

PRÉVISIONS ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

Récession ou pas, l'économie subira les conséquences de la guerre commerciale

Par Jimmy Jean, vice-président, économiste en chef et stratège

Y a-t-il une récession à l'horizon? Il s'agit de l'une des questions les plus fréquemment posées actuellement. Et c'est aussi l'une des questions pour lesquelles il y a le moins de clarté. Il y a encore quelques mois, les économistes et les marchés financiers s'accordaient largement à dire que les politiques commerciales de l'administration Trump – perturbatrices et fondamentalement en contradiction avec des décennies de libéralisation des échanges – orientaient l'économie américaine vers la contraction.

Cependant, la tendance du président à repousser l'application de ses mesures, à accorder des exemptions ou à revenir sur ses décisions les plus brutales a brouillé les cartes. Le risque de choc tarifaire prolongé, notamment en raison des effets de l'inflation et de son érosion du pouvoir d'achat des ménages, semble maintenant un peu réduit. Jusqu'à maintenant, les données concrètes, entre autres celles sur l'emploi et l'inflation, montrent que les dommages sont limités. Cela nous rassure un peu, mais il est trop tôt pour conclure que la divergence persistera entre les données liées à la confiance, qui s'est effondrée selon de nombreux indicateurs, et les données concrètes, qui montrent une certaine résilience.

Nous nous attendons à ce que la croissance de la demande intérieure américaine ralentisse jusqu'à s'arrêter au cours des prochains trimestres, mais aussi à ce que l'inflation réagisse graduellement à l'augmentation du taux effectif des tarifs douaniers, aux attentes inflationnistes plus élevées et à l'affaiblissement du dollar américain. Une hausse soutenue des prix de l'énergie suivant l'aggravation des tensions

au Moyen-Orient renforcerait cette tendance. Les risques de récession sont encore élevés, mais les États-Unis ont terminé 2024 sur une bonne lancée, et il en faudra peut-être plus pour faire basculer l'économie.

Récession ou non, c'est ce qui se produira à moyen terme qui nous préoccupe davantage. Les dommages les plus graves proviennent de l'incertitude chronique. Quand les règles changent constamment, que ce soit en matière de tarifs douaniers, d'immigration ou de fiscalité, cela paralyse la prise de décisions. Lorsque les entreprises pensent qu'un autre changement de politique est imminent, qu'il soit positif ou négatif, elles sont moins enclines à prendre des engagements. Elles repoussent l'embauche et les investissements. Dans un environnement en constante évolution, l'inertie devient la règle par défaut.

Et ajoutons à cela la perception grandissante selon laquelle il devient de plus en plus difficile d'exporter vers les États-Unis ou d'y investir. Des mesures comme la section 899 du code fiscal américain, qui a été introduite par le projet de loi *One Big Beautiful Bill Act* présenté au Congrès, ciblent les investisseurs étrangers provenant de pays ayant des politiques fiscales « discriminatoires », ce qui témoigne d'un virage plus large vers l'utilisation de la fiscalité en tant que levier économique. Bien que les tarifs douaniers soient relativement impopulaires et qu'ils puissent faire l'objet de contestations juridiques, l'idée d'utiliser des instruments fiscaux pour faire pression sur les partenaires

TABLE DES MATIÈRES

Éditorial	1	Prévisions économiques	
Risques inhérents aux scénarios	3	<i>Outre-mer</i>	5
Scénario financier	4	<i>Canada</i>	9
		<i>États-Unis</i>	7
		<i>Québec</i>	11
		<i>Prévisions de moyen terme</i>	13

Jimmy Jean, vice-président, économiste en chef et stratège • Randall Bartlett, économiste en chef adjoint
Benoit P. Durocher, directeur et économiste principal • Royce Mendes, directeur général et chef de la stratégie macroéconomique
Mirza Shaheryar Baig, stratège en devises étrangères • LJ Valencia, analyste économique • Marc-Antoine Dumont, économiste senior
Tiago Figueiredo, stratège macro • Francis Généreux, économiste principal • Sonny Scarfone, économiste principal • Hendrix Vachon, économiste principal
Desjardins, Études économiques : 514 281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 5552336 • desjardins.economie@desjardins.com • desjardins.com/economie

NOTE AUX LECTEURS : Pour respecter l'usage recommandé par l'Office québécois de la langue française (OQLF), nous employons dans les textes et les tableaux les symboles k, M et G pour désigner respectivement les milliers, les millions et les milliards. **MISE EN GARDE** : Ce document s'appuie sur des informations publiques, obtenues de sources jugées fiables. Le Mouvement 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 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 n'assument aucune prestation de conseil en matière d'investissement. Les opinions et les prévisions figurant dans le document sont, sauf indication contraire, celles des auteurs et ne représentent pas la position officielle du Mouvement Desjardins. Copyright © 2025, Mouvement Desjardins. Tous droits réservés.

commerciaux montre qu'une posture ferme face aux étrangers reste politiquement attrayante pour les républicains du Congrès.

Parallèlement, l'escalade de la rhétorique d'expulsion risque de réduire le bassin de main-d'œuvre des États-Unis, à un moment où le taux de chômage se rapproche déjà de ses creux historiques et où la population est vieillissante. Les attaques contre les institutions universitaires et scientifiques américaines de classe mondiale sont tout aussi troublantes. De telles atteintes n'auront pas d'incidence sur le PIB du prochain trimestre, mais elles révéleront plutôt leurs dégâts sur plusieurs décennies.

Au Canada, où l'hostilité américaine a été ressentie sur plusieurs fronts, les dommages économiques sont plus visibles. La volatilité commerciale s'est accrue et les premières données du deuxième trimestre confirment que les exportations nettes pèseront lourdement sur le PIB. L'emploi continue de ralentir dans les secteurs sensibles aux échanges internationaux, et les données sur l'inflation montrent des signes avant-coureurs, quoique modestes, des effets des tarifs de représailles.

Malgré les récentes mesures d'allègement fiscal, le portrait macroéconomique demeure fragile. Le ralentissement de la croissance démographique, les renouvellements hypothécaires à des taux plus élevés et les marchés immobiliers chancelants de Toronto et de Vancouver laissent présager d'autres vents contraires intérieurs. Le PIB réel devrait demeurer faible tout au long de l'été, et une reprise à l'automne est plus probable. Le taux de chômage déjà en hausse dans les secteurs producteurs de biens pourrait se répercuter sur les services. Dans cette perspective, les risques de récession semblent plus élevés au Canada qu'aux États-Unis, mais cela se joue à peu de choses. Plutôt que de se perdre dans un débat sémantique lié au « mot en R », mieux vaut voir les prochains mois comme un ralentissement – attribuable à la fois aux turbulences mondiales et aux pressions propres au Canada – qui pourrait être suivi d'un rebond graduel.

Les banques centrales font preuve d'une grande prudence. La Banque du Canada et la Réserve fédérale restent toutes deux vigilantes, non pas parce que l'inflation s'accélère de façon significative jusqu'à maintenant, mais parce que les attentes inflationnistes sont en hausse et que les entreprises semblent avoir la ferme intention de refiler des augmentations de coûts aux consommateurs. Après la pandémie, plusieurs entreprises ont découvert qu'elles pouvaient augmenter leurs prix, même lorsqu'elles n'avaient pas à le faire. Cela laisse présager la possibilité d'une nouvelle dynamique de prix, avec une majoration pouvant être opportuniste plutôt que simplement réactive, et les banques centrales ne veulent pas être une nouvelle fois accusées d'avoir minimisé ce risque.

Cela ne veut toutefois pas dire qu'elles n'ont pas la marge de manœuvre nécessaire pour réduire les taux. Particulièrement au Canada, si l'élan s'affaiblit davantage, l'élargissement de l'écart

entre la production et le plein potentiel exercera une pression supplémentaire à la baisse sur l'inflation. Avec un resserrement des conditions financières, alimenté par l'appréciation du dollar canadien et la hausse des taux d'intérêt de marché, les mesures budgétaires annoncées jusqu'à maintenant ne suffiront pas. Bien qu'ils arrivent à point, les allègements fiscaux sont toujours relativement modestes. Par ailleurs, aucun détail n'a encore été fourni sur la « pièce de résistance » budgétaire, notamment sur les projets d'infrastructures. Ceux-ci ne devraient être véritablement lancés qu'en 2026, après la présentation du prochain budget.

Incertitude faite au Canada

Ce qui distingue la période actuelle, ce sont les conditions économiques, mais aussi l'environnement politique. Les élections fédérales de 2025 ont débouché sur un gouvernement libéral minoritaire qui est depuis passé à un programme plus explicitement favorable à la croissance. On semble avoir l'intention de « tirer profit d'une bonne crise », et nous avons vu l'adoption précipitée de certaines mesures législatives, le report du budget fédéral à l'automne 2025 – ce qui crée de l'incertitude quant à l'orientation budgétaire – et un changement de discours notable relativement à la politique commerciale : après avoir affiché une attitude ferme de type coup pour coup et s'être retourné vers l'Europe, le gouvernement a pris un ton plus conciliant à l'égard des États-Unis.

Bien que ces décisions puissent avoir de solides assises stratégiques, elles contribuent à un sentiment général d'imprévisibilité quant à la vision globale du gouvernement, surtout qu'il s'écarte considérablement de l'approche adoptée par le même parti sous la direction précédente. La bonne nouvelle? Des signaux forts indiquent que le Canada est maintenant plus ouvert à « faire des affaires ». La mauvaise nouvelle? Si cela semble trop beau pour être vrai, c'est probablement le cas. Tôt ou tard, l'administration Carney, aux ambitions audacieuses, se heurtera à des obstacles familiers : pénuries de main-d'œuvre, résistance des syndicats, frictions politiques et contraintes juridictionnelles. Le véritable test pour ce gouvernement minoritaire sera la façon dont il réussira à surmonter ces embûches.

En fin de compte, à court terme, l'économie devrait piétiner, et cette conclusion est tirée sans tenir compte de la litanie de risques explorée dans le présent rapport. La cohérence des politiques demeurera insaisissable, les eaux resteront troubles et la prévisibilité, pierre angulaire d'une prise de décisions efficace, sera limitée. Nous nous attendons toujours à ce que les esprits s'apaisent et à ce que le ciel s'éclaircisse, mais pour l'instant, cette perspective repose davantage sur l'espoir que les incitatifs politiques s'aligneront pour produire un tel résultat que sur un quelconque signal ferme.

RISQUES INHÉRENTS AUX SCÉNARIOS

Les premiers mois du second mandat de Donald Trump ont provoqué une forte hausse de l'incertitude à l'échelle mondiale. Cette incertitude a été amplifiée par les tarifs douaniers annoncés (et, dans certains cas, retirés ou décalés), par les menaces additionnelles des États-Unis ainsi que par l'ampleur des mesures de représailles imposées par d'autres pays. Par ailleurs, d'autres politiques mises en œuvre par l'administration américaine, notamment en matière d'immigration et concernant l'appareil gouvernemental fédéral, pourraient entraîner des pénuries de main-d'œuvre dans des secteurs clés et exercer une pression sur la dynamique de l'emploi. En supposant l'adoption complète du *One Big Beautiful Bill Act* par le Congrès, il faudra observer la réaction des marchés obligataires face à l'augmentation de l'offre d'obligations américaines, surtout si le déficit se creuse de façon marquée. Les obligations américaines et d'autres actifs pourraient aussi être délaissés, les politiques jugées perturbatrices incitant certains investisseurs mondiaux à réduire leur exposition aux États-Unis. Une grande incertitude entoure également la marge de manœuvre des banques centrales pour abaisser leurs taux d'intérêt dans un contexte où la croissance ralentit, mais où l'inflation persiste. Le regain de tensions au Moyen-Orient pourrait retarder encore davantage les baisses de taux si la prime de risque géopolitique pousse les prix de l'énergie en forte hausse. Il faudra aussi surveiller de près si la Réserve fédérale parvient à maintenir son indépendance. À plus long terme, la fragmentation politique et les pressions budgétaires pourraient nuire à la capacité des gouvernements de répondre efficacement aux ralentissements économiques, tout en maintenant des finances publiques solides et en évitant les dégradations de leur cote de crédit. À cela s'ajoutent les risques d'instabilité financière, notamment ceux pouvant découler de cadres réglementaires plus laxistes. Les marchés boursiers, obligataires, les devises et les prix des matières premières pourraient devenir plus volatils, ralentissant davantage l'économie mondiale.

Tableau 1

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

En %	Poids*	Croissance du PIB réel			Taux d'inflation		
		2024	2025p	2026p	2024	2025p	2026p
Économies avancées	37,7	1,6	1,1	1,0	2,6	2,4	2,2
États-Unis	14,8	2,8	1,4	1,4	3,0	2,8	2,6
Canada	1,3	1,6	1,4	1,4	2,4	2,2	2,1
<i>Québec</i>	<i>0,3</i>	<i>1,4</i>	<i>1,1</i>	<i>1,2</i>	<i>2,3</i>	<i>2,2</i>	<i>2,1</i>
Japon	3,4	0,2	0,7	0,4	2,7	2,8	1,6
Royaume-Uni	2,2	1,1	1,0	0,7	2,5	3,0	2,4
Zone euro	11,9	0,8	1,1	0,7	2,4	2,0	1,9
<i>Allemagne</i>	<i>3,2</i>	<i>-0,2</i>	<i>0,2</i>	<i>0,3</i>	<i>2,3</i>	<i>2,1</i>	<i>2,1</i>
<i>France</i>	<i>2,3</i>	<i>1,1</i>	<i>0,4</i>	<i>0,5</i>	<i>2,0</i>	<i>1,2</i>	<i>1,7</i>
<i>Italie</i>	<i>1,9</i>	<i>0,5</i>	<i>0,7</i>	<i>0,5</i>	<i>1,0</i>	<i>1,8</i>	<i>1,8</i>
Autres pays	4,1	1,5	1,0	1,5	2,5	1,9	2,0
<i>Australie</i>	<i>1,0</i>	<i>1,0</i>	<i>1,3</i>	<i>1,8</i>	<i>3,2</i>	<i>2,5</i>	<i>2,8</i>
Économies émergentes et en développement	62,3	3,9	3,4	3,5	7,3	4,6	3,9
Asie émergente	32,8	5,2	4,5	4,3	2,0	1,5	2,1
<i>Chine</i>	<i>18,8</i>	<i>5,0</i>	<i>4,3</i>	<i>3,7</i>	<i>0,2</i>	<i>0,3</i>	<i>0,9</i>
<i>Inde</i>	<i>7,9</i>	<i>6,5</i>	<i>6,1</i>	<i>6,2</i>	<i>5,0</i>	<i>4,0</i>	<i>4,6</i>
Amérique latine	5,8	2,3	1,4	1,6	4,2	4,4	3,9
<i>Mexique</i>	<i>1,8</i>	<i>1,4</i>	<i>-0,1</i>	<i>1,1</i>	<i>4,7</i>	<i>3,8</i>	<i>3,7</i>
<i>Brésil</i>	<i>2,4</i>	<i>3,0</i>	<i>1,8</i>	<i>1,5</i>	<i>4,0</i>	<i>5,4</i>	<i>4,4</i>
Europe de l'Est	8,5	3,7	2,0	2,5	19,5	13,2	9,2
<i>Russie</i>	<i>3,5</i>	<i>4,3</i>	<i>1,2</i>	<i>1,2</i>	<i>8,4</i>	<i>7,1</i>	<i>5,2</i>
Autres pays	15,2	1,9	2,2	2,8	16,4	8,9	7,5
<i>Afrique du Sud</i>	<i>0,5</i>	<i>0,4</i>	<i>0,9</i>	<i>1,5</i>	<i>4,4</i>	<i>3,6</i>	<i>4,3</i>
Monde	100,0	3,1	2,5	2,6	5,5	3,8	3,3

p : prévisions; PPA : parité de pouvoir d'achat, taux de change d'équilibre entre les monnaies, qui assure l'égalité des pouvoirs d'achat entre les pays;

* 2023.

Banque mondiale, Consensus Forecasts et Desjardins, Études économiques

SCÉNARIO FINANCIER

Les progrès réalisés dans le dossier commercial et la possibilité d'une augmentation des dépenses en infrastructures et en défense soutiennent les perspectives économiques du Canada. Toutefois, il reste une marge de manœuvre pour un assouplissement monétaire supplémentaire. L'activité économique demeure faible, le taux de chômage est élevé, et la croissance démographique ralentie ainsi que les renouvellements hypothécaires en cours constituent toujours des vents contraires. Bien que des progrès supplémentaires soient nécessaires en ce qui concerne l'inflation fondamentale, nous maintenons notre prévision selon laquelle la Banque du Canada réduira son taux directeur de 75 points de base supplémentaires en 2025. La courbe des taux devrait donc s'accroître, les taux d'intérêt à long terme étant soutenus par des facteurs mondiaux. La désescalade des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine a renforcé l'appétit pour le risque et réduit la probabilité d'une récession mondiale. En conséquence, nous avons revu à la hausse nos prévisions boursières de fin d'année. Cette détente a également entraîné une révision à la baisse de nos perspectives d'inflation aux États-Unis, ce qui nous amène à maintenir notre anticipation de trois baisses de taux par la Réserve fédérale cette année. Les investisseurs manifestent un intérêt croissant pour une réallocation hors des actifs américains, ce qui pourrait favoriser les actions canadiennes. Nous prévoyons donc que l'indice TSX continuera de surpasser le S&P 500. Les conflits au Moyen-Orient génèrent de la volatilité sur les marchés. Bien que la corrélation récente entre les prix du pétrole et le dollar canadien soit faible, ces corrélations tendent à augmenter en période de chocs géopolitiques. Nous demeurons baissiers à l'égard du dollar américain à moyen terme.

Tableau 2

Sommaire des prévisions financières

Fin de période en % (sauf si indiqué)	2024		2025				2026			
	T3	T4	T1	T2p	T3p	T4p	T1p	T2p	T3p	T4p
Taux d'intérêt directeur										
États-Unis	5,00	4,50	4,50	4,50	4,25	3,75	3,75	3,50	3,25	3,25
Canada	4,25	3,25	2,75	2,75	2,25	2,00	2,00	2,00	2,00	2,25
Zone euro	3,50	3,00	2,75	2,50	2,00	1,75	1,75	1,75	1,75	2,00
Royaume-Uni	5,00	4,75	4,50	4,25	4,00	4,00	4,00	3,50	3,75	4,00
Obligations fédérales										
États-Unis										
2 ans	3,68	4,24	3,94	3,80	3,65	3,55	3,50	3,45	3,35	3,35
5 ans	3,56	4,38	3,95	3,90	3,80	3,75	3,70	3,65	3,55	3,60
10 ans	3,78	4,57	4,21	4,35	4,25	4,15	4,10	4,10	4,00	4,00
30 ans	4,13	4,79	4,59	4,80	4,70	4,65	4,55	4,50	4,35	4,35
Canada										
2 ans	2,91	2,93	2,46	2,50	2,25	2,10	2,00	2,10	2,25	2,40
5 ans	2,73	2,96	2,61	2,75	2,50	2,40	2,40	2,45	2,50	2,55
10 ans	2,95	3,23	2,97	3,15	3,05	2,95	2,80	2,75	2,75	2,80
30 ans	3,13	3,33	3,23	3,45	3,35	3,25	3,10	3,05	3,05	3,10
Marché des devises										
Dollar canadien (USD/CAD)	1,35	1,44	1,43	1,38	1,36	1,35	1,35	1,34	1,32	1,30
Dollar canadien (CAD/USD)	0,74	0,70	0,70	0,72	0,74	0,74	0,74	0,75	0,76	0,77
Euro (EUR/USD)	1,12	1,04	1,09	1,15	1,17	1,20	1,20	1,20	1,18	1,15
Livre sterling (GBP/USD)	1,34	1,25	1,30	1,34	1,35	1,36	1,36	1,36	1,35	1,35
Yen (USD/JPY)	143	157	148	140	138	135	135	135	130	130
Marchés boursiers (niveau et croissance)*										
États-Unis – S&P 500			Cible : 6,100 (+3.7%)				Cible : 7,000 (+14.8%)			
Canada – S&P/TSX			Cible : 26,600 (+7.6%)				Cible : 29,500 (+10.9%)			
Matières premières (moyenne annuelle)										
Pétrole WTI (\$ US/baril)			68 (65*)				65 (65*)			
Or (\$ US/once)			3 210 (3 350*)				3 255 (3 185*)			

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

Datastream et Desjardins, Études économiques

Outre-mer

L'économie mondiale ne pourra pas faire abstraction du protectionnisme américain

PRÉVISIONS

Il n'y a présentement pas de tendance claire pour l'économie mondiale. Plusieurs pays d'Europe ont connu une assez bonne croissance au premier trimestre grâce à un certain devancement d'activités lié à l'imposition éventuelle des tarifs américains. D'autres pays, notamment le Japon, la Corée du Sud et les États-Unis ont plutôt eu un début d'année difficile. On s'attend à ce que la politique commerciale américaine et les tensions avec la Chine aient causé davantage de problèmes au deuxième trimestre et que la croissance soit passablement faible au cours des trimestres suivants. Le PIB réel mondial devrait croître de 2,5 % en 2025 et de 2,6 % en 2026.

Les principaux indicateurs économiques soufflent le chaud et le froid depuis le début de 2025. Il y avait un certain élan positif au tournant de l'année, mais le vent de dos a laissé place à un vent de face provenant surtout de la volonté protectionniste du président Trump. À cet égard, nos prévisions tablent sur une politique commerciale essentiellement inchangée par rapport à la situation qui a cours actuellement, et ce, autant pour les tarifs douaniers américains envers la Chine, qui devraient rester à 30 %, que pour ceux envers le Mexique et le Canada, qui devraient demeurer à 25 %, avec les exemptions actuelles, jusqu'à la fin de l'année. Pour les autres pays, nous supposons qu'il n'y aura pas de retour aux tarifs de réciprocité variables (ils resteront à 10 %). Cela dit, la situation demeure changeante et nos scénarios économiques et financiers seront appelés à être modifiés selon l'évolution des politiques commerciales.

Paradoxalement, la mise en place des premiers tarifs et les craintes d'une généralisation des barrières commerciales américaines ont amené une impulsion aux exportations de plusieurs pays au premier trimestre de 2025. Le volume mondial d'échanges commerciaux était 6,6 % plus élevé qu'un an auparavant (graphique 1). On sait cependant que les importations

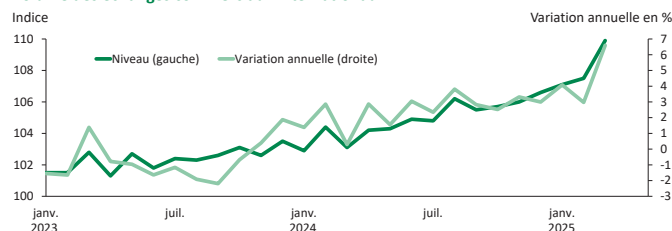
américaines ont chuté en avril et que les exportations de plusieurs pays ont diminué en avril ou en mai. Cet effet de ressac pourrait durer quelques mois. Toutefois, nous ne prévoyons pas que cela causera de graves replis de l'activité économique.

La situation aurait pu être bien pire si l'escalade protectionniste entre les États-Unis et la Chine ne s'était pas estompée. L'entente de mai – réitérée en juin – entre ces deux pays, qui représentent environ le tiers de l'économie mondiale, permettra d'éviter des récessions à la fois aux États-Unis et en Chine. Elle écarte aussi des dommages collatéraux qui auraient pu avoir des conséquences graves pour l'économie mondiale, notamment par le biais des chaînes d'approvisionnement. On s'attend tout de même à moins d'échanges commerciaux entre ces deux pays et, sous l'effet persistant de l'incertitude, un ralentissement graduel de l'économie chinoise est anticipé au cours des prochains trimestres. La croissance annuelle du PIB réel chinois en 2025 profitera tout de même du devancement de l'activité en début d'année qui a contribué à stimuler les exportations et la production industrielle.

Graphique 1

Le commerce international a connu une forte croissance en début d'année

Volume des échanges commerciaux internationaux

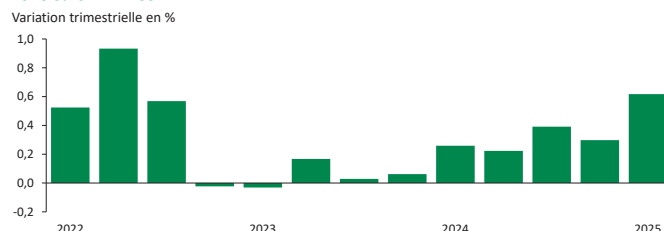


CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis et Desjardins, Études économiques

Graphique 2

L'économie eurolandaise a bien commencé 2025

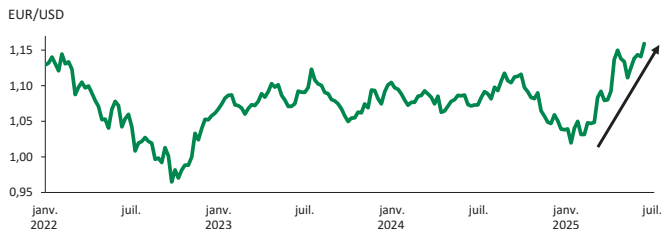
Zone euro – PIB réel



Eurostat et Desjardins, Études économiques

Graphique 3

L'euro s'est apprécié au cours des derniers mois



Datastream et Desjardins, Études économiques

Du côté de l'Europe, les données sont plutôt mixtes. Les principaux indicateurs récemment publiés se sont généralement montrés meilleurs que les attentes, mais dans un contexte où ces dernières étaient plutôt basses. Le PIB réel de la zone euro a progressé de 0,6 % (non annualisé) au premier trimestre de 2025, sa meilleure performance depuis le printemps de 2022 (graphique 2). Le taux de chômage demeure relativement bas et l'inflation est revenue à la cible de la Banque centrale européenne, ce qui lui a permis de continuer à abaisser ses taux directeurs. Il ne faut toutefois pas s'attendre à une forte croissance de l'économie eurolandaise au cours des prochains trimestres. Le ressac des importations américaines et l'incertitude élevée toucheront aussi cette région, d'autant plus que l'appréciation de l'euro n'aide pas les exportateurs (graphique 3). L'Allemagne, qui dépend beaucoup de son secteur manufacturier, pourrait être davantage affectée que les autres pays de la zone. À moyen terme, notamment à partir de 2027, on peut s'attendre à une impulsion grandissante sur les croissances allemande et européenne qui proviendrait de l'accélération des dépenses militaires.

Du côté du Royaume-Uni, le PIB réel a aussi connu une assez forte augmentation au premier trimestre, soit 0,7 % (non annualisée). Les récentes données ont cependant été moins bonnes avec une baisse de 0,3 % du PIB réel mensuel en avril (la pire depuis octobre 2023) (graphique 4). On observe aussi un ralentissement du marché du travail. Une stagnation du PIB réel britannique, voire une modeste baisse, est envisageable au deuxième trimestre, suivie de croissances plutôt faibles pour le reste de l'année.

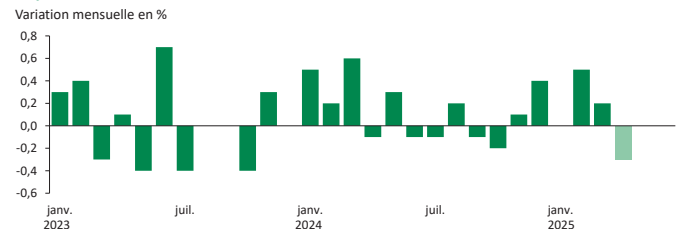
Le Japon a déjà connu une croissance nulle du PIB réel au premier trimestre de 2025. Cette faiblesse a surtout été causée par une diminution des dépenses publiques et, étonnamment, par une diminution des exportations. Les tarifs américains et l'incertitude devraient là aussi freiner l'activité économique au cours des prochains trimestres.

La faiblesse de l'économie mondiale limitera la demande de pétrole au cours des prochains mois. À cela s'ajoute une croissance de l'offre qui devrait garder le marché en situation

Graphique 4

L'économie britannique a mal commencé le deuxième trimestre

Royaume-Uni – PIB réel mensuel



Office for National Statistics et Desjardins, Études économiques

de surabondance alors que l'OPEP+ continue d'accélérer sa production dans le but de récupérer les parts de marché perdues depuis la pandémie. Toutefois, la récente escalade du conflit entre Israël et l'Iran risque de limiter le potentiel de hausse de la production mondiale de pétrole. Bien qu'il soit trop tôt pour connaître l'étendue des dommages sur l'industrie pétrolière iranienne, il semble clair qu'il y aura une perte de production. Dans ce contexte, nous tablons sur une cible de fin d'année du WTI (*West Texas Intermediate*) de 65 \$ US le baril.

États-Unis

Une croissance économique freinée par les tarifs et l'incertitude

PRÉVISIONS

L'économie américaine montre à la fois des signes de résilience et des éléments plus fragiles. Il est clair que la politique commerciale l'a en partie affectée et que l'incertitude engendrée se fera encore sentir au cours des prochains trimestres. On prévoit donc des croissances du PIB réel plutôt modestes pour le printemps et l'été. À partir de l'automne et au début de 2026, les nouvelles mesures du plan fiscal et budgétaire appuieront un peu plus la croissance. On s'attend tout de même à voir le chômage augmenter et l'inflation s'accélérer sous le poids des tarifs.

La donne a changé pour l'économie des États-Unis. Au cours des années qui ont suivi la pandémie et jusqu'à la fin de 2024, elle était l'une des plus performantes avec notamment une bonne progression de la productivité. La situation a changé au premier trimestre de 2025 alors que le PIB réel américain a subi une rare contraction, soit de 0,2 %.

Cette faiblesse vient surtout du fait qu'en préparation à l'arrivée de la politique commerciale nettement protectionniste de l'administration Trump, de grands pans de la demande intérieure finale (qui a augmenté de 2,0 % à rythme annualisé) ont été comblés par des importations. Celles-ci ont bondi de 42,6 %, la plus forte croissance trimestrielle annualisée depuis 1972 à l'exclusion de la pandémie.

Avec les va-et-vient des tarifs annoncés par la Maison-Blanche (graphique 5) et les politiques de représailles de certains autres pays, on peut s'attendre à ce que le commerce extérieur amène beaucoup de volatilité aux résultats des comptes nationaux. Ainsi, après la ponction du premier trimestre, la chute des importations qui s'observe déjà pour le deuxième trimestre entraînera une contribution positive à la croissance du PIB réel. Cela dit, il faut aussi prévoir une demande intérieure nettement plus faible sous l'effet de l'incertitude élevée et de la faiblesse de la confiance. (graphique 6).

L'atténuation des tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis permettra sans doute d'éviter le pire pour ces deux économies. Les échanges commerciaux semblent d'ailleurs reprendre. Après une baisse prononcée, les réservations de places de conteneurs de marchandises pour un passage transpacifique ont recommencé à augmenter. On voit aussi les coûts de transport maritime bondir depuis quelques semaines.

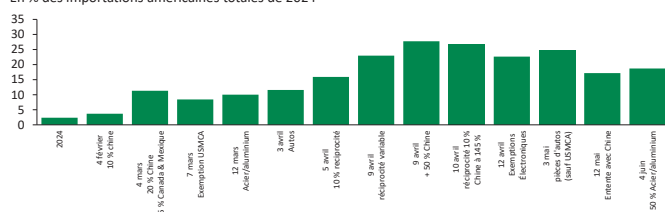
Cela ne veut pas dire que tous les dommages de la politique protectionniste américaine soient derrière nous. Les tarifs demeurent nettement plus hauts qu'en début d'année et il faut s'attendre à un cycle d'échanges commerciaux plus lent pour les prochaines années, ce qui nuira au dynamisme de l'économie américaine. L'incertitude engendrée par les politiques de la Maison-Blanche reste extrêmement élevée, les anticipations d'inflation des ménages et des entreprises ont augmenté et la confiance a nettement diminué (bien que le répit avec la Chine ait amené une stabilisation). Il ne faut pas non plus exclure d'autres hausses de tarifs de la part des États-Unis. Ces circonstances nuiront à la consommation et à l'investissement pour les prochains trimestres, un effet négatif qui s'ajoute au ressac attendu à la suite du devancement d'activité au premier trimestre.

Graphique 5

Les tarifs douaniers américains ont beaucoup bougé et demeurent relativement élevés

Tarif effectif américain

En % des importations américaines totales de 2024



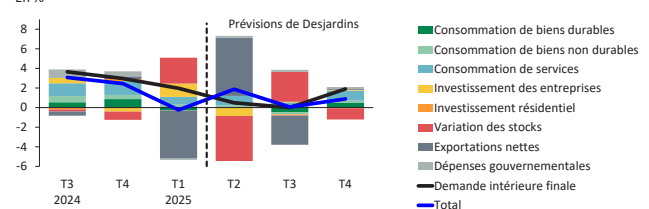
U.S. International Trade Commission, White House et Desjardins, Études économiques

Graphique 6

La croissance de la demande intérieure devrait faiblir

États-Unis – contributions à la croissance trimestrielle annualisée du PIB réel

En %



Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

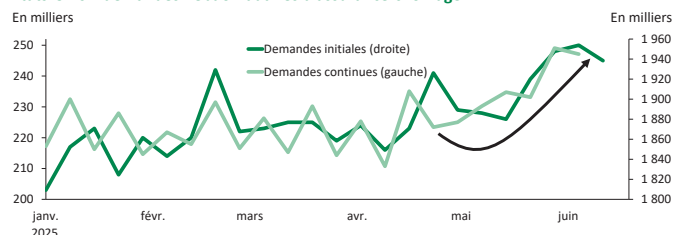
Cependant, on n'observe pas encore les pires conséquences négatives des tarifs. L'inflation évolue encore de façon assez modeste bien que la variation annuelle de l'IPC de base reste relativement élevée comparativement à la cible de la Réserve fédérale. On prévoit toujours une accélération graduelle du prix des biens à partir de cet été. Le marché du travail tient aussi bien la route pour le moment. Il est moins dynamique qu'il y a un an, mais il s'est tout de même créé 619 000 emplois depuis le début de l'année. On note cependant que les demandes hebdomadaires d'assurance-chômage ont récemment pris une tangente à la hausse (graphique 7). Il faut aussi s'attendre à ce que les coupes budgétaires fédérales se manifestent davantage au sein des embauches nettes, notamment à l'automne. Les pressions à la baisse sur la population active causées par la politique anti-immigration de l'administration Trump limiteront cependant la hausse du taux de chômage.

Bien qu'il ne soit pas encore complètement ficelé et que d'autres négociations semblent être nécessaires entre la Maison-Blanche et les républicains du Sénat et de la Chambre des représentants, on a déjà une assez bonne vue d'ensemble du plan budgétaire et fiscal qui permettra de renouveler les baisses d'impôts de 2018. À cela s'ajoutent d'autres mesures promises par Donald Trump pendant la campagne électorale. On s'attend tout de même à

Graphique 7

Un début de mauvaises nouvelles pour le marché du travail?

États-Unis – demandes hebdomadaires d'assurance-chômage



U.S. Department of Labor et Desjardins, Études économiques

certains effets positifs, bien que probablement modestes, du [One Big Beautiful Bill Act](#) sur le revenu disponible des ménages et sur l'investissement en équipement, notamment à partir de cet automne et au début de 2026. Il reste à voir si la dégradation supplémentaire des finances publiques fédérales inquiétera davantage les investisseurs, ce qui pourrait mettre encore plus de pressions sur les taux d'intérêt obligataires.

Tableau 3

États-Unis : principaux indicateurs économiques

Variation trimestrielle annualisée en % (sauf si indiqué)	2024		2025				Moyennes annuelles			
	T3	T4	T1	T2p	T3p	T4p	2023	2024	2025p	2026p
PIB réel (\$ US de 2017)	3,1	2,5	-0,2	1,8	0,1	0,9	2,9	2,8	1,4	1,4
Dépenses personnelles	3,7	4,0	1,2	1,7	-0,2	2,6	2,5	2,8	2,1	1,6
Construction résidentielle	-4,3	5,5	-0,6	-1,1	-2,8	-1,4	-8,3	4,2	-0,5	-1,2
Investissement des entreprises	4,0	-2,9	10,3	-6,0	0,5	0,5	6,0	3,6	1,6	0,7
Variation des stocks (G\$ US de 2017)	57,9	8,9	163,0	-100,0	75,0	10,0	33,1	39,0	37,0	26,3
Dépenses publiques	5,1	3,1	-0,7	1,0	1,2	1,2	3,9	3,4	1,6	1,4
Exportations	9,6	-0,2	2,4	-2,3	-6,7	0,9	2,8	3,3	0,5	0,7
Importations	10,7	-1,9	42,6	-46,5	17,5	0,0	-1,2	5,3	0,7	-0,9
Demande intérieure finale	3,7	3,0	2,0	0,5	0,0	1,9	2,7	3,0	1,9	1,4
Autres indicateurs										
PIB nominal	5,0	4,8	3,4	4,5	2,6	4,3	6,6	5,3	4,2	4,0
Revenu personnel disponible réel	0,2	2,5	2,9	5,4	-0,5	3,6	5,1	2,7	2,4	2,7
Emploi selon les entreprises	0,9	1,3	1,3	1,0	0,2	-0,7	2,2	1,3	0,9	0,1
Taux de chômage (%)	4,2	4,1	4,1	4,2	4,5	4,7	3,6	4,0	4,4	4,9
Mises en chantier ¹ (milliers d'unités)	1 338	1 387	1 401	1 333	1 330	1 317	1 421	1 371	1 345	1 294
Profits des entreprises* ²	6,0	6,9	5,5	1,0	0,5	-3,8	6,9	7,9	0,7	3,6
Taux d'épargne personnelle (%)	4,1	3,8	4,3	5,3	5,1	5,4	3,4	4,6	5,0	6,0
Taux d'inflation global*	2,7	2,7	2,7	2,4	2,9	3,1	4,1	3,0	2,8	2,6
Taux d'inflation de base* ³	3,3	3,3	3,1	2,8	3,3	3,5	4,8	3,4	3,2	2,9
Solde du compte courant (G\$ US)	-1 241	-1 216	-1 593	-937	-1 153	-1 147	-905	-1 134	-1 208	-1 147

p : prévisions; * Glissement annuel; ¹ À rythme annualisé; ² Avant impôts; ³ Excluant aliments et énergie.

Datastream et Desjardins, Études économiques

Canada

À mi-chemin de 2025, le Canada retient son souffle

PRÉVISIONS

Le second semestre est presque à nos portes, et le Canada est toujours aux prises avec une incertitude sans précédent. Les tarifs douaniers et la guerre commerciale lancée par le président Trump ont mis à mal notre relation économique de longue date avec les États-Unis. En l'absence d'un nouvel accord commercial, notre position demeure fragile. De plus, le Canada a élu un nouveau gouvernement après des mois de vide politique. Le nouveau premier ministre promet des investissements ambitieux dans les infrastructures et la défense, mais il reste à voir si ceux-ci se concrétiseront. Entre-temps, l'inflation et l'abordabilité demeurent les principales préoccupations des ménages canadiens. Bien que l'élimination de la taxe carbone et la baisse de l'impôt sur le revenu des particuliers puissent offrir un certain répit, les tarifs de représailles devraient mettre de la pression sur le pouvoir d'achat des ménages au cours des prochains mois.

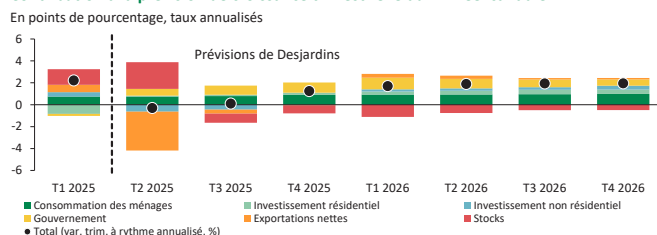
Les tarifs douaniers ont grandement influencé les perspectives du PIB réel canadien depuis le début de l'année (graphique 8). L'instabilité des droits de douane, tantôt appliqués, tantôt suspendus, a fait augmenter les coûts des échanges commerciaux et ont accru l'incertitude. En avril, le plus important déficit commercial a été enregistré. Nous prévoyons que les exportations nettes freineront la croissance à court terme en raison de la détérioration des relations commerciales avec les États-Unis. L'investissement des entreprises devrait diminuer dans un contexte de baisse de la demande externe et d'une augmentation de l'incertitude et des coûts liés aux tarifs de représailles. L'investissement résidentiel demeurera probablement faible, alors que la faiblesse de l'économie et du marché du travail fera diminuer la demande. Malgré tout, le portrait n'est pas que sombre. En dépit de la vague de renouvellements hypothécaires affectant plusieurs ménages canadiens en 2025 et en 2026, la consommation devrait tenir bon, soutenue par la stabilité des dépenses en biens durables. De plus, certaines mesures budgétaires fédérales – comme la baisse d'impôt prévue pour la fête du Canada et l'annulation de la hausse du taux d'inclusion des gains en capital – devraient donner une impulsion supplémentaire à la consommation des ménages.

Compte tenu de l'effet considérable des tarifs douaniers, le gouvernement fédéral nouvellement élu a élaboré un ambitieux plan d'investissement dans les infrastructures et la défense pour relancer l'économie canadienne. Toutefois, la réalisation de cette promesse vient avec un prix élevé – d'importants déficits budgétaires et une dette en forte croissance. En conséquence, le ratio de la dette au PIB du Canada augmentera assurément, et la crédibilité financière du pays pourrait être compromise (voir notre [analyse](#) de ce risque). Malgré tout, les avantages pourraient être considérables. Comme nous l'avons mentionné dans une récente [analyse](#), le plan fédéral visant à investir 25 G\$ dans les infrastructures non résidentielles et non militaires sur quatre ans pourrait faire progresser le niveau du PIB réel de 0,6 % (graphique 9). En dépit de cela, il y a des raisons d'être sceptiques compte tenu de la piètre performance du gouvernement en matière de réalisation des engagements à ce chapitre dans le passé. On pourrait dire la même chose de la récente annonce selon laquelle le Canada atteindra dès l'exercice 2025-2026 la cible de l'OTAN de 2 % du PIB investis dans la défense, et qu'il augmentera probablement ces dépenses par la suite.

Graphique 8

Le commerce freine la croissance en raison des tarifs douaniers frappant durement le Canada

Contribution à la prévision de croissance trimestrielle du PIB réel canadien



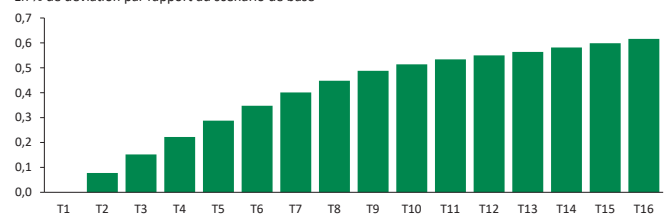
Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 9

Les investissements prévus en infrastructures pourraient stimuler le PIB réel

Incidence des investissements en infrastructures non résidentielles et non liées à la défense sur le PIB réel

En % de déviation par rapport au scénario de base*



* Selon les Prévisions économiques et financières des Études économiques de Desjardins de mai 2025.

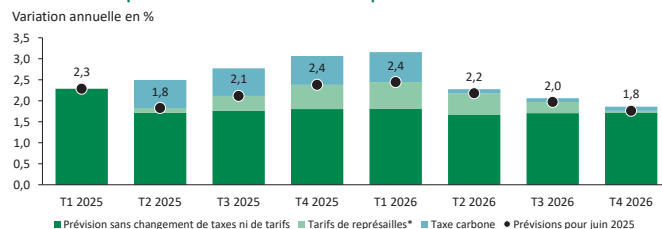
Parti libéral du Canada et Desjardins, Études économiques

Même si les tarifs douaniers dominent l'actualité, l'inflation et l'abordabilité demeurent des préoccupations centrales pour un grand nombre de ménages canadiens. En mars 2025, le gouvernement fédéral a annoncé qu'il éliminait la tarification sur le carbone afin d'aider la population des provinces sous le programme fédéral de tarification carbone à faire face à l'inflation. [Selon nos estimations](#), l'inflation mesurée par l'IPC en avril 2025 a été environ 0,7 % inférieure à ce qu'elle aurait été si la taxe carbone avait été maintenue. Les [données sur l'inflation d'avril](#) ont montré un ralentissement spectaculaire de la croissance des prix à l'échelle canadienne en raison du retrait de cette taxe. Toutefois, la réaccélération continue de l'inflation fondamentale est préoccupante, et elle reflète en partie les tarifs réciproques sur les importations en provenance des États-Unis. En effet, [nos recherches](#) suggèrent que ces mesures de représailles contribueront à alimenter davantage l'inflation annuelle mesurée par l'IPC, y ajoutant environ 0,6 % à compter d'avril (graphique 10).

Graphique 10

Les tarifs de représailles sont une source majeure de pressions inflationnistes

Ventilation des prévisions de l'inflation mesurée par l'IPC au Canada



* Jusqu'aux tarifs annoncés le 6 juin 2025 inclusivement.
Gouvernement du Canada, Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Tableau 4

Canada : principaux indicateurs économiques

Variation trimestrielle annualisée en % (sauf si indiqué)	2024		2025				Moyennes annuelles			
	T3	T4	T1	T2p	T3p	T4p	2023	2024	2025p	2026p
PIB réel (\$ de 2017)	2,4	2,1	2,2	-0,3	0,1	1,2	1,5	1,6	1,4	1,4
Consommation finale [dont :]	4,7	4,1	0,8	1,6	1,9	2,1	2,0	2,7	2,4	2,0
<i>Consommation des ménages</i>	4,4	4,9	1,2	1,4	1,5	1,7	1,8	2,4	2,4	1,7
<i>Consommation des adm. publiques</i>	5,5	2,4	-0,3	2,3	3,2	3,2	2,2	3,7	2,4	3,0
Formation brute de capital fixe [dont :]	-1,8	9,0	-3,0	-1,8	-0,8	1,9	-1,6	0,1	0,5	2,2
<i>Bâtiments résidentiels</i>	5,4	16,8	-10,9	1,0	1,5	2,5	-8,5	-0,6	0,6	3,4
<i>Ouvrages non résidentiels</i>	-0,8	1,4	-6,1	-4,3	-3,6	-0,5	3,2	-2,1	-2,1	0,6
<i>Machines et matériel</i>	-27,7	10,5	22,9	-13,5	-9,2	-0,2	-2,7	-2,9	0,4	-1,1
<i>Produits de propriété intellectuelle</i>	6,4	4,1	-1,5	1,2	1,5	1,7	4,0	0,0	1,7	1,7
<i>FBCF des adm. publiques</i>	4,0	7,3	-3,2	3,2	4,0	6,4	4,8	7,3	2,9	5,8
Variation des stocks (G\$ de 2017)	20,0	-6,0	2,7	15,3	11,0	7,2	25,5	14,3	9,1	-3,4
Exportations	-0,6	7,1	6,7	-20,6	-0,3	1,5	5,0	0,6	-1,7	1,0
Importations	-1,0	2,5	4,4	-9,7	0,8	1,6	0,3	0,7	-0,3	1,5
Demande intérieure finale	3,2	5,2	-0,1	0,8	1,3	2,0	1,1	2,1	2,0	2,1
Autres indicateurs										
PIB nominal	5,0	5,8	4,9	-2,0	-3,4	5,3	2,9	4,7	2,8	1,8
Revenu personnel disponible réel	9,7	-0,2	0,4	2,6	3,3	0,0	1,6	4,6	2,6	0,9
Emploi	0,8	1,9	2,7	0,0	-0,2	-0,2	3,0	1,9	1,2	0,2
Taux de chômage (%)	6,5	6,7	6,6	7,0	7,3	7,4	5,4	6,4	7,1	7,2
Mises en chantier ¹ (milliers d'unités)	238	248	223	268	240	235	242	245	242	234
Profits des entreprises* ²	-4,6	-3,0	8,5	1,2	2,2	0,0	-14,8	-3,1	2,9	7,3
Taux d'épargne personnelle (%)	7,2	6,0	5,7	6,0	6,4	6,0	3,7	6,0	6,0	5,2
Taux d'inflation global*	2,0	1,9	2,3	1,8	2,1	2,4	3,9	2,4	2,2	2,1
Taux d'inflation de base* ³	2,5	2,1	2,5	2,5	2,7	3,0	3,9	2,6	2,7	2,4
Solde du compte courant (G\$)	-2,9	-3,6	-2,1	-7,1	-4,2	-3,3	-18,4	-14,1	-16,7	-10,0

p : prévisions; FBCF : formation brute de capital fixe; * Glissement annuel; ¹ À rythme annualisé; ² Avant impôts; ³ Excluant aliments et énergie.

Datastream et Desjardins, Études économiques

Québec

Le ralentissement économique se matérialise... au ralenti (et c'est tant mieux)

PRÉVISIONS

L'économie québécoise a amorcé la période de turbulence actuelle sur des bases solides, terminant l'année 2024 avec des hausses du PIB réel de 1,8 % et 1,4 % aux deux derniers trimestres (en rythme annualisé). Les données récentes suggèrent une légère accélération au premier trimestre de 2025, stimulée par une hausse des exportations, les entreprises ayant avancé leurs livraisons en prévision de nouveaux tarifs attendus en avril. Le marché du travail est demeuré plus vigoureux qu'anticipé. Bien qu'un ralentissement semble difficile à éviter au cours des prochains trimestres, les investissements publics devraient en atténuer l'ampleur. À moyen terme, la croissance sera limitée par les pressions démographiques et les efforts de redressement budgétaire, surtout au niveau provincial.

Après avoir bénéficié de deux premiers trimestres de forte croissance avoisinant les 3 % (à rythme annualisé) au début de 2024, l'économie du Québec a ensuite connu une progression légèrement inférieure à celle du reste du Canada, mais néanmoins robuste. En raison de la répartition sectorielle des tarifs douaniers, qu'ils soient déjà appliqués, partiellement en vigueur ou simplement évoqués, la province devrait subir des répercussions légèrement plus importantes que la moyenne nationale. Cette pression accrue implique que l'économie québécoise risque de connaître des difficultés cette année.

Entre-temps, les indicateurs économiques sont plus favorables qu'anticipé, ce qui a mené à une révision à la hausse des prévisions depuis le mois dernier. Le marché immobilier demeure solide au Québec : les ventes de propriétés existantes et les mises en chantier résistent mieux qu'ailleurs au Canada, et les renouvellements hypothécaires grugent une part moindre du revenu des ménages. Le marché du travail affiche aussi une résilience supérieure aux attentes. Toutefois, la nature des gains en matière d'emplois enregistrés depuis le début de l'an dernier laisse entrevoir un ralentissement inévitable, ceux-ci étant principalement concentrés dans des secteurs fortement liés aux dépenses publiques, comme l'éducation, la santé et les administrations publiques (graphique 11). Le secteur manufacturier québécois enregistre quant à lui des pertes depuis

janvier, coïncidant avec l'arrivée en fonction de la nouvelle administration américaine et la montée des menaces tarifaires.

L'inflation devrait demeurer légèrement plus élevée au Québec, en raison de l'absence de baisse des prix observée ailleurs au pays à la suite de l'abolition de la taxe carbone pour les consommateurs. Les effets inflationnistes des tarifs de représailles, partiellement compensés par le ralentissement économique, devraient maintenir l'inflation légèrement au-dessus de 2 % pour le reste de l'année.

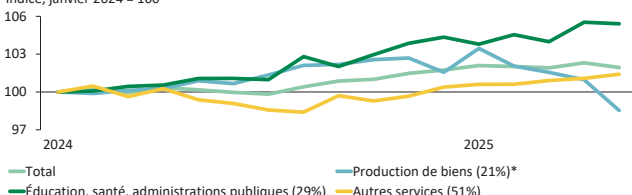
Le PIB réel du Québec devrait mieux se porter au dernier trimestre de l'année, en partie soutenu par les investissements publics. Du côté fédéral, des annonces telles que l'atteinte de la cible de 2 % du PIB en dépenses militaires, conformément aux engagements de l'OTAN, contribueront à stimuler l'activité. À l'échelle provinciale, le Plan québécois des infrastructures, bonifié de 11 milliards de dollars sur trois ans dans le dernier budget (graphique 12), et l'accélération attendue des investissements d'Hydro-Québec joueront également un rôle clé. Ce devancement des dépenses publiques devrait avoir des retombées positives dans plusieurs secteurs manufacturiers, notamment ceux fragilisés par le contexte géopolitique actuel.

Graphique 11

La contribution des deniers publics est significative pour la robustesse du marché du travail

Emplois au Québec par secteur

Indice, janvier 2024 = 100



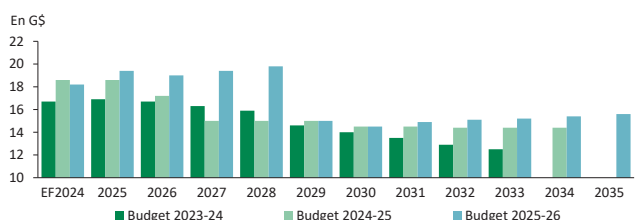
* Part des emplois de ce(s) secteur(s) dans l'économie québécoise, en moyenne, pour l'année 2024. La somme des pourcentages n'est pas de 100 % en raison de l'arrondissement.

Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Graphique 12

Des dépenses d'infrastructures devancées

Dépenses selon le Plan québécois des infrastructures (PQI)



EF : exercice financier

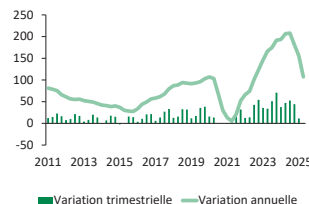
Ministère des Finances du Québec et Desjardins, Études économiques

À moyen terme, l'apaisement des tensions commerciales devrait offrir au Québec un regain légèrement supérieur à la moyenne nationale. Cette surperformance serait toutefois temporaire, ralentie par des facteurs structurels, notamment une dynamique démographique défavorable. La croissance naturelle de la population est devenue négative pour la première fois l'an dernier, avec plus de décès que de naissances (voir graphique 13). Parmi les cibles d'immigration actuellement envisagées, les scénarios suggèrent au mieux une stagnation de la population québécoise en âge de travailler, ce qui pourrait limiter l'activité économique dans les régions déjà confrontées à une pénurie de main-d'œuvre.

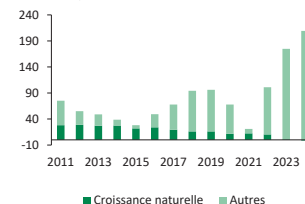
Un autre facteur susceptible de limiter la croissance économique à moyen terme est le niveau des dépenses du gouvernement provincial. Le rythme de croissance prévu dans le dernier budget correspond à une croissance réelle quasi nulle. Si ces projections se concrétisent, les hausses annoncées entraîneraient une progression durablement plus lente que celle observée au cours des 20 dernières années.

Graphique 13
Le ralentissement de la croissance démographique se confirme
Variation de la population

En milliers, 2011 T1 – 2025 T2


Variation annuelle, par composante

En milliers, 2011 – 2024



Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

Tableau 5

Québec : principaux indicateurs économiques

Variation annualisée en % (sauf si indiqué)	2022	2023	2024	2025p	2026p
PIB réel (\$ de 2017)	3,4	0,6	1,4	1,1	1,2
Consommation finale [dont :]	4,6	0,7	3,0	2,6	0,7
<i>Consommation des ménages</i>	5,5	1,8	3,1	2,8	1,0
<i>Consommation des administrations publiques</i>	2,4	-1,7	3,2	2,1	-0,1
Formation brute de capital fixe [dont :]	-2,3	-3,7	-0,3	2,5	2,5
<i>Bâtiments résidentiels</i>	-11,1	-15,1	2,9	8,8	3,9
<i>Ouvrages non résidentiels</i>	3,7	5,9	-0,7	-5,7	0,4
<i>Machines et matériel</i>	11,6	-6,3	-2,0	0,3	-1,1
<i>Produits de propriété intellectuelle</i>	6,3	4,2	0,2	2,3	2,0
<i>FBCF des administrations publiques</i>	-2,4	7,2	-2,8	1,0	3,9
Variation des stocks (G\$ de 2017)	11	6	3	-1	0
Exportations	2,0	4,0	0,9	-0,5	2,8
Importations	6,9	-0,8	2,0	0,9	2,1
Demande intérieure finale	3,0	-0,2	2,4	2,7	1,1
Autres indicateurs					
PIB nominal	8,7	5,0	5,6	3,0	2,9
Revenu personnel disponible réel	1,1	0,1	4,4	3,8	2,0
Rémunération hebdomadaire	4,1	3,6	4,5	4,2	3,1
Emploi	3,1	2,9	0,9	1,3	0,1
Taux de chômage (%)	4,3	4,4	5,3	6,1	6,0
Taux d'épargne personnelle (%)	9,3	7,8	9,1	8,9	9,3
Ventes au détail	8,5	3,7	2,1	3,5	4,5
Mises en chantier ¹ (milliers d'unités)	57,1	38,9	48,7	57,3	57,4
Taux d'inflation global	6,7	4,5	2,3	2,2	2,1

p : prévisions; FBCF : formation brute de capital fixe; ¹ À rythme annualisé.

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

Prévisions de moyen terme

Risquons-nous la surchauffe à moyen terme?

Alors qu'on s'inquiète actuellement des effets économiques négatifs des politiques de l'administration Trump, il y a des raisons de demeurer optimiste à moyen terme. Certes, le commerce international devrait conserver des séquelles, ce qui pourrait en soi maintenir une croissance économique sous-optimale pendant quelque temps. Cependant, il y a aussi d'autres facteurs à considérer qui pourraient finalement faire pencher la balance vers une croissance économique soutenue dans plusieurs pays à moyen terme, grâce notamment à une accélération des investissements et des dépenses militaires. Cela dit, il existe des limites en termes de croissance économique en raison de la rareté des ressources, des travailleurs et des capitaux. À trop pousser la machine, on risque la surchauffe.

Une seconde moitié de mandat moins houleuse?

Les mandats des présidents américains durent quatre ans, mais le degré de facilité de ceux-ci à contrôler le programme politique dépend grandement des atomes crochus qu'ils ont avec la Chambre des représentants et le Sénat. Le 3 novembre 2026 se tiendront les élections de mi-mandat et les résultats pourraient grandement compliquer le travail de Donald Trump. Si les Américains n'ont pas vu d'amélioration dans leur niveau de vie, notamment au sein des classes populaires, les démocrates pourraient faire des gains, plus probablement au Sénat. Les entreprises pénalisées par les tarifs douaniers et d'autres politiques pourraient être plus enclines à soutenir financièrement les démocrates. Récemment, Donald Trump a perdu un allié important de sa dernière campagne électorale : Elon Musk. Cela dit, il est toujours difficile de prévoir l'issue d'une élection.

Peu importe les résultats des prochaines élections, nous faisons l'hypothèse que le commerce international demeurera affecté par un certain degré de protectionnisme américain. Plusieurs pays, dont le Canada, devront continuer de s'adapter à ce nouvel environnement. Les entreprises exportatrices devront nouer de nouvelles relations commerciales et développer de nouveaux marchés. Les chaînes d'approvisionnement s'ajusteront, ce qui amènera son lot d'opportunités. Le Canada a l'avantage d'avoir signé plusieurs accords de libre-échange. Il y a donc un beau potentiel pour accroître les échanges avec d'autres pays à moyen et à long terme.

Un beau potentiel aussi du côté de la demande intérieure

La croissance économique à moyen terme pourrait surtout provenir de la demande intérieure. Les projets de dépenses et d'investissements sont nombreux, en particulier au Canada. En haut de la liste, nous prévoyons toujours une accélération graduelle dans la construction résidentielle pour résorber la pénurie de logements. Il y a aussi des besoins importants en

infrastructures, sans compter que des entreprises pourraient accélérer leurs investissements dans divers domaines, dont l'intelligence artificielle, afin d'accroître leur productivité.

Un nouvel élément à considérer dans nos prévisions est le niveau des dépenses militaires. Ce n'est peut-être pas la catégorie de dépenses qui permet d'accroître le bien-être des populations, mais l'incertitude géopolitique mondiale force plusieurs pays à revoir leurs besoins militaires à la hausse. Les pays de l'OTAN pourraient même se doter d'une cible plus élevée que 2 % du PIB. Augmenter celle-ci à 3 %, voire plus encore, aurait une incidence économique non négligeable dans plusieurs pays à moyen terme.

Ne pas perdre de vue le défi des changements climatiques

La transition énergétique et l'adaptation aux changements climatiques seront également des soutiens à la demande intérieure. Le changement de garde à la Maison-Blanche rend les objectifs de décarbonation plus incertains à court terme, mais cela ne fera qu'augmenter l'urgence d'agir dans quelques années. Déjà, la température mondiale avoisine une hausse de 1,5 degré C° par rapport à l'ère préindustrielle. Et plusieurs experts nous avertissent des dangers d'un réchauffement de plus de 2 degrés, l'actuelle cible maximale de l'Accord de Paris.

Un freinage des investissements dans les technologies vertes est bien possible aux États-Unis, mais il faut conserver une vision globale. La Chine a pris de l'avance dans ce domaine. L'Europe accélère encore ses investissements. Il reste à voir où le Canada se situera. Il semble y avoir une volonté de mettre de gros projets sur la glace, mais pas tous. Par exemple, Hydro-Québec prévoit encore investir près de 200 milliards de dollars d'ici 2035 pour accroître sa capacité de production d'énergie propre.

Avons-nous les moyens de nos ambitions?

On ne peut se plaindre d'avoir de l'ambition. Par contre, à long terme, la croissance économique dépend de la disponibilité des ressources, de la quantité de travailleurs, du degré d'avancement technologique et de la capacité à répondre aux besoins de financement. Nous pourrions donc ne pas avoir les capacités suffisantes pour tout faire. C'est une limite économique difficile à contourner. Des choix devront être faits. Certains projets seront reportés.

Nous estimons que la croissance économique au Canada et aux États-Unis peut difficilement se maintenir à plus de 2 % sans éventuellement générer de la surchauffe. À ce moment, nous pourrions voir des pressions à la hausse sur certains prix et sur les salaires, ainsi que sur les taux d'intérêt.

Tableau 6
Principaux indicateurs économiques et financiers à moyen terme

En % (sauf si indiqué)	Moyennes annuelles							Moyennes	
	2023	2024	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	2020-2024	2025-2029p
États-Unis									
PIB réel (var. en %)	2,9	2,8	1,4	1,4	1,7	1,8	1,9	2,4	1,6
Taux d'inflation global (var. en %)	4,1	3,0	2,8	2,6	2,3	2,1	2,0	4,2	2,4
Taux de chômage	3,6	4,0	4,4	4,9	4,7	4,5	4,2	4,9	4,5
Indice S&P 500 (var. en %) ¹	24,2	23,3	3,7	14,8	5,7	6,1	5,1	3,0	7,1
Fonds fédéraux	5,20	5,31	4,25	3,44	3,25	3,25	3,25	3,25	3,49
Taux préférentiel	8,20	8,31	7,25	6,44	6,25	6,25	6,25	6,25	6,49
Bons du Trésor – 3 mois	5,28	5,18	4,06	3,30	3,13	3,10	3,10	3,10	3,34
Obligations fédérales – 10 ans	3,96	4,21	4,24	4,05	3,91	3,90	3,90	3,90	4,00
– 30 ans	4,09	4,41	4,69	4,44	4,24	4,20	4,20	4,20	4,35
Pétrole WTI (\$ US/baril)	78	77	69	65	65	68	68	68	67
Or (\$ US/once)	1 943	2 387	3 209	3 254	3 215	3 178	3 178	3 178	3 207
Canada									
PIB réel (var. en %)	1,5	1,6	1,4	1,4	2,0	1,9	1,8	2,6	1,7
Taux d'inflation global (var. en %)	3,9	2,4	2,2	2,1	2,0	2,0	2,0	3,4	2,0
Création d'emplois (var. en %)	3,0	1,9	1,2	0,2	1,4	1,3	1,1	1,7	1,0
Création d'emplois (milliers)	593	382	251	35	290	291	209	332	215
Taux de chômage	5,4	6,4	7,1	7,2	6,6	6,2	6,2	6,8	6,7
Mises en chantier (milliers d'unités)	242	245	242	234	227	243	263	248	242
Indice S&P/TSX (var. en %) ¹	8,1	18,0	7,6	10,9	5,0	5,0	4,0	3,0	6,5
Taux de change (\$ US/\$ CA)	0,75	0,70	0,74	0,77	0,77	0,78	0,80	0,75	0,77
Taux des fonds à un jour	4,74	4,59	2,44	2,06	2,44	2,75	2,75	2,75	2,49
Taux préférentiel	6,94	6,75	4,64	4,26	4,64	4,95	4,95	4,95	4,69
Taux hypothécaires – 1 an	7,14	7,64	5,40	4,60	4,70	4,80	4,85	4,85	4,87
– 5 ans	6,68	6,73	6,00	5,80	5,50	5,60	5,70	5,70	5,72
Bons du Trésor – 3 mois	4,74	4,37	2,36	2,08	2,55	2,75	2,75	2,75	2,50
Obligations fédérales – 2 ans	4,27	3,67	2,33	2,19	2,63	2,80	2,85	2,85	2,56
– 5 ans	3,57	3,30	2,57	2,48	2,73	2,85	2,85	2,85	2,69
– 10 ans	3,36	3,34	3,03	2,78	2,91	2,95	2,95	2,95	2,92
– 30 ans	3,28	3,33	3,32	3,08	3,19	3,20	3,20	3,20	3,20
Écarts de taux (Canada–États-Unis)									
Bons du Trésor – 3 mois	-0,54	-0,81	-1,70	-1,22	-0,58	-0,35	-0,35	-0,35	-0,84
Obligations fédérales – 10 ans	-0,60	-0,87	-1,21	-1,27	-1,00	-0,95	-0,95	-0,95	-1,08
– 30 ans	-0,81	-1,08	-1,37	-1,36	-1,05	-1,00	-1,00	-1,00	-1,16
Québec									
PIB réel (var. en %)	0,6	1,4	1,1	1,2	1,8	1,7	1,5	1,6	1,5
Taux d'inflation global (var. en %)	4,5	2,3	2,2	2,1	2,0	2,0	2,0	3,6	2,1
Création d'emplois (var. en %)	2,9	0,9	1,3	0,1	1,1	0,8	0,5	1,3	0,8
Création d'emplois (milliers)	128	39	64	30	49	39	25	53	41
Taux de chômage	4,4	5,3	6,1	6,0	5,3	5,1	5,2	5,8	5,5
Ventes au détail (var. en %)	3,7	2,1	3,5	4,5	4,7	4,0	3,1	6,1	4,0
Mises en chantier (milliers d'unités)	39	49	57	57	57	57	58	53	57

p : prévisions; WTI : *West Texas Intermediate* ; ¹ Les variations sont basées sur des observations de fin de période.

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