le marché. En considérant que le tout devrait se faire graduellement et que le gouvernement américain est appelé à réduire ses émissions de titres de dettes grâce à l'amélioration de la conjoncture et à la réduction du déficit, on peut penser que le marché obligataire sera en mesure d'absorber assez facilement le choc.

AVANTAGE POUR LES PAYS PRODUCTEURS DE MATIÈRES PREMIÈRES

Les pays producteurs de matières premières seront particulièrement choyés à moyen terme avec les cours élevés des ressources naturelles qui contribuent à leur enrichissement. Le secteur énergétique paraît particulièrement prometteur.

Outre l'effet « prix », d'importants investissements dans les capacités de production seront requis afin de répondre à la demande croissante. Les secteurs minier et énergétique canadiens devraient encore prendre de l'expansion.

L'appréciation des termes de l'échange découlant des prix plus élevés des matières premières se traduit néanmoins par des ajustements de taux de change qui nuisent à la compétitivité d'autres secteurs. Avec un dollar canadien qui semble vouloir s'installer confortablement au-dessus de la parité avec le billet vert, les efforts visant à accroître la productivité du secteur manufacturier devront s'intensifier au Canada pour éviter le piège du « mal hollandais ».

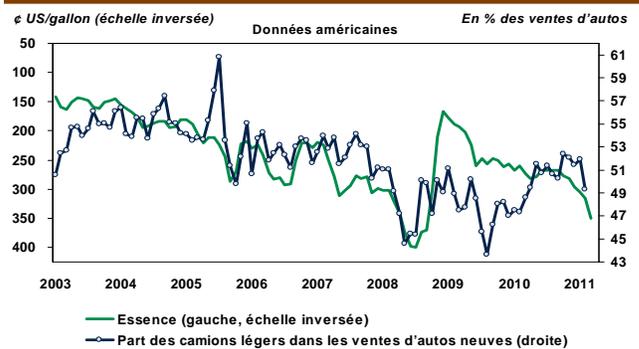
AFFAIBLISSEMENT DES RÉGIMES NON DÉMOCRATIQUES

Les récents soulèvements populaires survenus en Afrique du Nord et au Moyen-Orient nous obligent à poser un regard interrogateur sur la longévité des régimes non démocratiques à moyen terme. La nouvelle tendance haussière des prix des denrées alimentaires n'est pas étrangère à l'explosion de colère de ces peuples qui, par ailleurs, comptent souvent une large part de jeunes chômeurs. Or, même si l'alimentation est un marché où il est relativement facile d'accroître l'offre pour diminuer les prix, plusieurs facteurs devraient maintenir les prix élevés. Parmi ceux-ci, notons l'utilisation croissante de terres pour la production d'éthanol ainsi que l'augmentation de la demande mondiale pour la viande et les produits laitiers, qui sollicite davantage de superficies pour nourrir le bétail. Dans ce contexte, le potentiel de révolte populaire demeurera élevé au cours des prochaines années avec la volatilité que cela peut apporter sur les marchés financiers. Incluant la Chine, un peu plus de la moitié de la population mondiale vivait sous la gouvernance d'un régime non démocratique en 2010.

CHANGEMENT DES HABITUDES DE CONSOMMATION

Le caractère permanent des hausses de prix attendues pour plusieurs produits de base devrait inciter de plus en plus d'individus à revoir leurs choix de consommation afin de maximiser leur bien-être personnel. Lorsque les prix de l'essence avaient augmenté avant la récession, une tendance à la baisse dans l'achat de véhicules énergivores avait été remarquée. Sans la correction des prix du pétrole survenue par la suite, cette tendance, qui est maintenant appelée à revenir, se serait probablement maintenue (graphique 37). Ces changements sont essentiels pour l'équilibre écologique de la planète, mais aussi pour notre prospérité à long terme. La recherche et le développement de substituts nécessitant moins de ressources naturelles offriront d'excellentes possibilités d'investissement dans plusieurs secteurs. Certains procédés de fabrication pourraient aussi être améliorés afin de maintenir un haut niveau de compétitivité.

Graphique 37 – Les ventes de véhicules énergivores pourraient reprendre une tendance baissière



Sources : Bureau of Economic Analysis, Datastream et Desjardins, Études économiques

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

En % (sauf si indiqué)	Moyennes annuelles							Moyennes	
	2009	2010	2011p	2012p	2013p	2014p	2015p	2003-2010	2011-2015p
PIB réel (var. en %)	(2,6)	2,8	2,8	3,0	3,5	3,0	3,0	1,7	3,1
Taux d'inflation (var. en %)	(0,3)	1,6	2,3	2,2	2,5	2,5	2,5	2,4	2,4
Taux de chômage	9,3	9,6	9,1	8,4	7,5	6,5	6,0	6,3	7,5
Indice S&P 500 (var. en %)*	23,5	12,8	15,3	6,9	8,0	7,0	7,0	6,7	8,8
Fonds fédéraux	0,25	0,25	0,25	1,00	2,80	3,75	4,50	2,28	2,46
Taux préférentiel	3,25	3,25	3,25	4,00	5,80	6,75	7,50	5,28	5,46
Bons du Trésor – 3 mois	0,15	0,14	0,20	1,20	3,00	3,80	4,50	2,08	2,54
Obligations fédérales – 10 ans	3,24	3,20	3,65	4,40	4,70	4,85	5,00	4,00	4,52
Obligations fédérales – 30 ans	4,07	4,25	4,65	4,90	5,10	5,20	5,30	4,60	5,03
Pétrole WTJ** (\$ US/baril)	62	80	95	105	115	120	125	64	112
Or (\$ US/once)	973	1 226	1 300	1 150	1 050	1 000	1 000	699	1 100

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	
	2009	2010	2011p	2012p	2013p	2014p	2015p	2003-2010	2011-2015p
PIB réel (var. en %)	(2,5)	3,1	2,8	2,7	3,0	2,5	2,5	1,8	2,7
Taux d'inflation (var. en %)	0,3	1,8	2,1	1,9	2,1	2,0	1,9	1,9	2,0
Création d'emplois (var. en %)	(1,6)	1,4	2,0	2,0	2,1	1,8	2,0	1,4	2,0
Création d'emplois (k)	(274)	228	337	345	373	322	368	218	349
Taux de chômage	8,3	8,0	7,4	7,1	6,9	6,3	6,1	7,0	6,8
Mises en chantier (k)	149	190	172	185	190	195	200	210	189
Indice S&P/TSX* (var. en %)	30,7	14,4	9,9	8,3	7,0	7,0	7,0	11,3	7,8
Dollar canadien (\$ US/\$ CAN)	0,88	0,97	1,02	1,03	1,04	1,02	1,05	0,86	1,03
Taux des fonds à un jour	0,43	0,59	1,50	2,65	3,30	4,00	4,25	2,53	3,14
Taux préférentiel	2,43	2,59	3,50	4,65	5,30	6,00	6,25	4,35	5,14
Taux hypothécaires									
1 an	4,10	3,49	3,85	4,90	5,60	6,15	6,40	5,24	5,38
5 ans	5,67	5,57	5,60	6,50	7,00	7,25	7,40	6,33	6,75
Bons du Trésor – 3 mois	0,34	0,57	1,60	2,75	3,40	4,00	4,25	2,40	3,20
Obligations fédérales									
2 ans	1,23	1,55	2,15	3,25	3,80	4,30	4,50	2,88	3,60
5 ans	2,34	2,44	2,90	3,90	4,25	4,50	4,70	3,45	4,05
10 ans	3,24	3,24	3,70	4,40	4,60	4,70	4,80	4,00	4,44
30 ans	3,85	3,77	4,10	4,70	4,85	4,90	5,00	4,40	4,71
Écarts de taux É.-U./Canada									
Bons du Trésor – 3 mois	0,19	0,43	1,40	1,55	0,40	0,20	(0,25)	0,32	0,66
Oblig. fédérales – 10 ans	0,00	0,04	0,05	0,00	(0,10)	(0,15)	(0,20)	0,00	(0,08)
Oblig. fédérales – 30 ans	(0,22)	(0,48)	(0,55)	(0,20)	(0,25)	(0,30)	(0,30)	(0,21)	(0,32)

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	
	2009	2010	2011p	2012p	2013p	2014p	2015p	2003-2010	2011-2015p
Québec									
PIB réel	(0,3)	2,9	2,2	2,3	2,5	2,0	1,5	1,7	2,1
Taux d'inflation	0,6	1,2	2,5	2,5	2,2	2,0	2,1	1,7	2,3
Création d'emplois	(0,8)	1,7	1,6	1,3	0,7	0,6	0,5	1,2	0,9
Création d'emplois (k)	(32)	67	60	50	30	25	20	44	37
Taux de chômage (%)	8,5	8,0	7,3	6,7	6,2	5,9	5,5	8,1	6,3
Ventes au détail	(1,1)	5,6	4,6	3,8	4,0	4,0	3,5	4,1	4,0
Mises en chantier (k)	43	51	46	43	42	40	40	50	42
Ontario									
PIB réel	(3,6)	2,7	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	1,2	2,5
Taux d'inflation	0,4	2,5	2,1	1,8	2,4	2,1	1,9	1,9	2,1
Création d'emplois	(2,5)	1,7	2,0	1,8	2,0	1,5	1,7	1,2	1,8
Création d'emplois (k)	(164)	108	132	121	137	105	121	73	123
Taux de chômage (%)	9,0	8,7	7,8	7,5	7,0	6,5	6,2	7,2	7,0
Ventes au détail	(2,5)	5,0	5,2	4,1	4,5	5,0	5,5	3,2	4,9
Mises en chantier (k)	50	60	52	68	72	70	70	72	66

p : prévisions

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

