

### L'économie des pays industrialisés encore en eaux troubles Des marchés très volatils et du rarement vu pour les taux obligataires

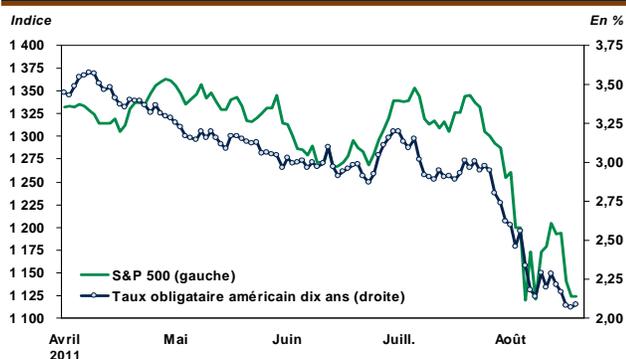
Toute la planète a été ébranlée par les récentes turbulences sur les marchés financiers. Plusieurs événements alarmants pour les investisseurs se sont conjugués, provoquant un mouvement de panique que les autorités gouvernementales et monétaires n'ont pu endiguer rapidement. Les taux obligataires ont brutalement chuté, tout comme les marchés boursiers (graphique 1). Les conséquences sur les scénarios économique et financier ont été instantanées : toute hausse des taux directeurs nord-américains a été éliminée au moins jusqu'à la mi-2013, et les prévisions de croissance pour 2011 et 2012 ont considérablement été abaissées. Ce revirement rapide a été rendu nécessaire par la matérialisation de plusieurs des risques mis en évidence dans notre dernière publication.

La toile de fond de cette tourmente reste l'endettement public excessif. La crise des dettes souveraines en Europe est loin d'être terminée et les dernières préoccupations ont surtout touché l'Italie et l'Espagne. L'achat de titres de dette par la Banque centrale européenne et le dépôt de nouvelles mesures d'austérité par l'Italie ont réussi à freiner la poussée des coûts de financement de ces pays, pour l'instant. Cependant, la capacité de plusieurs institutions financières européennes à résister à cette crise soulève de sérieux doutes. Une simple rumeur concernant une institution financière est susceptible de provoquer d'importants remous sur les marchés.

Aux États-Unis, les interminables tractations entre démocrates et républicains pour permettre le relèvement du plafond de la dette américaine ont exaspéré les marchés financiers. Malgré l'entente de dernière minute, l'agence Standard & Poor's a décoté la dette américaine, créant non seulement une commotion dans la population, mais également une exacerbation de la panique des investisseurs. Le fait que les autres agences aient maintenu leur note a relativisé la décision de Standard & Poor's, mais le choc a été brutal et le doute persiste quant à la capacité politique actuelle des Américains à poser les actions de long terme nécessaires pour régler leurs problèmes de déficit et d'endettement.

Le principal déclencheur de ce qu'on a vécu au cours des dernières semaines a été la publication d'indicateurs économiques très décevants aux États-Unis, alimentant les craintes d'une autre récession. La très forte révision à la baisse du PIB réel américain, au premier trimestre, de 1,9 % à 0,4 % et le faible résultat du deuxième trimestre à 1,3 % ont anéanti les espoirs de voir l'économie américaine se ressaisir solidement. De plus, l'indice ISM manufacturier est tombé à un cheveu du niveau signalant une contraction de ce secteur, les indices de confiance des consommateurs se sont effondrés et le solde du commerce extérieur s'est détérioré davantage. En bref, tout indique que la reprise demeurera décevante aux

Graphique 1 – Vive réaction sur les marchés financiers



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

#### TABLE DES MATIÈRES

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

**François Dupuis**

Vice-président et économiste en chef

**Hélène Bégin**

Économiste principale

**Yves St-Maurice**

Directeur principal et économiste en chef adjoint

**Benoît P. Durocher**

Économiste principal

**Francis Généreux**

Économiste principal

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

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

**Jimmy Jean**

Économiste principal

**Hendrix Vachon**

Économiste senior

## Tableau 1 Scénario économique : variation du PIB réel

Taux annualisé en %	2010		2011				Moyenne annuelle		
	T3	T4	T1	T2p	T3p	T4p	2010	2011p	2012p
États-Unis	2,5	2,3	0,4	1,3	0,5	1,9	3,0	1,5	1,5
Canada	2,5	3,1	3,9	0,0	1,5	2,2	3,2	2,3	2,1
Ontario	2,0	3,5	3,2	(0,5)	1,2	1,9	3,0	2,0	1,9
Québec	0,2	1,9	3,7	(0,5)	1,5	2,3	2,9	1,7	1,7

p : prévisions

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

États-Unis, et de nouvelles contractions du PIB réel ne sont pas exclus.

Les événements récents ont exigé une révision en profondeur de nos scénarios économique et financier. Aux États-Unis, la croissance prévue du PIB réel passe de 2,5 % à 1,5 % pour 2011 et elle est amputée de moitié pour 2012, soit de 3,0 % à 1,5 %. Même si le Canada est en meilleure posture à certains égards (ex. : marge de manœuvre budgétaire, secteur financier sain, etc.), sa forte intégration commerciale à l'économie américaine et la baisse des prix des matières premières auront leurs effets de ce côté-ci de la frontière. Les prévisions de croissance du PIB réel au Canada sont donc diminuées de 2,9 % à 2,3 % pour 2011 et de 2,7 % à 2,1 % pour 2012. Les prix moyens du pétrole ont aussi été ramenés à 91 \$ US le baril de WTI (*West Texas Intermediate*) pour 2011 et à 88 \$ US pour 2012. Quant au huard, il aura de la difficulté à se maintenir au-dessus de la parité par rapport au billet vert.

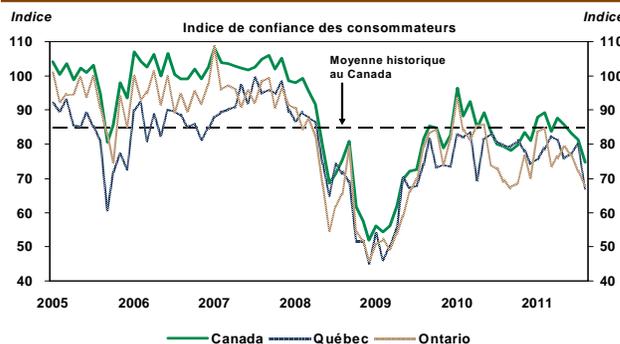
Dans la même foulée, l'Europe montre également des signes d'essoufflement sérieux. La bonification des plans d'austérité de certains pays de la zone risque de faire plus mal que prévu. Des révisions à la baisse de la croissance ont aussi été nécessaires. Comme les pays émergents ne pourront à eux seuls soutenir l'économie de la planète, la croissance prévue du PIB mondial a dû être révisée de 4,0 % à 3,6 % en 2011 et de 4,2 % à 3,7 % en 2012.

Avec des économies en détresse et des risques élevés de contraction, les taux obligataires américains et canadiens resteront à des niveaux historiquement faibles pendant une période prolongée. La Réserve fédérale et la Banque du Canada maintiendront leurs taux directeurs stables au moins jusqu'à la mi-2013. Les marchés boursiers évolueront au gré des indicateurs économiques et des nouvelles financières, ce qui annonce des périodes de forte volatilité.

Le Québec et l'Ontario ne vivent pas en vase clos. Déjà, certains indicateurs économiques montraient une faiblesse plus forte que prévu au second trimestre. Même si la création d'emplois laisse encore une bonne impression de la tenue de

l'économie de ces provinces, la baisse de régime de l'économie américaine touchera durement leurs entreprises exportatrices au cours des prochains mois. Les turbulences des marchés financiers risquent d'affecter davantage la confiance des ménages (graphique 2). La croissance économique a donc également été révisée à la baisse pour ces deux provinces. Le Québec verra la sienne diminuer de 2,2 % à 1,7 % en 2011 et de 2,3 % à 1,7 % en 2012. Pour l'Ontario, la croissance passera de 2,8 % à 2,0 % en 2011 et de 2,5 % à 1,9 % en 2012.

**Graphique 2 – La confiance des consommateurs a diminué partout au Canada**



Sources : Conference Board du Canada et Desjardins, Études économiques

L'endettement public et privé de nos économies constitue un problème structurel majeur. Sa résolution n'est possible qu'au prix d'importants sacrifices, et elle prendra du temps. Les Canadiens l'ont appris à leurs dépens au milieu des années 1990 alors que le gouvernement fédéral avait décidé de transformer un déficit de 39 G\$ en surplus. La lutte sera parsemée d'embûches et il faut s'attendre à de nombreuses autres mauvaises surprises au cours des prochains trimestres. La volatilité sur les marchés est donc là pour rester encore quelque temps, mais il devenait indispensable de corriger une situation insoutenable à long terme.

**François Dupuis**

Vice-président et économiste en chef

**Yves St-Maurice**

Directeur principal et économiste en chef adjoint

## Tableau 2

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

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

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

## Tableau 3

### Sommaire des prévisions financières

Fin de période en % (sauf si indiqué)	2010		2011				2012			
	T3	T4	T1	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
<b>Taux d'intérêt directeur</b>										
États-Unis	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Canada	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Zone euro	1,00	1,00	1,00	1,25	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Royaume-Uni	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Japon	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
<b>Obligations fédérales dix ans</b>										
États-Unis	2,50	3,31	3,45	3,16	2,30	2,60	2,70	2,90	3,10	3,30
Canada	2,76	3,12	3,35	3,11	2,50	2,75	2,80	2,95	3,15	3,30
<b>Marché des devises</b>										
Dollar canadien (USD/CAD)	1,03	1,00	0,97	0,96	1,00	1,00	0,99	0,98	0,98	0,97
Euro (EUR/USD)	1,37	1,34	1,42	1,45	1,42	1,40	1,38	1,37	1,39	1,41
Euro (EUR/CAD)	1,40	1,34	1,38	1,40	1,42	1,40	1,37	1,34	1,36	1,37
<b>Matières premières (moyenne annuelle)</b>										
Pétrole <i>WTI</i> * (\$ US/baril)	80 (91**)		91 (82**)				88 (95**)			
Or (\$ US/once)	1 226 (1 418**)		1 640 (1 800**)				1 685 (1 550**)			
<b>Marchés boursiers** (niveau et croissance)</b>										
États-Unis (S&P 500)	1 258		Cible : 1 300 (+3,4 %)				Cible : 1 365 (+5,0 %)			
Canada (S&P/TSX)	13 443		Cible : 13 850 (+3,0 %)				Cible : 14 700 (+6,1 %)			

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

# OUTRE-MER

## L'économie eurolandaise s'essouffle

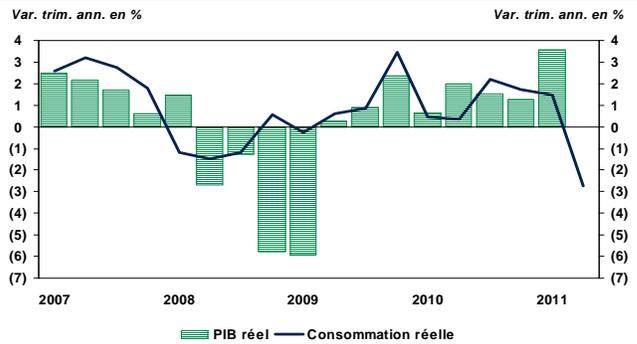
### ÉCONOMIE MONDIALE

- Les inquiétudes sont de plus en plus grandes pour la croissance économique mondiale. Ce sont les pays avancés qui sont le plus touchés par une nouvelle vague d'incertitudes causées par les problèmes de dettes gouvernementales et par les fluctuations exacerbées des marchés financiers.
- Malgré la fin des problèmes temporaires occasionnés par les catastrophes au Japon, la croissance économique devrait demeurer lente au second semestre de 2011 dans la plupart des pays avancés. Les augmentations du PIB réel mondial prévues pour 2011 et 2012 sont nettement revues à la baisse. Ainsi, le gain anticipé pour 2011 passe de 4,0 % à 3,6 % et celui de 2012 diminue de 4,2 % à 3,7 %.
- Il faut s'attendre à ce que la croissance rapide de la demande pour les matières premières industrielles observée au cours des derniers trimestres ralentisse significativement. Par conséquent, les prix du pétrole *WTI* (*West Texas Intermediate*) devraient évoluer près des 80 \$ US le baril d'ici la fin de l'année et demeurer sous les 90 \$ US d'ici l'automne 2012.

### EUROPE

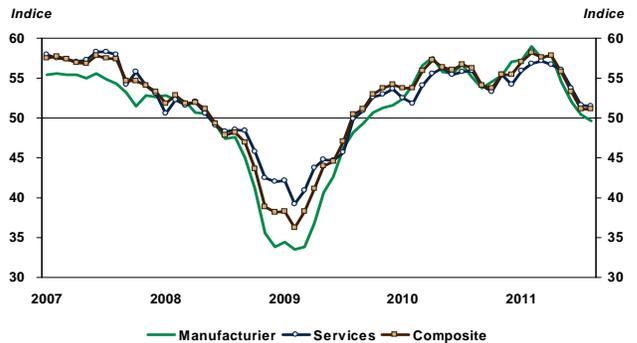
- La croissance économique a été décevante en zone euro au deuxième trimestre de 2011. Après un gain enviable de 3,4 %, à taux annualisé, à l'hiver, le PIB réel n'a crû que de 0,7 % au printemps. Même l'Allemagne, locomotive de la reprise européenne, s'est essouffée avec une croissance du PIB réel qui est passée de 5,5 % à seulement 0,5 %. En France, la croissance s'est tout simplement stoppée au second trimestre sous le poids d'un recul marqué de la consommation réelle (graphique 3). On observe aussi de très faibles taux de croissance en Espagne, aux Pays-Bas et au Portugal.
- La situation ne s'annonce guère mieux si l'on se fie aux indices PMI qui se sont presque tous rapprochés de la barre de 50, notamment du côté de la fabrication (graphique 4). L'inquiétude entourant les dettes souveraines et la fragilité du secteur financier risquent également de freiner considérablement la croissance du crédit et de l'investissement. De plus, la force relative de l'euro par rapport au dollar américain nuit au commerce extérieur comme le prouve la détérioration du solde commercial en juin. Le PIB réel de la zone euro devrait croître de 1,7 % en 2011 et de 1,3 % en 2012.
- La reprise économique s'est visiblement essouffée au Royaume-Uni. Après un recul annualisé de 2,0 % du PIB réel à l'automne 2010 et un rebond peu convaincant de 1,8 % à l'hiver 2011, la croissance n'a été que de 0,7 % au printemps. Ainsi, en neuf mois, le PIB réel n'a crû que de 0,1 % (non annualisé) (graphique 5). La poursuite des mesures d'austérité du gouvernement ainsi que les tensions sociales grandissantes risquent de nuire davantage à la reprise. Le PIB réel britannique devrait croître de 1,0 % en 2011 et de 1,9 % en 2012.

**Graphique 3 – La consommation a chuté au printemps en France**



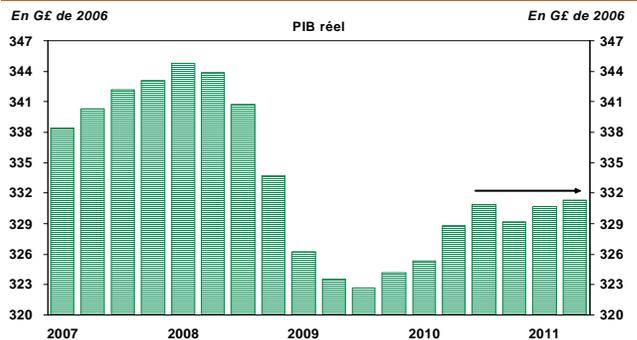
Sources : Institut national de la statistique et des études économique et Desjardins, Études économiques

**Graphique 4 – L'indice PMI manufacturier de la zone euro est passé sous la barre de 50**



Sources : Markit, Bloomberg et Desjardins, Études économiques

**Graphique 5 – Le PIB réel du Royaume-Uni est relativement stable depuis plusieurs trimestres**

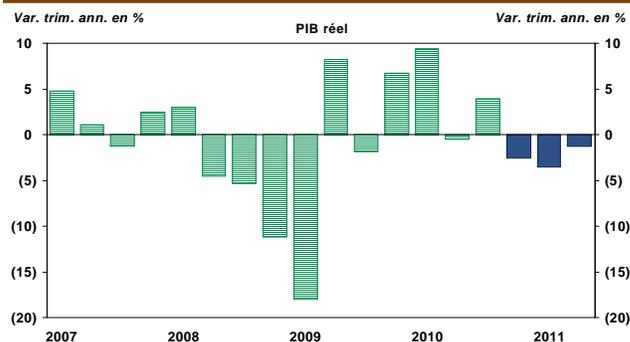


Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

## ASIE

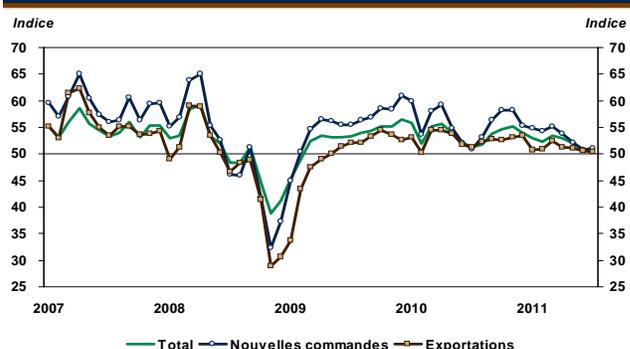
- Au Japon, la récession entamée à l'automne 2010, mais exacerbée par les catastrophes du mois de mars, s'est poursuivie au printemps de 2011 (graphique 6). Paradoxalement, malgré une décroissance de 1,3 % à rythme annualisé, la publication du PIB réel du second trimestre a été perçue comme une assez bonne nouvelle puisque les attentes étaient encore plus mauvaises. Le Japon se remet peu à peu de ces difficultés et l'on a pu récemment observer de bonnes croissances de la production industrielle, une augmentation des ventes au détail et une amélioration de la confiance des consommateurs. Les efforts de reconstruction ainsi que la force du yen fragilisent encore les exportations nettes, mais celles-ci affichent tout de même une meilleure situation. L'économie nipponne risque toutefois de subir les effets des difficultés des autres pays avancés, et sa propre position budgétaire demeure une source d'inquiétude. Après une décroissance de 0,9 % en 2011, le PIB réel devrait augmenter de 2,8 % en 2012.
- La progression du PIB réel continue d'aller bon train en Chine avec une variation annuelle de 9,5 % au second trimestre de 2011, soit un taux de croissance similaire à ceux des trois trimestres précédents. En fait, peu de signaux laissent supposer une véritable décélération de l'économie chinoise pour le moment. La production industrielle et les ventes au détail continuent de croître rapidement bien qu'elles ne s'accroissent plus vraiment, et le solde commercial a enregistré en juillet son plus grand surplus depuis janvier 2009. La seule ombre au tableau est la faiblesse de l'indice PMI manufacturier qui a atteint 50,7 en juillet (graphique 7). La faiblesse de la demande dans les pays avancés pourrait nuire à la croissance chinoise.

**Graphique 6 – La récession s'est poursuivie jusqu'au second trimestre au Japon**



Sources : Cabinet Office et Desjardins, Études économiques

**Graphique 7 – L'indice PMI manufacturier recule aussi en Chine**



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

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

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

p : prévisions

Sources : Consensus Forecasts et Desjardins, Études économiques

# ÉTATS-UNIS

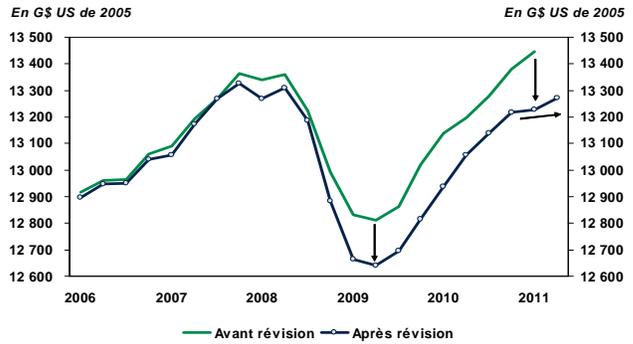
## La situation s'aggrave

### ÉCONOMIE

- La récente révision annuelle des comptes nationaux américains affiche des contractions plus sévères du PIB réel pendant la récession et une remontée plus lente qu'initialement estimé pendant la reprise (graphique 8). Ainsi, on ne peut plus qualifier la période actuelle comme d'expansion, les révisions faisant que le sommet du PIB réel d'avant la récession n'a pas encore été retrouvé. Il manque encore 0,4 % au PIB pour passer en phase d'expansion.
- Avec une croissance du PIB réel de seulement 0,4 % à rythme annualisé au premier trimestre et de 1,3 % au printemps (selon la première estimation), l'économie américaine s'est visiblement essoufflée en 2011.
- Plusieurs indicateurs signalent que la production de biens et services ne rebondira pas au troisième trimestre. Le caractère acrimonieux des débats entourant le plafond de la dette publique américaine, la décote de la dette par Standard & Poor's et les grandes fluctuations des marchés financiers ont amené de nouvelles incertitudes qui nuisent à la croissance.
- Pour le moment, la faiblesse provient surtout des indicateurs de confiance. L'indice de confiance des consommateurs de l'Université de Michigan est tombé, en août, sous le creux de la dernière récession (graphique 9).
- La confiance des entreprises est aussi ébranlée. Déjà, les indices ISM se sont rapprochés de la barre de 50 en juillet. Les indices manufacturiers régionaux des réserves fédérales de New York et de Philadelphie ont chuté davantage en août et ils suggèrent maintenant un ISM manufacturier bien plus bas (graphique 10).
- Plusieurs données se sont relativement bien maintenues en juillet, comme la production industrielle, les ventes au détail et la création d'emplois. On peut cependant prévoir des détériorations au cours des prochains mois qui feraient écho aux données de confiance.
- Le secteur de l'habitation montre de nouveaux signes de faiblesse avec des reculs des mises en chantier et des ventes de maisons. Le marché réagit peu aux baisses des taux d'intérêt hypothécaires.

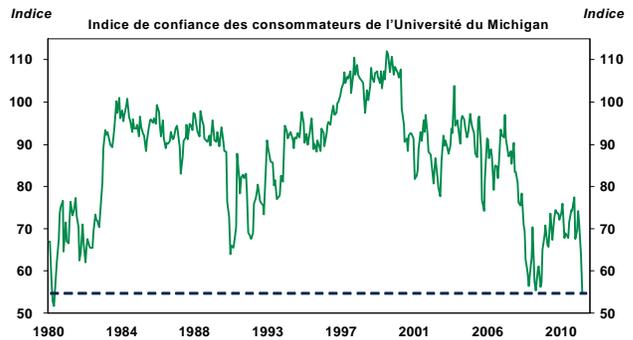
**Conclusion :** Il est maintenant clair que les lendemains de la grande récession de 2008-2009 ne ressemblent pas aux reprises typiques, et le retour à la normale se fait nettement plus difficile. L'ampleur des révisions aux données du PIB de la fin de 2010 et du premier semestre de 2011 forçait déjà un ajustement baissier à la croissance prévue pour l'ensemble de 2011. Le manque d'élan de l'économie américaine et les conséquences relativement graves de l'incertitude actuelle ne permettent pas de croire à un rebond significatif à court terme. Nos prévisions de croissance passent donc à 1,5 % pour 2011 et 2012. La création d'emplois demeurera faible.

**Graphique 8 – La révision des comptes nationaux américains indique que la récession a été plus sévère et la reprise plus lente**



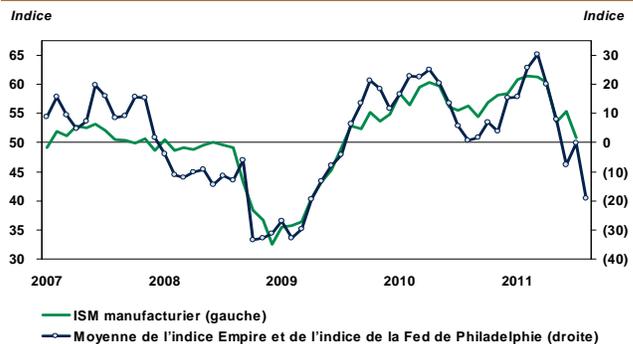
Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

**Graphique 9 – La confiance des consommateurs américains est passée sous le niveau de la récente récession**



Sources : Université du Michigan et Desjardins, Études économiques

**Graphique 10 – Les indicateurs régionaux suggèrent un indice ISM manufacturier sous la barre de 50 aux États-Unis**

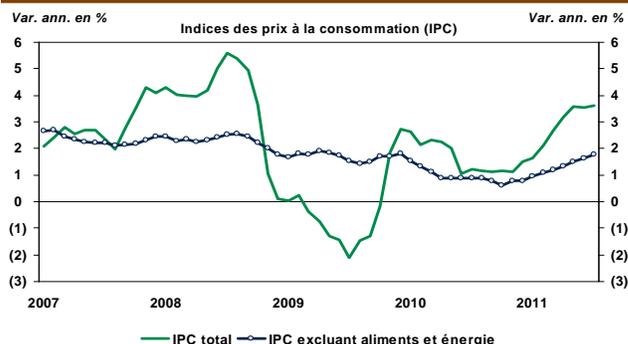


Sources : Réserve fédérale de New York, Réserve fédérale de Philadelphie, Institute for Supply Management et Desjardins, Études économiques

## INFLATION

- L'inflation totale et l'inflation de base, qui exclut les aliments et l'énergie, continuent de s'éloigner des creux observés l'an dernier (graphique 11). La variation annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC) se situe à 3,6 % depuis le début de l'été alors que les augmentations passées des prix de l'essence continuent de se faire sentir. La hausse de l'IPC de base est plus modeste, n'atteignant que 1,8 % en juillet 2011. Toutefois, elle contraste grandement avec le faible 0,6 % enregistré il y a près d'un an.
- À l'instar des prix du pétrole, ceux de l'essence ont reculé depuis quelques mois, mais la baisse demeure assez timide. La moyenne nationale des prix à la pompe est passée d'un sommet de près de 4 \$ le gallon à la mi-mai à environ 3,60 \$ le gallon. Ce prix est cependant 1 \$ plus élevé que celui enregistré il y a un an. De plus, les baisses des prix de l'essence se sont amoindries depuis quelques semaines alors que, normalement, des diminutions plus importantes se font sentir à cette période de l'année.
- L'inflation de base se montre un peu plus forte qu'attendu. On note des pressions supplémentaires du côté des vêtements et des automobiles alors que les soldes saisonniers se font moins importants que dans le passé. Après des années de décélérations et de reculs, la composante « logement » de l'IPC grimpe peu à peu. La variation annuelle était de 1,4 % en juillet alors qu'elle était nettement négative il y a moins d'un an.

**Graphique 11 – L'inflation totale demeure élevée et l'inflation de base s'accélère encore aux États-Unis**



Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

- L'inflation totale est probablement déjà proche de son sommet cyclique, et des décélérations sont à prévoir pour les prochains trimestres. De son côté, l'inflation de base devrait se rapprocher des 2 %, mais la faiblesse de la croissance économique empêchera une accélération bien au-delà de ce taux.

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

Variation trimestrielle annualisée en % (sauf si indiqué)	2010		2011				Moyennes annuelles			
	T3	T4	T1	T2	T3p	T4p	2009	2010	2011p	2012p
<b>Produit intérieur brut réel*</b>	2,5	2,3	0,4	1,3	0,5	1,9	(3,5)	3,0	1,5	1,5
Dépenses personnelles	2,6	3,6	2,1	0,1	1,1	1,3	(1,9)	2,0	1,9	1,3
Construction résidentielle	(27,7)	2,5	(2,5)	3,8	13,2	5,7	(22,2)	(4,3)	(0,4)	7,7
Investissement des entreprises	11,3	8,7	2,1	6,3	3,6	6,8	(17,9)	4,4	6,7	6,1
Variation des stocks (G\$)	92,3	38,3	49,1	49,6	45,0	50,0	(145,0)	58,8	48,4	47,5
Dépenses publiques	1,0	(2,8)	(5,9)	(1,1)	(1,5)	(1,1)	1,7	0,7	(2,1)	(0,6)
Exportations	10,0	7,8	7,9	6,0	5,0	6,0	(9,4)	11,3	7,4	6,5
Importations	12,3	(2,3)	8,3	1,3	4,5	5,5	(13,6)	12,5	5,5	5,2
Demande intérieure finale	2,3	2,7	0,4	0,5	1,1	1,5	(3,6)	1,8	1,5	1,5
<b>Autres indicateurs</b>										
Revenu personnel disponible réel	2,3	1,5	0,7	0,7	2,0	3,0	(2,3)	1,8	1,7	2,6
Emploi (selon entreprises)	(0,2)	0,8	1,3	1,5	0,8	0,9	(4,4)	(0,7)	1,0	1,2
Taux de chômage (%)	9,6	9,6	8,9	9,1	9,1	9,0	9,3	9,6	9,0	8,7
Mises en chantier (1)	584	539	582	572	605	607	554	585	592	646
Profits des entreprises*** (2)	27,4	18,2	8,8	8,0	7,0	7,0	9,1	32,2	7,7	6,4
Taux d'épargne personnelle (%)	5,6	5,2	4,9	5,1	4,9	5,3	5,2	5,3	5,0	6,1
Taux d'inflation global (2)	1,2	1,2	2,2	3,3	3,6	3,1	(0,3)	1,6	3,1	1,8
Taux d'inflation de base** (2)	0,9	0,6	1,1	1,5	1,8	1,9	1,7	1,0	1,6	1,9
Solde budgétaire fédéral (G\$) (3)	(1 258)	(1 287)	(1 206)	(1 250)	(1 250)	(1 225)	(1 218)	(1 274)	(1 233)	(1 075)
Solde du compte courant (G\$)	(480,5)	(448,7)	(477,1)	(456,1)	(459,5)	(464,1)	(376,6)	(470,9)	(464,2)	(466,8)

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

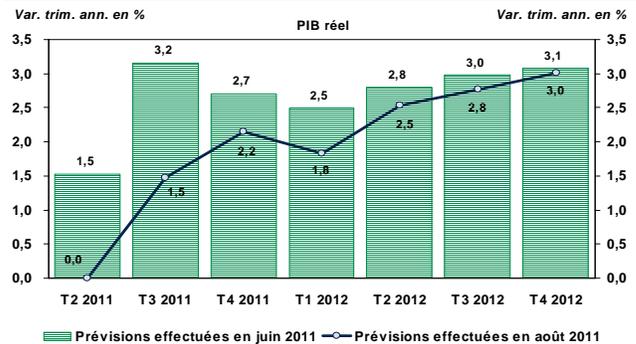
## Le secteur extérieur entrave la croissance économique

### ÉCONOMIE

- L'économie canadienne étant très ouverte au commerce extérieur, les perspectives de croissance se sont nettement assombries au cours des dernières semaines en raison des problèmes associés aux dettes souveraines en Europe, à la situation précaire des finances publiques aux États-Unis et à la détérioration de nombreux indicateurs économiques américains et européens.
- Si l'on tient également compte des perturbations survenues au sein des chaînes d'approvisionnement à la suite des catastrophes au Japon, tout porte à croire que la variation du PIB réel au deuxième trimestre de 2011 sera pratiquement nulle, et la possibilité d'un léger recul ne peut pas être totalement écartée. Notre prévision précédente tablait sur une hausse de 1,5 % (à rythme annualisé) durant cette période (graphique 12).
- Les exportations des marchandises exprimées en termes réels ont diminué de 2,2 % au deuxième trimestre, tandis que les importations ont crû de 3,1 %. Il en découle une importante détérioration du solde commercial (graphique 13). Selon nos estimations, la baisse des exportations nettes pourrait facilement retrancher près de 4 % à la variation trimestrielle annualisée du PIB réel au deuxième trimestre.
- Plusieurs composantes de la demande intérieure poursuivent toutefois leur progression, ce qui contrebalance les effets de la détérioration du commerce extérieur. Les investissements non résidentiels des entreprises ont visiblement continué à croître à un rythme relativement rapide. La construction résidentielle augmente encore alors que les mises en chantier ont atteint 205 100 unités en juillet dernier, un sommet depuis avril 2010 (graphique 14).
- Près de 200 000 emplois ont été créés au pays depuis le début de l'année, soit une moyenne de 28 400 postes par mois. Les gains pourraient toutefois être plus modestes au cours des prochains mois en raison de la détérioration des conditions économiques au Canada et ailleurs dans le monde. De plus, les emplois temporaires associés à la tenue du recensement seront abolis à la fin de l'été. Ainsi, le taux de chômage pourrait remonter vers 7,5 % dans les mois à venir.

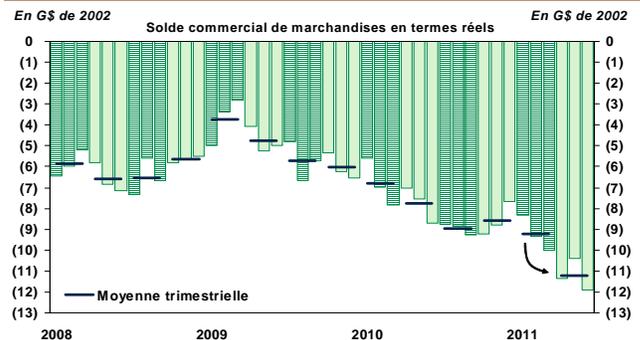
**Conclusion :** Nos prévisions concernant le PIB réel canadien ont été fortement révisées à la baisse. La croissance prévue pour 2011 passe de 2,9 % à 2,3 %. En 2012, le PIB réel pourrait progresser de 2,1 % alors que notre scénario précédent tablait sur un gain de 2,7 %.

**Graphique 12 – Les perspectives économiques sont révisées à la baisse au Canada**



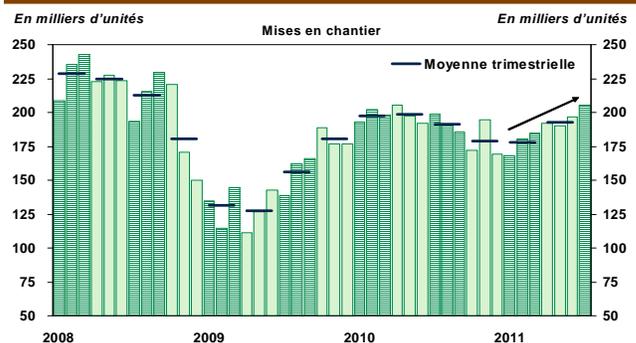
Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

**Graphique 13 – Le commerce extérieur freinera fortement la croissance économique au deuxième trimestre de 2011 au Canada**



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

**Graphique 14 – Les mises en chantier ont recommencé à croître depuis le début de 2011 au Canada**

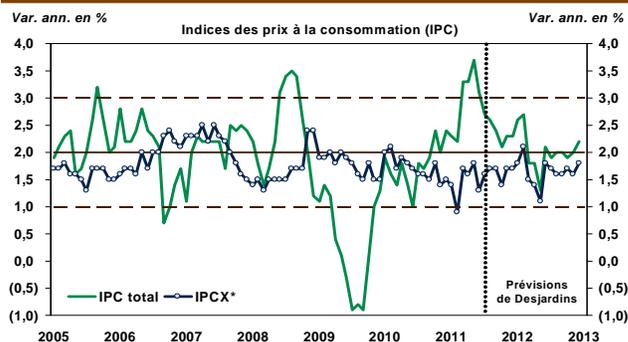


Sources : Société canadienne d'hypothèques et de logement et Desjardins, Études économiques

## INFLATION

- Le taux annuel d'inflation totale est passé de 3,1 % en juin à 2,7 % en juillet. Le taux annuel d'inflation totale est donc revenu à l'intérieur de la fourchette cible de la Banque du Canada (BdC) (entre 1 % et 3 %). La disparition des effets des hausses des taxes de vente provinciales entrées en vigueur à pareille date l'an dernier en Ontario, en Colombie-Britannique et en Nouvelle-Écosse a grandement contribué à réduire le taux annuel d'inflation.
- L'indice de référence de la BdC, qui exclut huit composantes volatiles ainsi que l'effet des taxes indirectes, a progressé de 0,2 % en juillet. Sa variation annuelle s'élève à 1,6 %, contre 1,3 % le mois précédent.
- L'inflation totale est en baisse, si bien qu'un retour vers la cible médiane est probable d'ici quelques mois, et l'inflation de référence est relativement stable. Avec le net ralentissement de la croissance économique actuellement observé, les pressions inflationnistes sont visiblement de moins en moins importantes (graphique 15). La BdC ne peut que se réjouir de ces résultats.
- Les autorités monétaires disposent donc d'une grande marge de manœuvre dans la gestion des taux d'intérêt directs au pays. Étant donné les difficultés sur la scène économique mondiale et, par ricochet, canadienne, le taux cible des fonds à un jour devrait demeurer inchangé pendant près de deux ans encore.

**Graphique 15 – L'inflation totale revient à l'intérieur de la fourchette cible au Canada**



\* L'indice de référence de la Banque du Canada.  
Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

**Tableau 6  
Canada : principaux indicateurs économiques**

Variation trimestrielle annualisée en % (sauf si indiqué)	2010		2011				Moyennes annuelles			
	T3	T4	T1	T2p	T3p	T4p	2009	2010	2011p	2012p
<b>Produit intérieur brut réel*</b>	2,5	3,1	3,9	0,0	1,5	2,2	(2,8)	3,2	2,3	2,1
Dépenses personnelles	2,8	4,4	0,2	2,2	1,9	2,2	0,4	3,3	2,1	2,5
Construction résidentielle	(5,1)	(0,9)	9,4	6,4	(0,7)	(0,7)	(8,0)	10,2	2,5	1,2
Investissement des entreprises	23,5	13,5	13,5	15,0	8,5	8,0	(20,8)	7,3	14,2	7,6
Variation des stocks (G\$)	15,6	0,2	10,7	10,0	9,5	11,3	(0,5)	8,9	10,4	11,8
Dépenses publiques	2,9	3,4	0,6	2,7	(0,1)	(1,4)	4,3	4,7	1,9	0,4
Exportations	(1,2)	8,8	6,4	(8,0)	1,3	3,0	(13,8)	6,4	2,5	1,9
Importations	8,4	(0,5)	9,1	5,0	2,5	3,0	(13,4)	13,1	5,9	3,4
Demande intérieure finale	4,3	4,8	2,3	4,0	2,0	1,8	(2,1)	4,5	3,3	2,4
<b>Autres indicateurs</b>										
Revenu personnel disponible réel	(7,6)	5,0	(0,2)	3,5	2,5	2,5	0,8	3,6	1,9	2,2
Rémunération hebdomadaire	5,2	2,8	3,2	1,5	2,0	2,5	1,6	3,5	2,9	2,7
Emploi	1,4	0,4	2,4	2,0	0,9	0,5	(1,6)	1,4	1,6	1,1
Taux de chômage (%)	8,0	7,7	7,8	7,5	7,3	7,4	8,3	8,0	7,5	7,4
Mises en chantier (1)	191,5	178,8	177,8	196,1	194,0	170,0	149,1	189,9	184,5	174,6
Profits des entreprises*** (2)	19,0	19,1	13,4	20,0	18,0	10,0	(33,1)	21,2	15,2	8,5
Taux d'épargne personnelle (%)	4,3	4,4	4,2	4,8	4,9	4,9	4,2	4,8	4,7	4,6
Taux d'inflation global (2)	1,8	2,3	2,6	3,4	2,6	2,3	0,3	1,8	2,7	2,0
Taux d'inflation de base** (2)	1,6	1,6	1,3	1,6	1,6	1,6	1,7	1,8	1,5	1,6
Solde budgétaire fédéral (G\$) (3)	(58,8)	(39,2)	(35,4)	(35,0)	(30,0)	(25,0)	(33,0)	(42,6)	(31,4)	(19,5)
Solde du compte courant (G\$)	(71,5)	(41,1)	(35,7)	(55,2)	(45,0)	(50,0)	(45,2)	(50,9)	(46,5)	(37,5)

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

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

# PROVINCES

## L'année 2011 sera plus faible que prévu

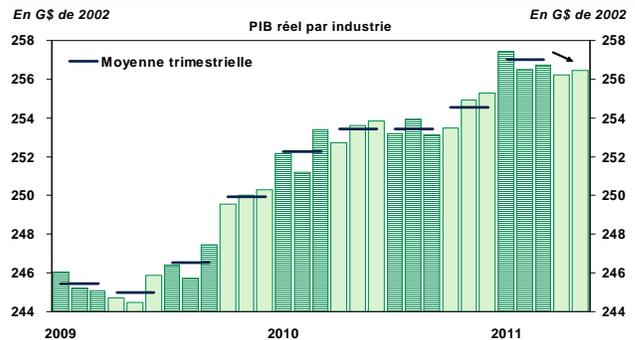
### QUÉBEC

- Même si l'économie du Québec continue d'émettre plusieurs signaux positifs, notamment au chapitre de l'emploi, certains indicateurs montrent des signes de faiblesse. Le PIB réel a d'ailleurs fléchi de 0,2 % en avril (graphique 16), ce qui risque d'entraîner le deuxième trimestre de 2011 en territoire négatif alors qu'une croissance était initialement anticipée. Cet élément, conjugué à l'assombrissement des perspectives pour l'économie américaine et à l'instabilité des marchés financiers, justifie une révision à la baisse des prévisions. L'impact sur la progression du PIB réel pourrait être d'environ 0,5 % cette année et l'an prochain. La prévision de 2011 pour le Québec se situe dorénavant à 1,7 % plutôt qu'à 2,2 % comme établi dans notre scénario de juin.
- Même si la création d'emplois reste solide pour l'instant (graphique 17), elle risque de tomber en panne quelques mois, ce qui fera remonter un peu le taux de chômage prochainement. Reste à voir dans quelle mesure la confiance des Québécois restera affectée par les soubresauts des marchés boursiers, ce qui sera la clé pour les dépenses de consommation.
- Le risque que le commerce extérieur tarde à se redresser est nettement plus présent qu'au début de l'été. Les exportations ont par conséquent été revues à la baisse, d'autant plus que les ventes du secteur aéronautique tardent à se raffermir. Les expéditions à l'étranger pourraient stagner jusqu'à la mi-2012, alors que la demande intérieure américaine sera un peu moins amorphe.

### ONTARIO

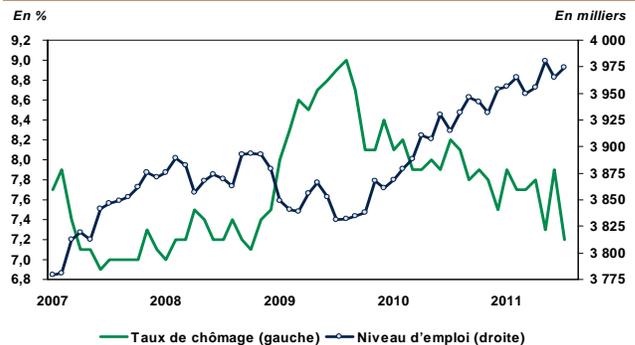
- Compte tenu de l'importance relative du secteur manufacturier dans son économie, l'Ontario a été particulièrement touché par les problèmes d'approvisionnement survenus ce printemps à la suite des catastrophes au Japon. Alors que ces difficultés commençaient à s'estomper, les fabricants ontariens subissent maintenant les effets d'un net ralentissement de la demande américaine et mondiale.
- Les ventes des manufacturiers ontariens ont diminué de 3,4 % au deuxième trimestre, soit une baisse nettement plus importante que celle observée dans le reste du pays (-0,6 %) (graphique 18). Le secteur de l'automobile est en grande partie à l'origine de ces problèmes avec une réduction de 12,4 % durant la période.
- Malgré tout, la création d'emplois a été relativement forte au cours des derniers mois dans la province. Cela a permis aux ventes au détail de l'Ontario de croître à un rythme légèrement supérieur à celui des autres provinces au printemps.
- En raison d'un déficit budgétaire important, le gouvernement de l'Ontario se doit de prendre des mesures pour corriger graduellement la situation. Cela ralentira sans aucun doute la croissance économique dans les trimestres à venir, surtout si l'on

**Graphique 16 – Vers une légère réduction du PIB réel au deuxième trimestre de 2011 au Québec**



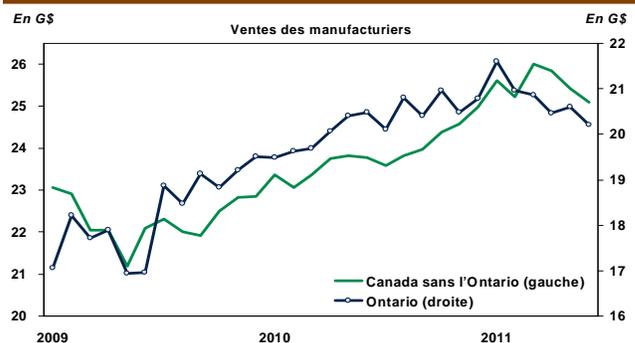
Sources : Institut de la statistique du Québec et Desjardins, Études économiques

**Graphique 17 – Le marché du travail s'est fortement amélioré au cours des derniers mois au Québec**



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

**Graphique 18 – Les manufacturiers ontariens sont particulièrement touchés par les récentes difficultés**



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

tient également compte du programme de restriction des dépenses du gouvernement fédéral.

- Le ralentissement attendu du marché immobilier tarde à se réaliser dans la province. Le prix moyen des maisons existantes s'est élevé à 469 222 \$ en juillet dernier, soit une hausse de 9,4 % par rapport à la même période l'an dernier. De plus, le nombre de mises en chantier résidentielles a bondi à 75 200 unités en juillet, ce qui correspond à un niveau assez élevé d'un point de vue historique.

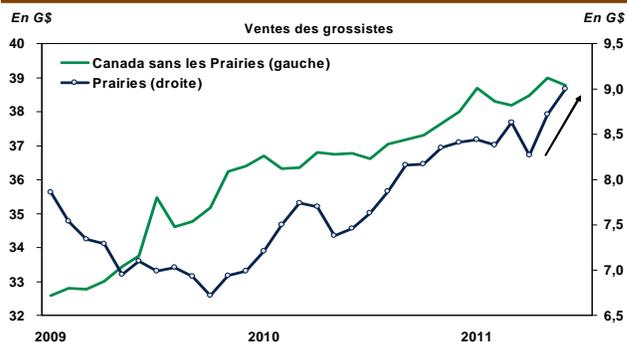
## PROVINCES DE L'OUEST

- L'effet combiné de la réduction des prix sur les marchés internationaux et de l'appréciation du huard a engendré une importante réduction des prix des matières premières exprimés en dollars canadiens entre avril et juillet. Pour l'instant, cela ne semble pas mettre en péril le cycle d'expansion observé au sein du secteur des ressources naturelles, mais la situation pourrait changer si la tendance baissière devait s'accroître.
- Les économies des Prairies se montrent résilientes, comme en témoigne la hausse de 3,2 % des ventes des grossistes survenue en juin, soit une progression nettement supérieure à la moyenne nationale (+0,2 %) (graphique 19).

## PROVINCES DE L'ATLANTIQUE

- Les exportations de marchandises ont chuté de 11,5 % au deuxième trimestre à Terre-Neuve-et-Labrador. Cette réduction est attribuable à la baisse des prix du pétrole brut ainsi qu'à la fermeture temporaire de certains puits de pétrole.

**Graphique 19 – Les ventes des grossistes augmentent rapidement dans les Prairies**



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

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

	2008	2009	2010	2011p	2012p
Moyenne annuelle en % (sauf si indiqué)					
<b>Québec</b>					
Produit intérieur brut réel	1,2	(0,7)	2,9	1,7	1,7
Dépenses personnelles	3,1	0,8	3,7	2,1	2,0
Construction résidentielle	(3,0)	(1,9)	13,2	5,0	(0,6)
Investissement des entreprises	(1,6)	(14,8)	6,5	10,0	4,2
Variation des stocks (M\$ 2002)	312	(2 587)	1 589	1 291	1 413
Dépenses publiques	4,5	4,7	2,8	2,8	1,6
Exportations	(2,3)	(7,5)	0,9	0,6	1,8
Importations	0,1	(6,8)	6,3	3,2	2,1
Demande intérieure finale	2,6	0,3	4,1	3,1	1,9
<b>Ontario</b>					
Produit intérieur brut réel	(0,7)	(3,8)	3,0	2,0	1,9
Dépenses personnelles	2,9	0,0	3,0	2,4	2,3
Construction résidentielle	(2,4)	(8,1)	10,3	3,9	(1,2)
Investissement des entreprises	0,0	(18,9)	10,4	14,7	7,7
Variation des stocks (M\$ 2002)	4 607	(793)	3 219	3 719	5 125
Dépenses publiques	3,9	4,0	4,7	1,5	0,8
Exportations	(5,4)	(13,2)	10,6	1,7	1,2
Importations	(2,2)	(11,5)	14,2	4,3	2,5
Demande intérieure finale	2,4	(1,5)	4,4	3,2	2,3

p : prévisions

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

### Tableau 8

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

Fin de période en %	2010				2011				2012			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
<b>Taux directeurs</b>												
Fonds fédéraux	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
<b>Bons du Trésor</b>												
3 mois	0,16	0,18	0,16	0,12	0,09	0,03	0,05	0,05	0,10	0,10	0,10	0,10
<b>Obligations fédérales</b>												
2 ans	1,02	0,60	0,42	0,59	0,76	0,44	0,20	0,25	0,30	0,45	0,60	0,75
5 ans	2,55	1,77	1,27	1,99	2,19	1,72	1,00	1,15	1,30	1,45	1,65	1,90
10 ans	3,83	2,94	2,50	3,31	3,45	3,16	2,30	2,60	2,70	2,90	3,10	3,30
30 ans	4,71	3,89	3,68	4,33	4,51	4,38	3,75	3,90	4,00	4,10	4,20	4,25
<b>Pente</b>												
5 ans - 3 mois	2,39	1,59	1,11	1,87	2,10	1,69	0,95	1,10	1,20	1,35	1,55	1,80
10 ans - 2 ans	2,81	2,33	2,08	2,72	2,70	2,72	2,10	2,35	2,40	2,45	2,50	2,55
30 ans - 3 mois	4,55	3,71	3,52	4,21	4,42	4,35	3,70	3,85	3,90	4,00	4,10	4,15

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

### Tableau 9

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

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

p : prévisions

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques