

## Faits saillants

- *L'agence de notation S&P y est allée d'un coup d'éclat en ce début d'année en sabrant l'évaluation du risque de crédit de 9 pays de la zone euro. La faible réaction des marchés à cette annonce prouve que les investisseurs partageaient déjà ses vues. Au moment d'écrire ces lignes, les initiatives annoncées par les autorités gouvernementales ne devraient pas être suffisantes pour mettre un terme à la crise d'autant plus que la récession entraînera une dégradation supplémentaire des finances publiques. Heureusement, l'économie américaine et les pays émergents prennent le relais, alors que l'économie européenne pique du nez.*
- *Les consommateurs américains, moteur de la plus grande économie du monde, semblent avoir retrouvé la forme grâce à la reprise du marché du travail. L'immobilier résidentiel se stabilise et les entreprises ont des bases solides pour investir. La forte demande intérieure sera accompagnée d'exportations très concurrentielles, ce qui permettra à la croissance américaine de dépasser sa tendance pour la première fois en six ans.*
- *En revanche, le Canada marque le pas. Mais le repli des statistiques récentes ne signale pas pour autant une récession. Un répit de la croissance était attendu au dernier trimestre de 2011, surtout après le rythme trépidant du trimestre précédent. Et les mauvaises nouvelles d'Europe ont gâché l'humeur des ménages et des entreprises. Mais il y a tout lieu d'être optimiste, notamment devant le redécollage apparent de notre principal partenaire commercial.*

	Changements par rapport aux prévisions précédentes				
	2011	2012	2012	2012	2013
<b>États-Unis</b>					
PIB réel	1.7%	2.5%	2.5%	inch	inch
Inflation (IPC)	3.1%	1.9%	2.3%	+0.1 pp	inch
Taux à un jour*	0.25%	0.25%	0.25%	inch	-0.25pp
Taux sur obligation 10 ans*	1.88%	2.36%	3.07%	-0.26 pp	-0.25 pp
<b>Canada</b>					
PIB réel	2.4%	2.0%	2.2%	inch	inch
Inflation (IPC)	2.9%	2.2%	2.5%	inch	inch
Taux à un jour*	1.00%	1.00%	2.00%	inch	inch
Taux sur obligation 10 ans*	1.94%	2.53%	3.19%	-0.20 pp	-0.21 pp
USD/CAD	0.99	1.02	0.99	inch	inch

\* fin de période

GRUPE ÉCONOMIE ET STRATÉGIE- 514.879.2529

Stéfane Marion, Économiste en chef et Stratège

**Généralités :** La Financière Banque Nationale (FBN) est une filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes. ♦ Les informations contenues aux présentes proviennent de sources que nous jugeons fiables, toutefois nous n'offrons aucune garantie à l'égard de ces informations et elles pourraient s'avérer incomplètes. Les opinions exprimées sont fondées sur notre analyse et notre interprétation de ces informations et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés aux présentes. ♦ **Résidents du Canada :** À l'égard de la distribution du présent rapport au Canada, FBN endosse la responsabilité de son contenu. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport ou pour effectuer une opération, les résidents du Canada doivent communiquer avec leur conseiller en placement FBN. ♦ **Résidents des États-Unis :** NBF Securities (USA) Corp., un membre du même groupe que FBN, endosse la responsabilité du contenu du présent rapport, sous réserve des modalités susmentionnées. Les ressortissants des États-Unis qui désirent effectuer des opérations sur l'un ou l'autre des titres dont il est fait mention aux présentes doivent le faire uniquement par l'entremise de NBF Securities (USA) Corp. ♦ **Résidents du Royaume-Uni :** Eu égard à la distribution du présent rapport aux résidents du Royaume-Uni, FBN a approuvé la présente promotion financière aux fins du paragraphe 21(1) de la loi intitulée *Financial Services and Markets Act 2000*. FBN, sa société mère, les sociétés faisant partie de la Banque Nationale du Canada ou les membres du même groupe qu'elle et/ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations, des positions vendeur ou acheteur à l'égard des titres ou des instruments financiers connexes qui font l'objet du présent rapport, ou ils peuvent avoir détenu de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes et/ou des achats à l'égard des titres ou instruments financiers connexes en question que ce soit à titre de mandataire ou pour leur propre compte. Ils peuvent agir dans le cadre de la création d'un marché pour ces titres ou instruments financiers connexes ou avoir déjà agi à ce titre ou ils peuvent agir à titre de banque d'investissement et/ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements peut baisser ou augmenter. Le rendement passé ne se répètera pas nécessairement à l'avenir. Les placements mentionnés dans le présent rapport ne sont pas disponibles aux clients privés. Le présent rapport ne fait pas l'objet ni ne fait partie d'une offre de vente, d'une souscription ou de la sollicitation d'une offre d'acheter ou de souscrire les titres décrits aux présentes. On ne doit pas non plus se fonder sur le présent rapport dans le cadre d'un contrat ou d'un engagement quelconque et il ne sert pas, ni ne servira, de base ou de fondement pour de tels contrats ou engagements. La présente information ne doit être distribuée qu'aux clients non privés du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Services Authority. ♦ **Droits d'auteur :** Le présent rapport ne peut être reproduit que ce soit en totalité ou en partie. Il ne doit pas être distribué ou publié ou faire l'objet d'une mention de quelque manière que ce soit. Aucune mention des informations, des opinions et des conclusions qu'il contient ne peut être faite sans que le consentement écrit préalable de la Financière Banque Nationale n'ait été à chaque fois obtenu.

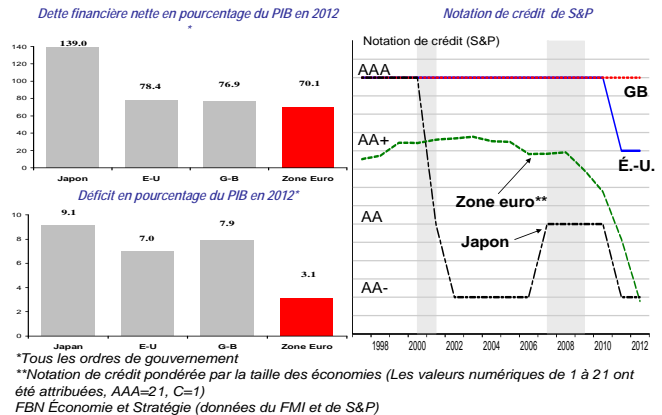
## Monde : L'économie mondiale résiste

L'agence de notation S&P y est allée d'un coup d'éclat en ce début d'année en sabrant l'évaluation du risque de crédit de 9 pays de la zone euro. La faible réaction des marchés à cette annonce prouve que les investisseurs partageaient déjà ses vues. Au moment d'écrire ces lignes, les initiatives annoncées par les autorités gouvernementales ne devraient pas être suffisantes pour mettre un terme à la crise d'autant plus que la récession entraînera une dégradation supplémentaire des finances publiques. Heureusement, l'économie américaine et les pays émergents prennent le relais, alors que l'économie européenne pique du nez.

Le rôle des agences de notation est d'évaluer la qualité des emprunteurs. Que ce soit pour les entreprises ou pour les gouvernements, elles s'interrogent sur leur « capacité de payer ». Mais pour les gouvernements, une difficulté s'ajoute à l'analyse puisque la notion de « volonté de payer » entre également en ligne de compte. Historiquement, les défauts souverains sont survenus à des niveaux d'endettement et de stress financier très variables, ce qui signifie que le contexte et les institutions politiques jouent également un rôle important dans ces situations. Une entité politique peut avoir la capacité de remédier à sa situation, mais manquer de volonté d'y arriver. C'est ce qui ressort du document de S&P qui explique la décote de 9 pays de la zone euro en affirmant que « les notations d'aujourd'hui sont principalement déterminées par notre évaluation que les initiatives politiques qui ont été prises par les gouvernements européens ces dernières semaines sont insuffisantes pour soulager véritablement les tensions systémiques de la zone euro ». Nous constatons que bien que la zone euro ait une dette nette inférieure et surtout un déficit prévu moitié moindre que celui du Royaume-Uni, prise dans son ensemble, elle a désormais une note de crédit inférieure de trois crans à celle de son voisin (graphique du haut). Cette note est inférieure de deux crans à celle des États-Unis et à égalité avec celle du Japon dont la situation financière est pourtant beaucoup plus fragile, à première vue.

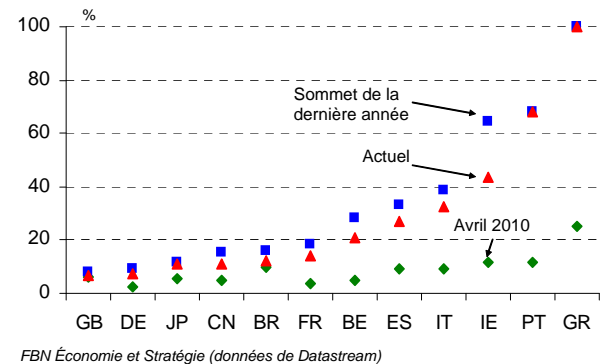
Ce triste constat a quand même quelque chose de positif. La situation de la zone euro n'est pas irrémédiable, mais il faudra que les pays envisagent une plus grande coopération pour surmonter la crise. Les gouvernements devront donc aller plus loin que le plan annoncé qui consiste à imposer des sanctions à ceux qui font preuve d'indiscipline budgétaire et à uniformiser l'imposition. À nos yeux, le salut de la zone euro passe également par une uniformisation des politiques sociales et économiques vers un modèle axé sur la croissance. Qui plus est, le dossier pourrait être définitivement clos si les membres s'entendaient pour émettre des obligations communes afin de profiter de cette situation financière globalement relativement bonne. Tel que mentionné, malgré les multiples décotes, les pressions sur les gouvernements et les institutions financières de la zone euro n'ont pas été exacerbées. Les craintes demeurent au plus haut pour les pays considérés insolubles – Grèce et Irlande –, mais pour les autres pays en difficulté, elles sont redescendues sous leur sommet de la dernière année (graphique du milieu). En offrant du financement avantageux aux banques sur trois ans, la BCE a réussi à réduire quelque peu les pressions sur le système financier européen.

## Finances publiques : capacité et volonté



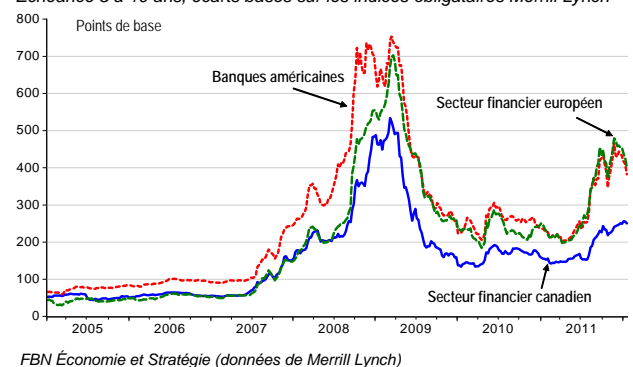
## Les pressions diminuent sur les pays jugés solvables

Probabilité implicite de défaut – Marché des swaps de défaillance



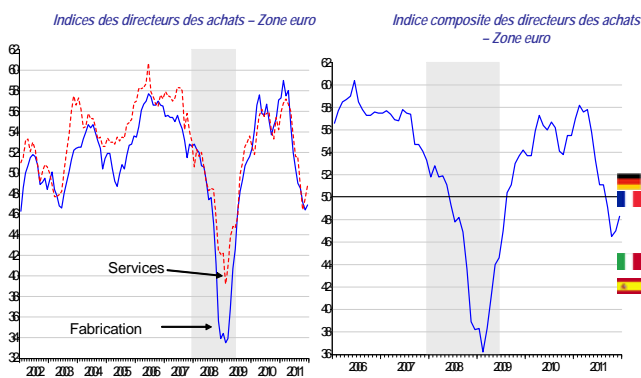
## Le secteur financier demeure sous pression

Échéance 5 à 10 ans, écarts basés sur les indices obligataires Merrill Lynch



La crise des finances publiques qui a débuté au printemps 2010 entame un nouveau chapitre. En effet, la zone euro est vraisemblablement entrée en récession au dernier trimestre de 2011. Il ne faut toutefois pas s'attendre à une chute drastique de l'activité au T4 (une légère baisse de 0.6% annualisée fait consensus). Les indices des directeurs des achats indiquent un repli de l'activité depuis août pour le secteur de la fabrication et, depuis septembre, pour celui des services, mais l'ampleur des baisses n'a rien de comparable avec celles de 2009. Qui plus est, les deux indices ont légèrement rebondi en décembre. Toutefois, les dégâts risquent d'être plus importants dans certains pays puisque les indices composites de décembre pour la France (plus haut de 4 mois) et l'Allemagne (plus haut de 3 mois) indiquent une stagnation plutôt qu'une décroissance. Au contraire, les indices sont fortement négatifs en Espagne et en Italie (graphique suivant).

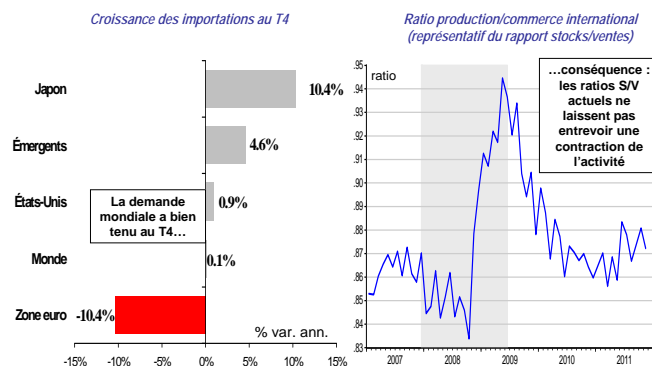
**Zone euro : La chute d'activité au T4 a été modérée**



FBN Économie et Stratégie (données de Global Insight)

Néanmoins, les nouvelles données demeurent encourageantes pour l'économie mondiale. Selon le CPB, le commerce mondial a rebondi de 1% en novembre, ce qui représente une première augmentation en 3 mois. Alors que les importations de la zone euro se sont contractées de 10.4% en chiffres annualisés au T4 (deux mois de données disponibles pour le trimestre), les importations mondiales sont restées essentiellement inchangées grâce aux solides performances du Japon et des pays émergents. Pendant ce temps, la production industrielle est demeurée quasi inchangée de septembre à novembre. Résultat, le ratio production/commerce international (qui témoigne des déséquilibres des stocks à l'échelle de la fabrication) est loin d'indiquer un excédent qui pourrait provoquer une contraction future de l'activité.

**La zone euro n'a pas fait dérailler l'économie mondiale**



FBN Économie et Stratégie (données de Global Insight)

**Perspectives mondiales**

**Prévisions**

	2011	2012	2013
<b>Pays avancés</b>	<b>1.6</b>	<b>1.3</b>	<b>2.1</b>
États-Unis	1.8	2.5	2.5
Zone euro	1.5	-1.5	1.0
Japon	-0.8	1.7	1.6
R.-U.	0.9	0.5	1.5
Canada	2.4	2.0	2.2
Australie	1.8	2.8	2.7
Nouvelle-Zélande	2.0	2.1	2.5
Hong Kong	5.7	4.0	4.2
Corée	4.0	3.9	4.1
Taiwan	5.1	4.4	4.7
Singapour	5.0	4.2	4.3
<b>Asie émergente</b>	<b>8.0</b>	<b>7.1</b>	<b>7.3</b>
Chine	9.2	7.9	8.0
Inde	7.5	7.0	7.3
Indonésie	6.2	5.0	5.2
Malaisie	5.0	4.5	4.7
Philippines	4.5	4.5	4.7
Thaïlande	3.5	4.2	4.5
<b>Am. latine et Caraïbes</b>	<b>4.4</b>	<b>3.7</b>	<b>3.8</b>
Mexique	3.9	3.5	3.5
Brésil	3.2	3.3	3.5
Argentine	8.0	4.0	4.2
Venezuela	2.8	2.7	2.7
Colombie	4.9	3.9	4.2
<b>Europe de l'Est et CEI</b>	<b>4.3</b>	<b>3.2</b>	<b>3.7</b>
Russie	4.2	3.2	3.5
République Tchèque	2.0	1.1	2.0
Pologne	3.7	2.8	3.4
Turquie	6.2	2.5	3.5
<b>M-O et Afrique du N.</b>	<b>4.0</b>	<b>3.6</b>	<b>4.2</b>
<b>Afrique subsaharienne</b>	<b>5.1</b>	<b>5.5</b>	<b>5.3</b>
<b>Pays avancés</b>	<b>1.6</b>	<b>1.3</b>	<b>2.1</b>
<b>Pays émergents</b>	<b>6.2</b>	<b>5.4</b>	<b>5.7</b>
<b>Monde</b>	<b>3.9</b>	<b>3.4</b>	<b>3.9</b>

Source : FBN Économie et Stratégie, Consensus Economics, FMI

L'indice global JP Morgan des directeurs des achats indique également une économie au ralenti, mais encore en croissance au niveau mondial. Corroborant les données du CPB sur la production industrielle, l'indice du secteur manufacturier se situait à peine sous la barre des 50 de septembre à novembre, indiquant une stagnation de l'activité. Heureusement, il a rebondi à 50.8 en décembre, son plus haut niveau depuis juin dernier. L'indice du secteur des services a aussi rebondi, à 53.2 en décembre, son plus haut niveau en 9 mois. Ces rebonds simultanés ont fait grimper l'indice composite de 1 point en décembre, sa plus forte hausse en 11 mois.

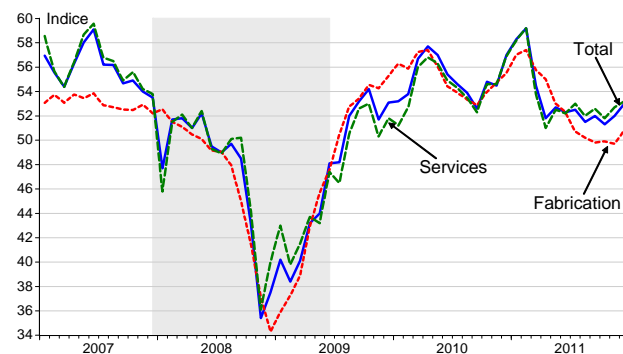
La récente envolée du prix du cuivre – qui entre dans de multiples fabrications industrielles mondiales – permet également d'être optimiste puisqu'elle indique que la demande de ce métal demeure soutenue. L'aversion pour le risque ainsi que les craintes de voir l'économie mondiale périlcliter avaient fait chuter le cuivre de 31% entre le début d'août et octobre. Mais celui-ci a rebondi fortement depuis un mois, atteignant son plus haut niveau depuis le 20 septembre. Quant au baril de pétrole, son prix a résisté au deuxième semestre même si les craintes d'une récession mondiale ont monté d'un cran. Outre les craintes géopolitiques qui ont supporté le prix plus récemment, la demande mondiale a également été au rendez-vous. Une baisse du pétrole aurait pourtant eu un impact bénéfique immédiat sur le portefeuille des consommateurs, ce qui ne fut pas le cas. Ceux-ci devraient toutefois profiter de la baisse non négligeable des prix des céréales qui se reflétera dans la facture alimentaire.

La crainte de l'inflation ayant laissé place à celle d'un ralentissement de la croissance, les banques centrales des pays émergents qui avaient serré la vis monétaire ont commencé à faire marche arrière. En effet, celles du Brésil et de l'Inde tentent actuellement de stimuler la demande intérieure pour pallier la baisse des exportations vers l'Europe. C'est aussi ce qu'on observe en Chine où les autorités monétaires, voyant l'inflation tendre à la baisse, ont réduit le ratio de réserves obligatoires des banques au début de décembre. Malgré les inquiétudes à cet égard, le ralentissement en Chine se fait en douceur jusqu'à présent, comme en témoigne le passage de la croissance de 9.1% au T3 à 8.9% au T4. À nos yeux, l'économie devrait continuer de ralentir en 2012 en affichant une croissance moyenne de 7.9%, un atterrissage en douceur. Il s'avère que contrairement à plusieurs pays de l'OCDE, la Chine a une marge de manœuvre pour assouplir sa politique monétaire pour stimuler l'économie si nécessaire.

Les données économiques récentes nous confortent dans la conviction que, malgré la récession de l'Europe, l'économie américaine et particulièrement les pays émergents devraient maintenir l'économie mondiale à flot en 2012, si une crise financière planétaire est évitée. Nous continuons de prévoir une croissance de 3.4% cette année.

## L'économie mondiale tient le coup

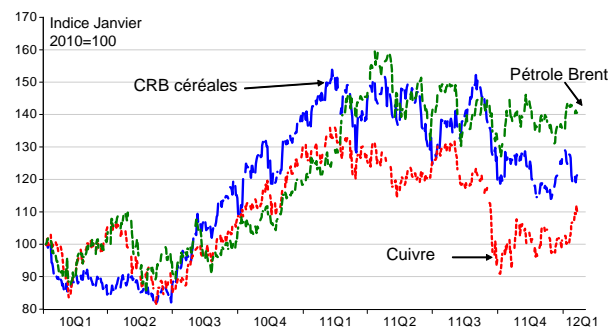
L'indice global des directeurs des achats



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

## Rebond important du prix du cuivre en janvier

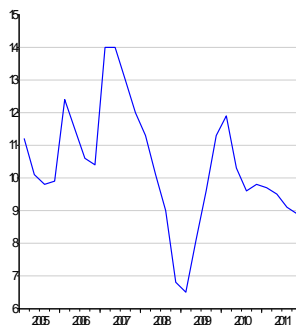
L'indice global des directeurs des achats



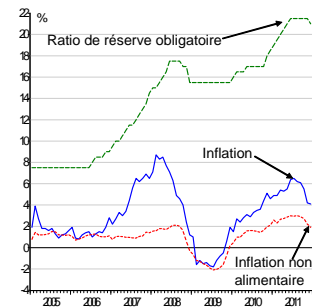
FBN Économie et Stratégie (données de Global Insight)

## Chine : Le ralentissement se poursuit

Croissance économique (à/a)



Inflation et ratio de réserve obligatoire des banques principales



FBN Économie et Stratégie (données de Global Insight, Datastream et Bloomberg)

## États-Unis : Enfin, le décollage

L'Europe bat de l'aile et l'espoir d'un soutien à l'économie mondiale repose une fois de plus sur les États-Unis. Il y a des raisons d'être optimiste. Les consommateurs américains, moteur de la plus grande économie du monde, semblent avoir retrouvé la forme grâce à la reprise du marché du travail. L'immobilier résidentiel se stabilise et les entreprises ont des bases solides pour investir. La forte demande intérieure sera accompagnée d'exportations très concurrentielles, ce qui permettra à la croissance américaine de dépasser sa tendance pour la première fois en six ans.

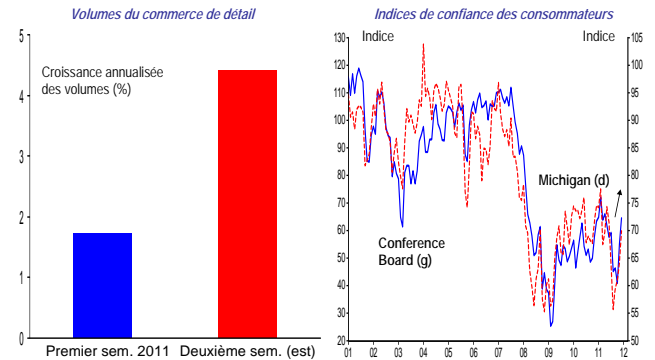
Laissée pour compte il y a seulement quelques mois où il n'était question que de récession, l'économie américaine surprend une fois de plus par son ressort. La croissance de son PIB au quatrième trimestre était de 2.8%, la meilleure performance de 2011. Cette résurgence tient en grande partie au principal composant de l'économie des États-Unis qu'est la consommation. Le regain de confiance des ménages a fait croître le commerce de détail deux fois plus vite au deuxième semestre de 2011 qu'au premier.

L'amélioration du marché du travail n'y est pas étrangère. Les États-Unis ont créé 1.9 million de nouveaux emplois privés en 2011, le plus gros chiffre annuel depuis 2005. Les nouvelles demandes d'assurance-chômage sont au plus bas en quatre ans au début de janvier. L'élan se maintient donc sans doute en 2012. Avec la prolongation des réductions des charges sociales jusqu'en février, cela devrait stimuler la consommation.

La stabilisation du marché immobilier est aussi porteuse. Avant la grande récession de 2008-2009, l'effet de richesse négatif de l'éclatement de la bulle immobilière a été désastreux pour la consommation. Nous n'excluons pas de nouvelles baisses à court terme, mais les prix des maisons pourraient atteindre un plancher en 2012. Les bases de la demande sont bonnes, grâce en partie à la reprise du travail mais aussi parce que l'accession à la propriété n'a jamais été aussi facile depuis des décennies. Avec des taux d'intérêt et des prix immobiliers au plus bas, le revenu nécessaire est tellement bas qu'il facilitera beaucoup les achats. Puisque le prix des loyers a continué d'augmenter, il en coûte souvent moins cher d'acheter que de louer. Les bases de l'offre sont un peu plus difficiles à jauger, avec les maisons saisies qui pourraient être mises en vente prochainement. Mais d'après les données actuelles, le parc d'inventés est au plus bas depuis 2006.

### Les consommateurs retrouvent le sourire

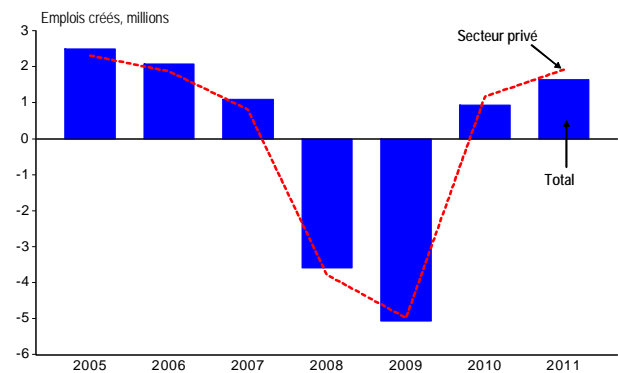
Les volumes du commerce de détail ont grimpé plus de deux fois plus vite au deuxième semestre 2011 qu'au premier



FBN Économie et Stratégie (données de Global Insight)

### Le marché du travail s'est encore renforcé en 2011

La plus forte création d'emplois depuis 2005



FBN Économie et Stratégie (données de Global Insight)

### Le marché immobilier le plus abordable depuis 1965



\* À supposer un acompte de 20% et au taux hypothécaire pour 30 ans actuel

\*\* Avec un horaire moyen selon les enquêtes sur la rémunération

FBN Économie et Stratégie (données NAR et BLS de Global Insight)

La plupart des genres d'habitation – maisons individuelles et logements collectifs – connaissent un creux inégalé depuis des années. Il n'est pas étonnant que l'indice de confiance de la National Association of Home Builders ait, en janvier, grimpé au plus haut depuis le milieu de 2007. Ainsi, après avoir freiné la consommation, l'immobilier pourrait être sur le point de dopper l'économie.

La demande intérieure bénéficiera des investissements des entreprises, de la consommation et de la construction résidentielle. Les investissements qui ont modéré au T4, peuvent rebondir dans les prochains trimestres. Les bénéfices solides des derniers trimestres stimuleront sans doute l'investissement une fois que le nuage d'incertitude se dissipera. De plus, les sociétés américaines regorgent de liquidités, qui ne rapportent pratiquement rien, et qu'elles finiront bien par vouloir affecter à des investissements plus rentables.

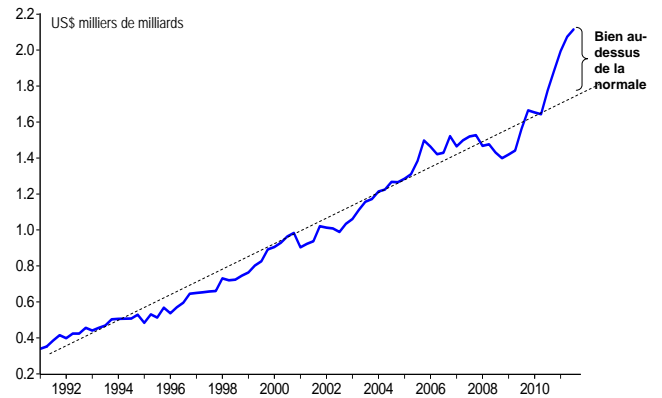
Des investissements en technologie et machines sont nécessaires, car les entreprises doivent améliorer leur productivité pour relever la concurrence étrangère, alors que plusieurs pays bénéficient d'une monnaie sous-évaluée. L'effort d'accroissement de la productivité porte déjà fruit pour les exportateurs qui représentent maintenant 14% du PIB américain, un record. À moins d'une récession mondiale, le commerce extérieur devrait contribuer fortement à l'économie américaine. Il restera sans doute vigoureux malgré la récession européenne. D'ailleurs, la part des biens américains destinés au marché européen diminue de plus en plus et atteint le plus bas niveau depuis des décennies. Les volumes d'exportation devraient continuer d'augmenter après leur nouveau record de 2011, principalement grâce aux marchés émergents.

Hormis une crise financière mondiale déclenchée par l'Europe, la politique intérieure représente le plus grand risque pour l'économie américaine. Après l'*annus horribilis* du Congrès américain en 2011 –quasi-blocage de l'appareil gouvernemental, débat acrimonieux sur le plafond de la dette et incessants tiraillements politiques – qui n'a laissé à S&P d'autre choix que de dégrader la note de crédit des États-Unis, l'impasse politique n'est pas près de disparaître. Cela dit, notre scénario de base table sur la prolongation des réductions des charges sociales pendant le reste de cette année, ce qui serait populaire pendant une année électorale.

Avec l'économie intérieure et le commerce extérieur en bonne forme relative, la production industrielle devrait garder sa vigueur du deuxième semestre de 2011 dans la nouvelle année, poussant la croissance américaine au-dessus de sa tendance moyenne en 2012 pour la première fois en six ans.

**Les entreprises regorgent de trésorerie**

*Actifs liquides des sociétés non agricoles et non financières*

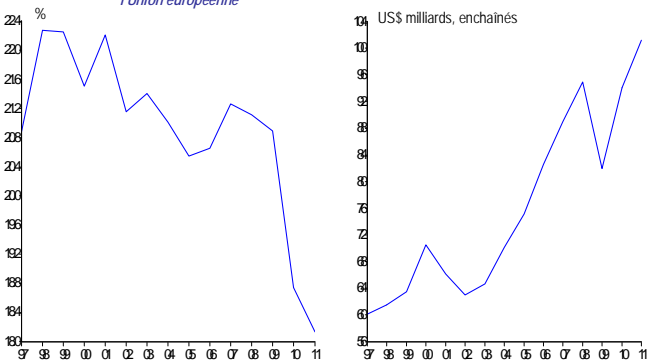


FBN Économie et Stratégie (données de Global Insight)

**Exportations record en 2011 malgré la chute de l'Europe**

*Part des marchandises américaines exportées vers l'Union européenne*

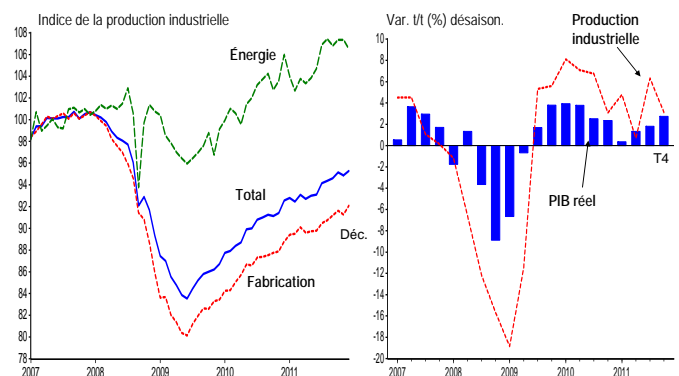
*Exportations réelles*



FBN Économie et Stratégie (données du US Census Bureau)

**Production industrielle solide au quatrième trimestre**

*Bon départ depuis décembre (+0.4%), positif pour le T1 2012*



FBN Économie et Stratégie (données de Global Insight)

## Canada : Baisse de régime

Si l'économie américaine semble tendre vers son régime de croisière, le Canada marque le pas. Mais le repli des statistiques récentes ne signale pas pour autant une récession. Un répit de la croissance était attendu au dernier trimestre de 2011, surtout après le rythme trépidant du trimestre précédent. Et les mauvaises nouvelles d'Europe ont gâché l'humeur des ménages et des entreprises. Mais il y a tout lieu d'être optimiste, notamment devant le redécollage apparent de notre principal partenaire commercial.

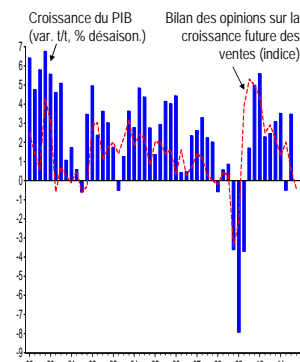
Le Canada se dirige-t-il vers une récession ? La faiblesse des dernières données réveille le spectre d'un ralentissement. Le marché du travail a des ratés et, malgré les faibles taux d'intérêt, les investissements des entreprises et la construction se contractent. Le dernier *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada a révisé à la baisse des perspectives pour 2012. Et la récente *Enquête sur les perspectives des entreprises* était plus sombre encore; le bilan des opinions sur la croissance future des ventes est négatif pour la première fois depuis la récession. Les répondants ont aussi dit que le crédit était plus restreint, et, sur ce plan aussi, le bilan des opinions est le plus mauvais depuis la récession. Ce pessimisme n'annonce rien de bon pour le PIB, car les prévisions de vente tendent à préfigurer la croissance économique. Mais ces attentes – certes influencées par la crise des dettes souveraines européennes – n'interdisent pas une croissance positive du PIB et concordent avec notre prévision annualisée d'expansion mitigée à 2%, pour le T4 2011 et le T1 2012.

Le marché du travail pose un autre problème. Sa faiblesse était concentrée au Québec. Ailleurs au Canada, l'emploi a continué de croître. Les données sur l'emploi du Québec jurent avec les autres indicateurs de la province, notamment le commerce de détail et les ventes d'automobiles. Ces dernières ont bondi de plus de 40% en chiffre annualisé de septembre à novembre, à une époque où l'*Enquête sur la population active* signale une contraction de 4% annualisée au Québec. Ce chiffre est à comparer à celui du reste du Canada où l'emploi annualisé a augmenté d'environ 1% dans le même laps de temps mais où les ventes réelles annualisées d'autos ont crû de moins de 7%.

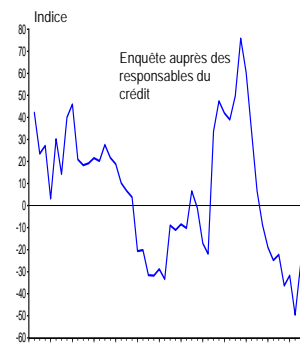
La vigueur générale des ventes canadiennes du secteur automobile est de bon augure pour les dépenses de consommation au T4. L'écart entre le Québec et le reste du Canada est trop grand pour s'expliquer uniquement par un devancement des achats des Québécois pour éviter la hausse de la TVQ de janvier. Quand les perspectives d'emploi s'assombrissent, les consommateurs ont souvent tendance à remettre à plus tard les achats de biens durables.

### Croissance timide en vue selon les enquêtes de la BdC

Baisse des prévisions de vente des entreprises



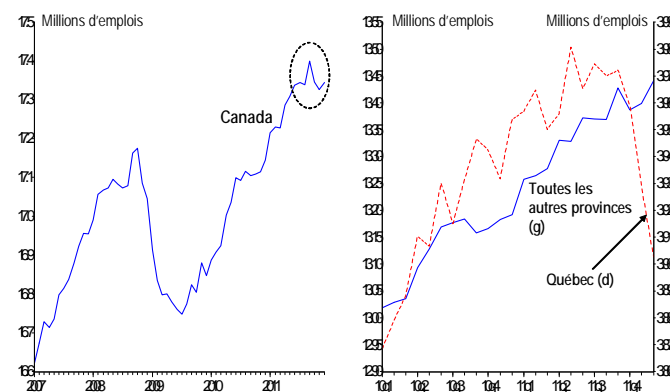
L'assouplissement des conditions de crédit s'estompe



FBN Économie et Stratégie (données de la Banque du Canada par Datastream)

### Le marché du travail a des ratés

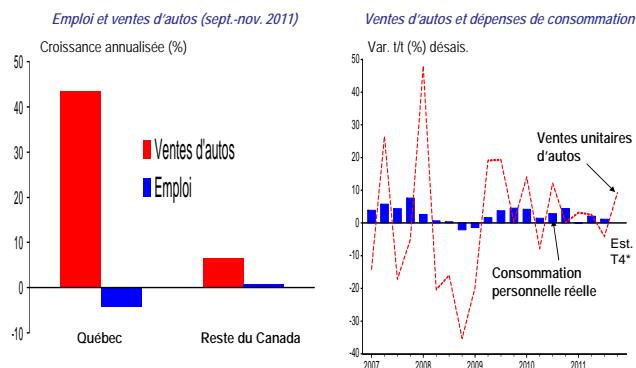
Mais la faiblesse de l'emploi est concentrée au Québec



FBN Économie et Stratégie (données de Global Insight)

### Solides dépenses automobiles au T4

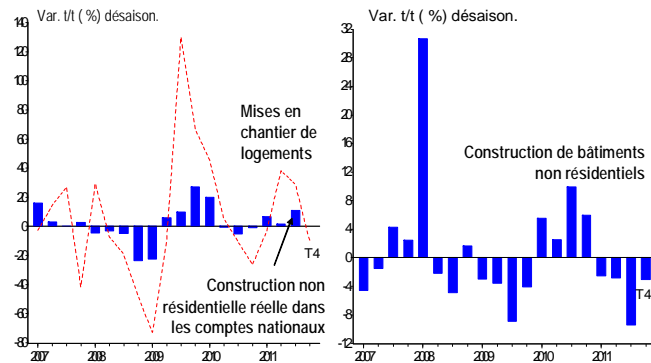
Les fortes ventes au Québec tranchent avec les faibles données de l'emploi



\*Hypothèse de baisse de 3% des ventes unitaires en décembre d'après les données préliminaires de Statistique Canada  
FBN Économie et Stratégie (données de Global Insight)

**La construction freinera sans doute l'économie au T4**

Contraction des mises en chantier résidentielles et autres du trimestre



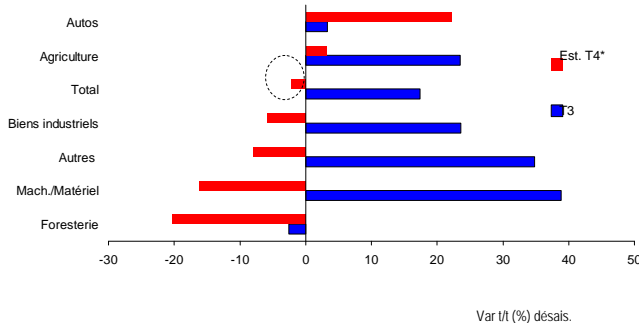
FBN Économie et Stratégie (données de Global Insight)

Les statistiques de l'emploi du Québec laissent donc perplexes, surtout au vu de celles du reste du Canada. L'heure est à la vigilance; nous surveillerons la situation de près pour voir si l'emploi au Québec rattrape le reste du Canada ou si, pire, les autres provinces emboîtent le pas au Québec.

Le repli de l'emploi au Québec peut en partie être attribué à un tassement du secteur de la construction – qui est un employeur important dans la province. Le bâtiment a en effet nettement ralenti la croissance canadienne globale au T4. Son secteur non résidentiel a enregistré un quatrième trimestre de décre, alors que la construction résidentielle s'est peut-être contractée pour la première fois depuis la fin de 2010, si on se fie au nombre national de mises en chantier.

**Le commerce extérieur, frein probable pour le PIB au T4**

Volumes d'exportations par secteurs



\*Basées sur les ventes d'octobre et de novembre

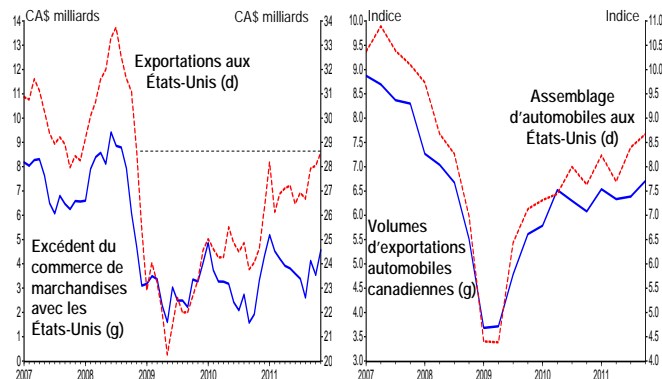
FBN Économie et Stratégie (données de Global Insight)

Le ralentissement de l'immobilier résidentiel canadien si souvent mentionné est peut-être en train de se matérialiser. C'est un des facteurs, comme nous l'avons expliqué dans nos *Perspectives économiques* de l'hiver, qui fera prendre du retard à l'économie du Canada sur celle des États-Unis cette année. Un marché du travail ralenti conjugué au désendettement des consommateurs contrebalancera les avantages des faibles taux d'intérêt pour l'immobilier résidentiel.

Avec l'essoufflement prévu de la demande intérieure, le commerce extérieur occupera le devant de la scène. Le commerce extérieur a probablement été un frein au dernier trimestre de 2011, où le bond des exportations automobiles a été largement contrebalancé par les replis dans d'autres secteurs. Mais en 2012, il pourrait contribuer à la croissance, quoique modestement. Nos revenus d'exportation vers la plus grande économie du monde ont atteint un sommet inégalé depuis trois ans en novembre, grâce notamment au regain de l'activité dans le secteur automobile américain. L'amélioration de la demande des États-Unis devrait entretenir la croissance de nos exportations en 2012.

**Exportations aux États-Unis : au plus haut depuis 2009**

Les exportations canadiennes liées à l'automobile répondent au regain du secteur outre-frontière



FBN Économie et Stratégie (données de Global Insight)

Certes, la principale menace pour la prospérité canadienne cette année est une crise financière comme celle de 2008-2009. Avec une inflation bien maîtrisée – l'inflation de base annuelle est maintenant inférieure à 2%, alors que le taux tendanciel est de 2.3%, la Banque du Canada a plus de marge de manœuvre. Mais à moins d'une crise financière déclenchée par l'Europe, nous continuons de penser qu'elle n'abaissera pas ses taux, vu la diminution de l'écart de production canadien et les craintes de l'endettement des ménages que rappelle régulièrement le gouverneur Mark Carney.

**Krishen Rangasamy/Matthieu Arseneau**

**Canada**  
**Scénario économique**

<i>(Variation annuelle en %)*</i>						<i>Q4/Q4</i>	
	<i>2009</i>	<i>2010</i>	<i>2011</i>	<i>2012</i>	<i>2013</i>	<i>2012</i>	<i>2013</i>
Produit intérieur brut (\$constants, 2002)	(2.8)	3.2	2.4	2.0	2.2	2.0	2.1
Dépenses personnelles	0.4	3.3	2.0	1.9	1.9	1.6	1.7
Construction résidentielle	(8.0)	10.2	2.3	(0.5)	1.0	(1.9)	(0.6)
Investissements des entreprises	(20.8)	7.3	11.2	2.3	5.0	4.2	4.5
Dépenses publiques	4.3	4.7	1.2	0.2	0.4	0.2	0.3
Exportations	(13.8)	6.4	4.6	6.3	5.2	5.9	5.6
Importations	(13.4)	13.1	6.2	2.4	4.0	3.9	3.9
Variation des stocks (millions \$)	(539)	8,899	11,060	4,525	4,624	5,044	4,599
Demande intérieure	(2.1)	4.5	2.8	1.3	1.8	1.3	1.5
Revenu réel disponible	0.8	3.6	1.0	1.6	2.5	2.1	2.1
Emploi	(1.6)	1.4	1.5	0.9	1.3	1.1	1.2
Taux de chômage	8.3	8.0	7.4	7.2	6.8	7.1	7.0
Taux d'inflation	0.3	1.8	2.9	2.2	2.5	2.1	2.6
Bénéfices avant impôts	(32.3)	20.9	15.3	5.8	7.0	5.2	6.1
Solde budgétaire (milliards, \$)	(55.6)	(33.4)	(31.7)	(27.0)	(19.0)	....	....
Compte courant (milliards, \$)	(45.2)	(50.9)	48.0	(40.0)	(33.0)	....	....

\* *Sauf indication contraire.*

**Scénario financier\***

	<i>actuel</i>						
	<i>25/01/12</i>	<i>Q1/12</i>	<i>Q2</i>	<i>Q3</i>	<i>Q4</i>	<i>2012</i>	<i>2013</i>
Taux à un jour	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	2.00
Taux préférentiel	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	4.00
Bons du Trésor 3M	0.86	0.86	0.92	0.92	0.92	0.92	1.93
Obligations fédérales							
2 ans	0.91	1.04	1.03	1.15	1.24	1.24	2.30
5 ans	1.33	1.33	1.40	1.59	1.79	1.79	2.65
10 ans	2.06	2.06	2.22	2.38	2.53	2.53	3.19
30 ans	2.66	2.64	2.79	2.93	3.04	3.04	3.60
Taux de change							
USD par CAD	1.00	0.99	0.96	0.97	0.98	0.98**	1.01**
Prix du pétrole (WTI), \$U.S.	100	94	91	90	93	92**	97**

*Financière Banque Nationale*

\* *fin de période*

\*\* *moyenne annuelle*

**États-Unis**  
**Scénario économique**

<i>(Variation annuelle en %)*</i>							<i>Q4/Q4</i>	
	<i>2009</i>	<i>2010</i>	<i>2011</i>	<i>2012</i>	<i>2013</i>	<i>2012</i>	<i>2013</i>	
Produit intérieur brut (\$2005 constants)	(3.5)	3.0	1.7	2.5	2.5	2.7	2.2	
Dépenses personnelles	(1.9)	2.0	2.2	2.5	2.6	2.8	2.2	
Construction résidentielle	(22.2)	(4.3)	(1.6)	14.2	22.1	20.3	23.0	
Investissements des entreprises	(17.9)	4.4	8.4	8.3	8.1	9.5	7.1	
Dépenses publiques	1.7	0.7	(1.9)	(0.9)	(2.1)	(1.4)	(2.7)	
Exportations	(9.4)	11.3	6.8	4.5	4.9	4.6	5.0	
Importations	(13.6)	12.5	4.9	4.7	4.7	6.0	3.8	
Variation des stocks (milliards \$)	(145.0)	58.8	29.1	26.3	20.0	30.0	20.0	
Demande intérieure	(3.6)	1.8	1.9	2.6	2.6	3.0	2.2	
Revenu réel disponible	(2.3)	1.8	1.0	2.0	2.5	2.8	2.5	
Emploi	(3.8)	(0.6)	0.6	1.3	1.4	1.4	1.2	
Taux de chômage	9.3	9.6	8.9	8.3	7.9	8.1	7.9	
Taux d'inflation	(0.3)	1.7	3.1	1.9	2.3	1.8	2.0	
Bénéfices avant impôts	9.1	32.2	8.1	5.5	5.6	4.2	6.5	
Solde budgétaire (compt. nat. milliards \$)	(1,800.0)	(1,300.0)	(1,350.0)	(1,100.0)	(900.0)	...	...	
Compte courant (milliards \$)	(410.0)	(500.0)	(480.0)	(450.0)	(440.0)	...	...	

\* *Sauf indication contraire.*

**Scénario financier\***

	<i>actuel</i>					<i>2012</i>	<i>2013</i>
	<i>25/01/12</i>	<i>Q1/12</i>	<i>Q2</i>	<i>Q3</i>	<i>Q4</i>		
Taux cible fonds fédéraux	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
Bons du Trésor 3 mois	0.04	0.05	0.06	0.05	0.05	0.05	0.13
Obligations fédérales							
2 ans	0.23	0.20	0.24	0.29	0.35	0.35	0.98
5 ans	0.79	0.84	0.93	1.09	1.23	1.23	1.98
10 ans	2.00	1.98	2.11	2.20	2.36	2.36	3.07
30 ans	3.15	3.13	3.19	3.27	3.41	3.41	3.97
Taux de change							
US\$/Euro	1.31	1.32	1.27	1.23	1.20	1.26**	1.17**
YEN/\$US	78	78	79	79	80	79**	82**

*Financière Banque Nationale*

\* *fin de période*

\*\* *moyenne annuelle*