

# REVUE

ÉCONOMIQUE et FINANCIÈRE

2<sup>e</sup> trimestre 2017

Direction principale des affaires internationales  
et vigie stratégique

14 juillet 2017



**AUTORITÉ  
DES MARCHÉS  
FINANCIERS**

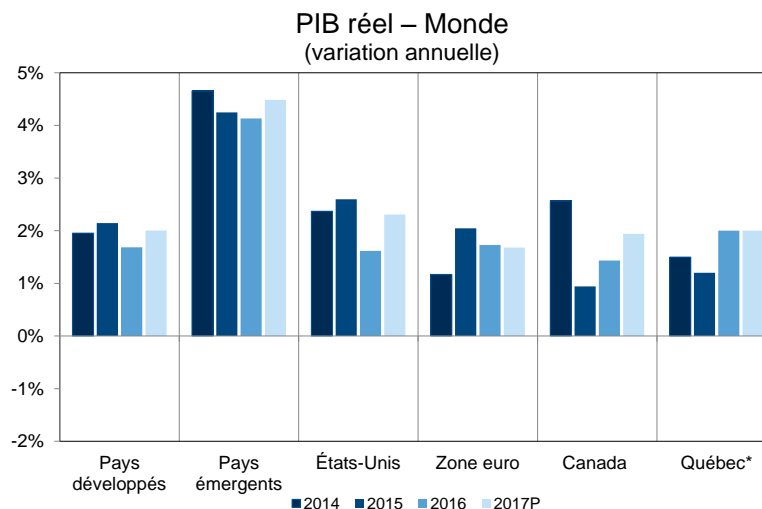
## TABLE DES MATIÈRES

Faits saillants	1
Contexte économique	2
<b>Monde</b> .....	2
<b>États-Unis</b> .....	3
<b>Canada</b> .....	5
<b>Québec</b> .....	7
Revue des marchés financiers	10
<b>Marchés boursiers</b> .....	10
<b>Marchés obligataires</b> .....	11
Dossier spécial	14
<b>Les exportations internationales du Québec : état des lieux</b> .....	14

Mario Houle, chef économiste  
Philippe Bergevin, économiste principal  
Alexandre d'Arçon, économiste principal  
Catherine Morin, économiste

## FAITS SAILLANTS

- La croissance de l'économie mondiale s'annonce plus vive, soutenue par des politiques monétaires accommodantes et un certain degré de détente budgétaire. La reprise est synchronisée comme jamais depuis 10 ans.
- Aux États-Unis, la Maison-Blanche s'enfonce dans les controverses et peine à faire adopter ses réformes au Congrès. La Réserve fédérale hausse son taux directeur une deuxième fois cette année alors que l'économie atteint le plein emploi sans toutefois générer d'inflation.
- En France, l'élection d'Emmanuel Macron marque un revers pour les mouvements populistes et un regain d'espoir pour l'Union européenne. La reprise économique se confirme dans la plupart des pays d'Europe.
- Bien que l'inflation ne soit pas une source d'inquiétudes, la Banque du Canada a relevé son taux directeur le 12 juillet dernier, en réponse à une reprise économique qui gagne en vigueur.
- L'économie du Québec croît toujours plus vite que l'économie canadienne. La demande intérieure se renforce, les investissements ont repris, mais les exportations ont chuté. L'agence de notation Standard & Poor's a rehaussé la cote de crédit du Québec, citant notamment les surplus budgétaires.
- La plupart des marchés boursiers mondiaux ont connu une bonne performance au deuxième trimestre. Le marché canadien fait toutefois exception, plombé par les secteurs de l'énergie et des services financiers.
- Pour une économie ouverte comme le Québec, la stagnation des exportations internationales ces dernières années s'avère préoccupante. Le protectionnisme américain, illustré par le conflit du bois d'oeuvre et la remise en cause de l'ALÉNA, viennent rajouter à l'incertitude.



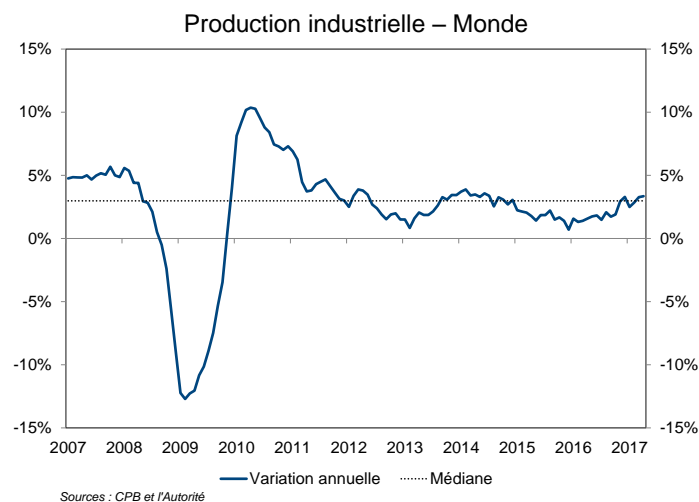
\* Pour 2017, moyenne des prévisions des institutions financières canadiennes

Sources : Fonds monétaire international, Institut de la statistique du Québec et l'Autorité

## CONTEXTE ÉCONOMIQUE

### MONDE

La croissance de l'économie mondiale s'annonce plus vive qu'anticipée et sera aussi la plus vigoureuse des trois dernières années. En effet, les signes encourageants observés au dernier trimestre se confirment. La croissance de la production industrielle mondiale est à son plus haut niveau depuis 2014, tant dans les pays développés que dans les pays émergents.



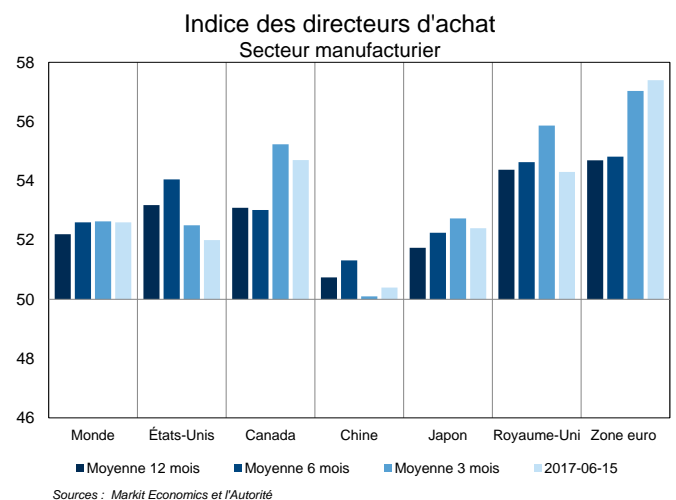
Parallèlement, le commerce international reprend de la vigueur et la croissance des exportations regagne une cadence qu'on n'avait pas vue depuis 2014.

Des conditions financières accommodantes, grâce au soutien des banques centrales, et un certain degré de détente budgétaire des deux côtés de l'Atlantique devraient permettre à l'économie mondiale de poursuivre sur sa lancée. L'environnement est d'autant plus favorable que l'inflation demeure jusqu'à présent globalement faible et bien maîtrisée.

Aux États-Unis, les controverses s'accumulent sur le plan politique et la Maison-Blanche doit faire face à l'enquête d'un procureur spécial sur les liens entre des proches du président et la Russie. Peu de progrès ont été accomplis dans les réformes promises, si ce n'est la renégociation de l'ALÉNA, qui devrait débiter en août. La Réserve fédérale a

procédé à une deuxième hausse de son taux directeur en autant de trimestres et s'apprête à réduire la taille de son bilan dès cette année.

En Europe, la victoire d'Emmanuel Macron aux élections françaises marque un revers pour les mouvements populistes et apporte un vent de renouveau au sein de l'Union européenne. La reprise économique se confirme et s'étend à l'ensemble du continent. En juin, les indices des directeurs d'achat affichaient toujours une vigueur peu commune dans les principales économies, signe de la confiance en hausse dans le secteur manufacturier. La Banque centrale européenne prend acte de la reprise et adopte un ton plus optimiste, sans pour autant modifier sa politique monétaire.

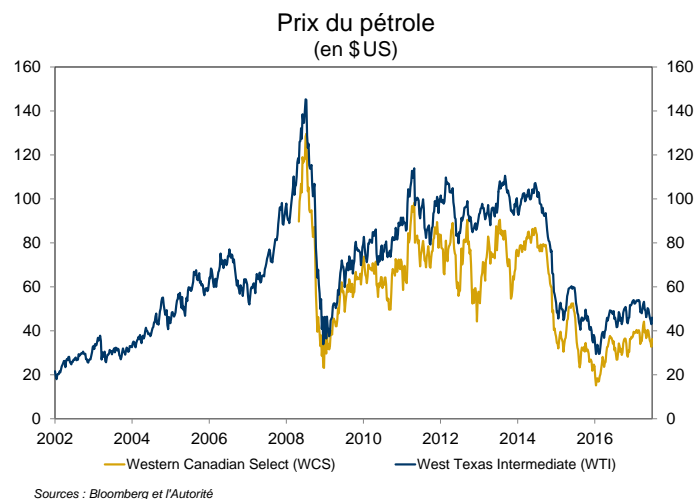


Au Royaume-Uni, la première ministre Theresa May sort affaiblie des élections anticipées au moment même où débutent les négociations sur le retrait de l'Union européenne. Le *hard Brexit* initialement prôné est ouvertement remis en question et Londres pourrait se faire plus conciliante avec Bruxelles. Cela dit, l'économie britannique s'en tire relativement bien depuis le vote de juin 2016, déjouant ainsi les prédictions des experts.

La reprise de l'économie canadienne a gagné en vigueur en début d'année et la Banque du Canada réduira en conséquence le degré de détente monétaire plus rapidement que prévu. L'imposition par les États-Unis de droits compensatoires et d'une taxe frontalière dans le secteur du bois d'œuvre ainsi que la renégociation annoncée de l'ALÉNA jettent toutefois une ombre au tableau.

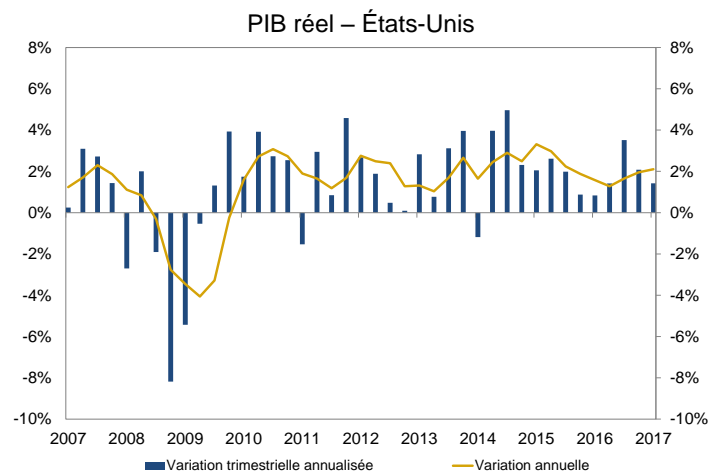
L'économie chinoise maintient le cap et s'appuie sur la reprise en cours du commerce mondial. L'agence de notation Moody's a néanmoins abaissé la cote de crédit du pays pour la première fois depuis 1989, en raison de la taille croissante de l'endettement public et privé. Ailleurs, les pays les plus touchés par la chute des cours du pétrole et des matières premières sortent lentement du marasme. C'est notamment le cas de la Russie et du Brésil.

La plupart des marchés boursiers mondiaux ont connu une bonne performance depuis le début de l'année, exception faite des marchés canadiens, alors que les rendements obligataires s'inscrivent en légère baisse. Les cours du pétrole terminent le trimestre en baisse, aux alentours de 45 \$ US le baril, en raison de l'augmentation de la production américaine et de certains autres pays.



## ÉTATS-UNIS

Freinée par le ralentissement de la consommation, la contraction des dépenses publiques et une diminution importante des stocks des entreprises du secteur privé, l'économie américaine a affiché une modeste croissance de 1,4 % au premier trimestre. Les dépenses de consommation ont considérablement ralenti la cadence, affichant une faible augmentation de 1,1 %, tandis que les dépenses publiques ont diminué de 0,9 %.



Sur une note plus positive, les dépenses d'investissement ont affiché un solide rebond de 10,4 %, soit leur plus fort taux de croissance, et de loin, en cinq ans. En hausse de 12,9 %, la construction résidentielle s'est également raffermie. Les perspectives demeureront positives dans le secteur résidentiel, tant que le marché du travail continuera d'afficher une solide performance et que les conditions financières resteront favorables. Les exportations ont pour leur part profité de l'amélioration notable de la conjoncture économique mondiale.

Ce ralentissement de l'économie au premier trimestre est largement attribuable à des facteurs ponctuels, qui ont ralenti momentanément la consommation et les dépenses publiques. De plus, on observe depuis la reprise de 2009-2010 que le premier trimestre a été le plus faible de l'année à maintes reprises. Cette faiblesse est notamment liée à des problèmes statistiques de saisonnalité toujours non résolus.

Il est donc attendu que ce ralentissement fera place à un rebond de l'activité au cours du deuxième trimestre. D'une part, la santé du marché du travail continue d'alimenter la consommation des ménages et le secteur résidentiel. D'autre part, la pleine utilisation des ressources stimule l'investissement privé. Enfin, en juin, l'indice des directeurs d'achat a affiché sa plus forte hausse en trois ans, signal d'une relance de la production et des nouvelles commandes.

Le marché du travail demeure vigoureux. La création nette de 222 000 emplois en juin dernier s'est avérée être la plus forte en un an. Le taux de chômage à 4,4 % et le nombre de demandeurs d'assurance-emploi à un plancher reflètent une situation de plein emploi. Malgré tout, la progression des salaires demeure bien contenue et n'est pas de nature à générer des pressions inflationnistes en amont pour l'instant.

La santé de l'économie américaine, le recul du taux de chômage et les attentes relatives à l'inflation ont conduit la Réserve fédérale à rehausser de 25 points de base son taux directeur dans une fourchette de 1 % à 1,25 %. Il s'agissait d'une deuxième hausse cette année.

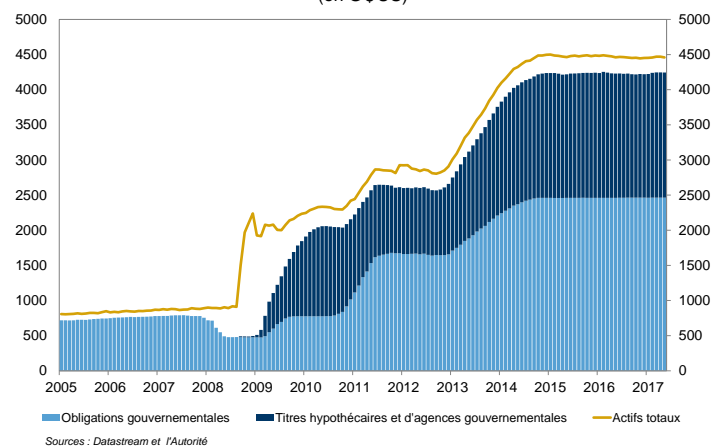
Les conditions économiques actuelles et à venir militent toujours en faveur d'une remontée graduelle du taux directeur. Une autre hausse est à prévoir d'ici la fin de l'année, mais la Fed devrait laisser ses taux inchangés lors de la réunion de juillet.

Lors de la dernière rencontre du comité directeur de la politique monétaire, la Fed a annoncé qu'elle compte amorcer dès cette année un processus de normalisation de la taille de son bilan, sans toutefois en préciser le moment exact. Ce processus réduira graduellement les montants des obligations gouvernementales et des créances hypothécaires, qui seront réinvestis.

Rappelons que durant la crise, et au cours des années qui ont suivi, la Réserve fédérale a procédé à des programmes d'achats massifs d'obligations gouvernementales et de créances privées afin d'assouplir la politique monétaire au-delà de ce que lui permettait son taux directeur déjà à 0 %. Ces assouplissements quantitatifs visaient à exercer des pressions à la baisse supplémentaires sur les taux d'intérêt à plus longue échéance en réduisant l'offre d'obligations sur le marché.

De 2008 à 2014, la taille du bilan de la Fed a ainsi été multipliée par cinq pour atteindre 4 500 G \$ US. La Fed a mis fin à ses programmes d'achats massifs à la fin de 2014. Depuis ce temps, elle a continué à réinvestir le produit des titres arrivés à échéance, de manière à stabiliser son bilan et assurer un soutien monétaire adéquat à l'économie américaine.

Actifs de la Réserve fédérale  
(en G \$ US)



La Fed entend procéder à une normalisation passive de la taille de son bilan. Ainsi, elle réduira progressivement le réinvestissement des titres arrivant à échéance pour atteindre une réduction de 50 G \$ US par mois d'ici un an.

Les projections économiques des membres du comité de la politique monétaire ont peu changé, si ce n'est qu'un taux de chômage plus faible est attendu en 2017 et en 2018.

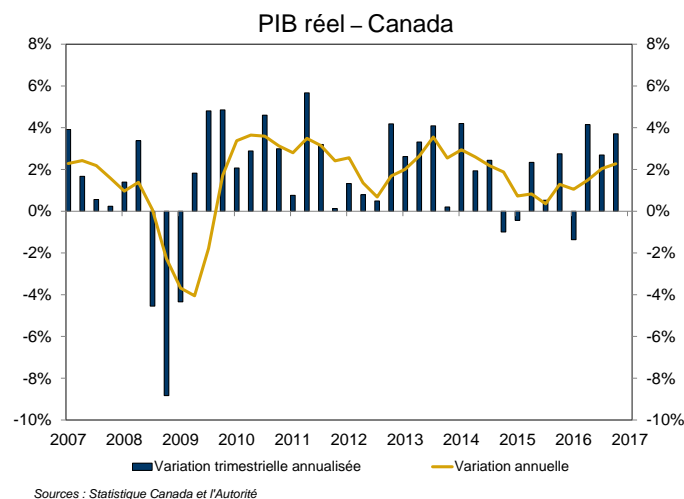


Il sera d'ailleurs plus bas que le taux de chômage jugé non inflationniste, soit 4,2 % pour le taux de chômage prévu contre 4,6 % pour le taux de chômage non inflationniste (ou *NAIRU*<sup>1</sup>).

Pour le moment, les pressions inflationnistes sous-jacentes demeurent bien contenues, malgré un taux de chômage très bas. La donne pourrait toutefois changer rapidement si la vigueur actuelle du marché du travail persiste. Dans ce cas, une accélération des salaires pourrait se traduire par des pressions inflationnistes plus intenses et conduire la Fed à accélérer la normalisation de sa politique monétaire. Ce n'est pas le scénario de référence retenu par le consensus des prévisionnistes, mais c'est un scénario de plus en plus plausible.

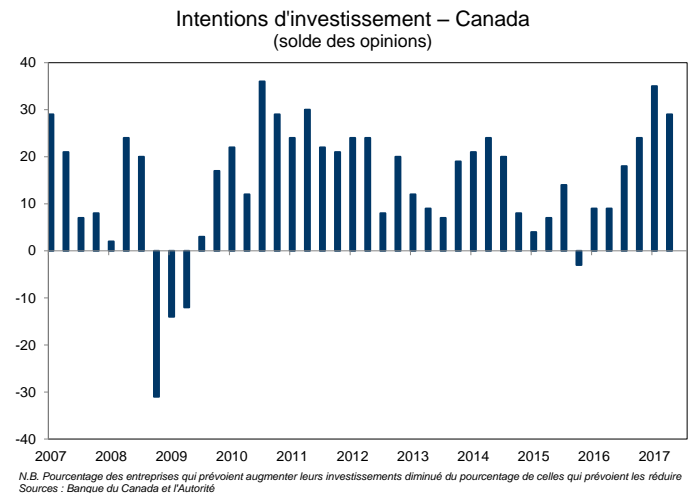
## CANADA

L'économie canadienne a bondi au premier trimestre, affichant une croissance de 3,7 % en rythme annualisé. Les dépenses de consommation ont une fois de plus mené le bal avec une croissance de 4,3 %, soutenues par la solidité de l'emploi et par des conditions financières toujours très souples.



<sup>1</sup> En anglais, l'acronyme *NAIRU* signifie *Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*. Du taux de chômage n'accélération pas l'inflation, on dira aussi qu'il est le taux de chômage naturel ou le taux de chômage correspondant au plein-emploi des ressources sur le marché du travail. Un taux de chômage supérieur au *NAIRU* atténue les pressions salariales, tandis qu'un taux de chômage inférieur au *NAIRU* aura l'effet inverse.

Fait à noter, les investissements des entreprises se sont redressés considérablement, en hausse de 10,3 % d'un trimestre à l'autre. La stabilisation de l'activité dans le secteur de l'énergie a fortement contribué à cette embellie des dépenses en capital productif. Par ailleurs, l'Enquête sur les perspectives des entreprises<sup>2</sup> de la Banque du Canada pointe en direction d'un raffermissement des dépenses en capital productif des entreprises.

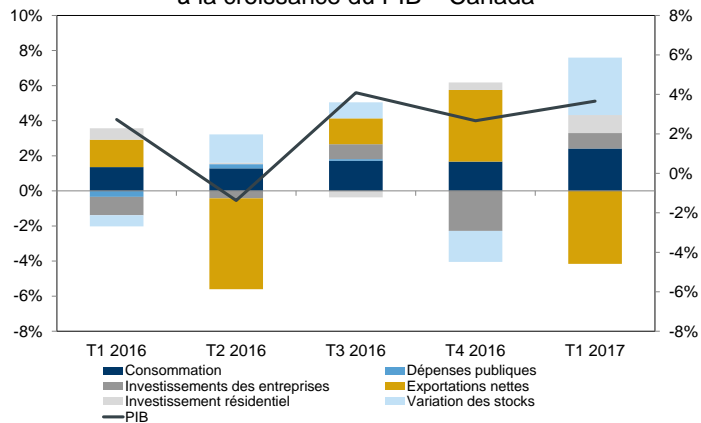


Les exportations ont toutefois continué de décevoir, affichant un léger recul, tandis que la vigueur de la demande intérieure a gonflé la croissance des importations. Malgré la dépréciation du dollar canadien ces dernières années, le redressement des exportations se fait toujours attendre. Les difficultés éprouvées dans le secteur extérieur dénotent un problème de fond, qui semble être lié à la faible compétitivité des entreprises sur la scène internationale. Les données du deuxième trimestre laissent toutefois espérer un revirement de situation.

Les entreprises ont augmenté leurs stocks de 12,2 G \$ au premier trimestre, apportant ainsi une forte contribution à la croissance du PIB au premier trimestre. Les variations de stocks peuvent parfois exercer une forte influence sur la croissance économique à très court terme, mais de façon plutôt aléatoire. On pourrait donc assister à l'effet inverse dès le prochain trimestre.

<sup>2</sup> Banque du Canada, [Enquête sur les perspectives des entreprises](#), juin 2017.

Contribution des composantes de la demande à la croissance du PIB – Canada



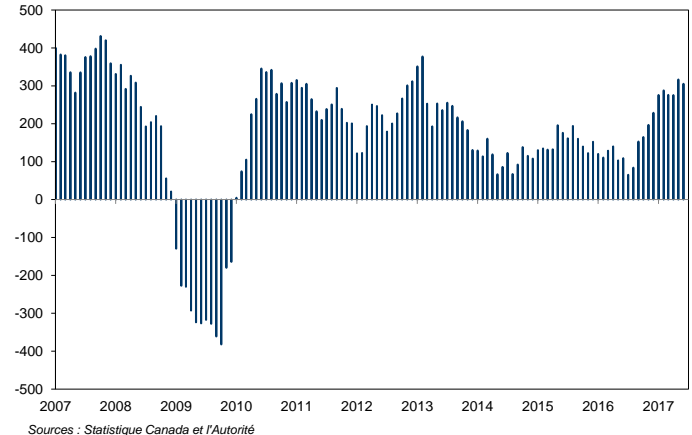
Sources : Statistique Canada et l'Autorité

La construction résidentielle a continué de s'illustrer, en hausse de 15,7 %. Il faudra toutefois encore un certain temps avant de pouvoir pleinement évaluer l'effet des plus récentes mesures macroprudentielles instaurées en Ontario au printemps, qui s'ajoutent à celles déjà en vigueur. On a noté un certain ralentissement des mises en chantier et du marché de la revente récemment. Toutefois, ce ralentissement survient après un début d'année particulièrement vigoureux sur le plan de la construction résidentielle.

Sur le marché immobilier, les prix des logements connaissent toujours des hausses marquées, notamment dans la région de Vancouver. Dans sa dernière Revue du système financier<sup>3</sup>, la Banque du Canada a d'ailleurs signalé que les déséquilibres du marché du logement représentent une vulnérabilité importante.

La création d'emploi est beaucoup plus ferme au Canada depuis près d'un an. Une telle cadence n'avait pas été observée au cours des quatre dernières années. En effet, il s'est créé plus de 350 000 emplois au cours des 12 derniers mois. Par conséquent, le taux de chômage diminue graduellement depuis l'automne dernier et se chiffre maintenant à 6,5 %.

Variation de l'emploi - Canada (somme mobile 12 mois, en milliers)



Sources : Statistique Canada et l'Autorité

La reprise de l'économie devrait se poursuivre dans les mois à venir, mais à un rythme beaucoup plus modeste que ce que nous venons d'observer au premier trimestre. Les prévisionnistes tablent sur un rythme de croissance de l'ordre de 2 % pour la seconde moitié d'année, une cadence qui devrait suffire à réduire les capacités excédentaires encore présentes dans l'économie.

À la lumière des indicateurs récents, la reprise demeure donc largement tributaire des secteurs sensibles aux taux d'intérêt, puisque l'accélération de la consommation de biens durables et le logement ont tiré une fois de plus le PIB vers le haut. L'économie canadienne ne pourra toutefois pas reposer indéfiniment sur la consommation et l'immobilier, ces secteurs étant eux-mêmes soutenus par l'endettement sans cesse croissant des ménages. L'endettement élevé des ménages rend d'ailleurs l'économie canadienne particulièrement vulnérable, en cas de choc macroéconomique adverse.

Bien que la Banque du Canada maintienne encore une politique monétaire très souple, son taux directeur a été rehaussé à 0,75 % le 12 juillet dernier. Ce resserrement monétaire avait été bien télégraphié par les autorités et a radicalement changé les attentes des opérateurs de marché au cours des dernières semaines. La Banque du Canada semble maintenant en voie de retirer peu à peu le degré de détente monétaire plus rapidement que prévu.

<sup>3</sup> Banque du Canada, [Revue du système financier](#), juin 2017

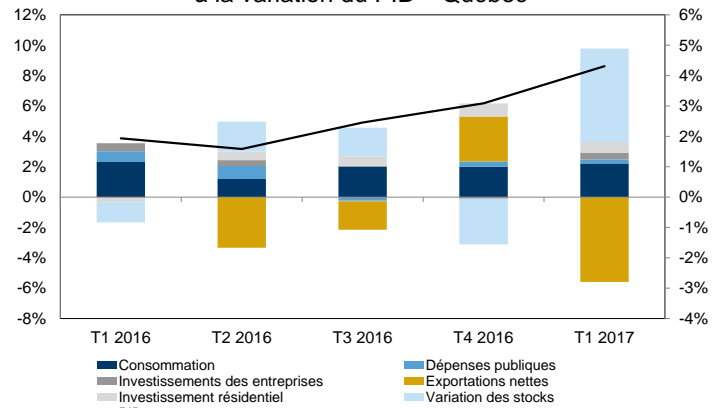


Le maintien d'une croissance de la demande au-delà de celle du PIB potentiel se traduit par une absorption plus rapide des capacités excédentaires au sein de l'économie. Ceci tend à favoriser un relèvement plus hâtif du taux directeur. Cependant, l'inflation, en deçà de 2 % et affichant une tendance baissière, donne toute la marge de manœuvre à la Banque du Canada pour choisir patiemment le moment le plus opportun.

## QUÉBEC

La vigueur de l'économie québécoise ne se dément pas, et ce, en grande partie grâce aux consommateurs. Au premier trimestre de 2017, le PIB a en effet augmenté de 4,3 % en rythme annualisé, comparativement à 3,1 % au trimestre précédent. Il s'agit de la plus forte croissance enregistrée en 10 ans. Une fois de plus, le Québec a connu une croissance plus rapide que le reste du Canada.

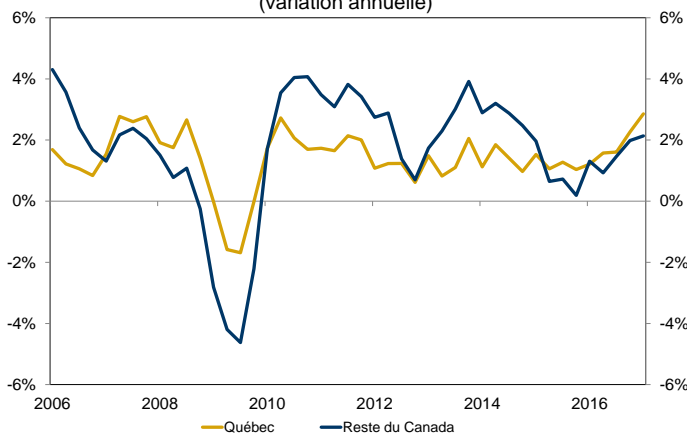
Contribution des composantes de la demande à la variation du PIB – Québec



Sources : Institut de la statistique du Québec et l'Autorité

La consommation des ménages demeure encore une fois le pilier de la croissance. La croissance des dépenses de consommation s'est accélérée pour atteindre 3,7 %, soutenue par des gains substantiels tant du côté de l'emploi que des salaires depuis un an. Les dépenses de biens durables ont d'ailleurs été particulièrement vives.

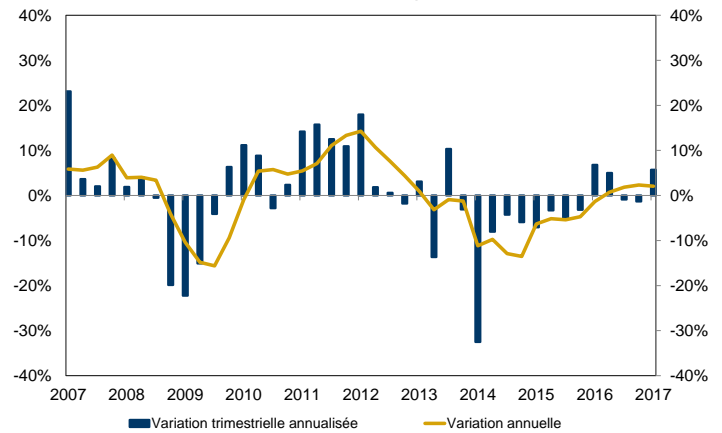
PIB réel – Québec et reste du Canada (variation annuelle)



Sources : Institut de la statistique du Québec, Statistique Canada et l'Autorité

L'apport des dépenses de consommation a été certes substantiel, mais la croissance de l'économie du Québec a aussi été soutenue par l'ensemble des composantes de la demande intérieure. À l'opposé, les exportations nettes ont retranché à la croissance au cours des trois premiers mois de l'année.

Investissements des entreprises – Québec



Sources : Institut de la statistique du Québec et l'Autorité

Les investissements des entreprises ont crû de 5,7 %. Si la construction non résidentielle a peu bougé, les investissements en machinerie lourde et outillage ont par contre bondi de plus de 15 %. L'amélioration de la conjoncture au Québec, en Ontario et aux États-Unis semble avoir ouvert des perspectives plus favorables et créé un climat de confiance chez les entreprises. La croissance des investissements demeure modeste sur un an, mais la tendance est à la hausse.

Les dépenses des différents paliers de gouvernement ont aussi contribué à la croissance, progressant modestement de 1,3 % au premier trimestre.

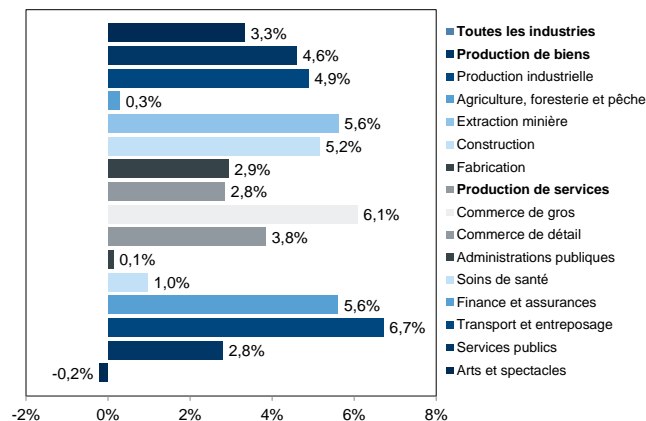
L'investissement résidentiel a affiché une croissance supérieure à 10 % pour un troisième trimestre d'affilée, reflet de la vigueur du marché immobilier.

En revanche, le commerce extérieur a retranché à la croissance. Les exportations internationales ont en effet chuté de plus de 20 %. La baisse est généralisée et les exportations vers les États-Unis, l'Europe et l'Asie ont toutes diminué. Au final, le déficit commercial s'est substantiellement creusé, passant de 7,4 G \$ fin 2016 à 12,3 G \$ au premier trimestre. Les aéronefs ont cédé la place aux produits d'aluminium en tête des principales exportations du Québec. Cela dit, la faiblesse des exportations observée au premier trimestre pourrait n'être que temporaire. Selon des indications plus récentes, le volume des exportations semble avoir repris son envol au deuxième trimestre.

Enfin, les entreprises ont accumulé des stocks en quantité au cours du trimestre. Cette variation des stocks a eu pour effet de gonfler substantiellement la croissance du PIB et a permis de compenser la faiblesse du secteur extérieur.

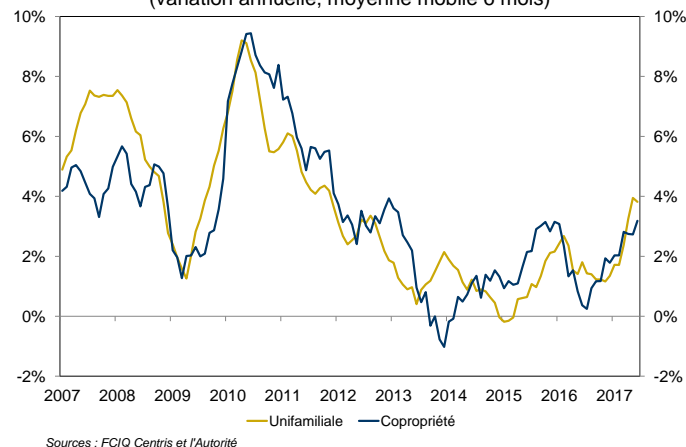
Sur le plan sectoriel, la presque totalité des industries ont contribué à la croissance. Les secteurs du transport, du commerce de gros et celui de la finance et des assurances ont notamment connu de fortes progressions.

PIB par industrie – Québec  
(mars 2017, variation annuelle)



Le marché immobilier québécois demeure vigoureux. Les mises en chantier demeurent solides, les prix sont à la hausse et l'offre excédentaire de copropriétés se résorbe. La présence d'acheteurs étrangers est à la hausse, mais demeure sans aucune comparaison avec la situation qui prévaut à Vancouver et Toronto. Jusqu'à présent, les mesures macroprudentielles instaurées par le gouvernement fédéral l'automne dernier ne semblent pas avoir eu trop d'impact au Québec.

Prix médian des propriétés – Québec  
(variation annuelle, moyenne mobile 6 mois)



Malgré certaines fluctuations, la création d'emploi demeure forte au Québec. Après un premier trimestre décevant, 39 400 emplois nets ont été créés au deuxième trimestre, dont 28 300 au mois de juin seulement. Le taux de chômage a d'ailleurs atteint un creux historique de 6 % en mai et juin, soit un taux plus faible que pour l'ensemble du Canada, mais

cette baisse s'explique aussi par le ralentissement de la croissance de la population active.

Au final, la croissance économique devrait rester soutenue mais plus lente dans les trimestres à venir et se chiffrer aux alentours de 2 % pour l'ensemble de 2017.

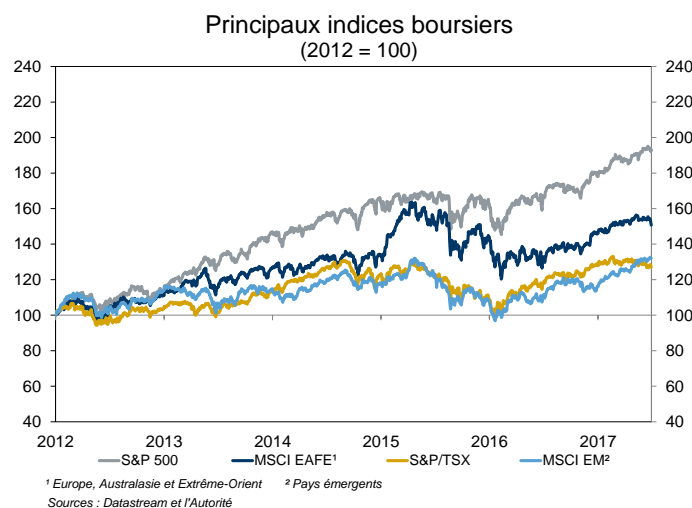
La confiance est à la hausse chez les ménages et les entreprises. La reprise de la création d'emploi au

deuxième trimestre est de bon augure, mais le ralentissement de la croissance des heures travaillées pointe vers une augmentation moins rapide du PIB. Enfin, l'accumulation importante des stocks au premier trimestre pourrait se traduire par un ressac, qui aura lui aussi le même effet sur la production dans les trimestres à venir.

## REVUE DES MARCHÉS FINANCIERS

### MARCHÉS BOURSIERS

La plupart des principaux indices boursiers ont continué de bien performer au cours du deuxième trimestre. Le MSCI All Country World Index affiche un rendement d'environ 8 % depuis le début de l'année, grâce notamment à la bonne tenue de l'économie mondiale et à une progression des profits des entreprises. Par contre, le TSX affiche un rendement négatif, plombé par les secteurs de l'énergie et des services financiers.



Aux États-Unis, les indices boursiers ont atteint de nouveaux sommets depuis le début de l'année, propulsés par une économie américaine qui tourne rondement et un redressement des bénéfices des entreprises. Au final, l'indice S&P 500 affiche un rendement de 8,2 % depuis le début de l'année. Les incertitudes liées à la mise en œuvre des politiques économiques de l'administration Trump ne semblent pas avoir miné la confiance des investisseurs.

La plupart des secteurs du S&P 500 affichent une croissance des bénéfices par action, et les bénéfices prévisionnels s'inscrivent en hausse. Les entreprises ont notamment profité de la baisse du dollar américain et de la vigueur de l'économie mondiale. Par ailleurs, le secteur de l'énergie a retrouvé le

chemin de la rentabilité, bien que cette embellie puisse être compromise par l'évolution récente du prix du pétrole.

Malgré la hausse des bénéfices, la valorisation du marché américain demeure une source d'inquiétude alors que les ratios cours-bénéfice se maintiennent au-dessus des moyennes historiques.

#### Rendement du S&P 500

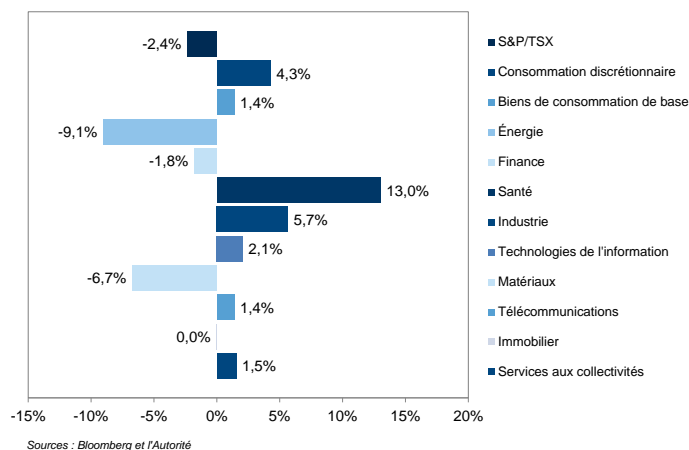
	1 an	3 ans	5 ans	25 ans
Rendement	15,5%	7,3%	12,2%	7,4%
Bénéfice par action	3,7%	0,9%	3,1%	6,9%
Contribution du cours/bénéfice au rendement du S&P 500	11,3%	6,3%	8,8%	0,4%

Sources : S&P Dow Jones Indices et l'Autorité

En Europe, l'élection d'Emmanuel Macron semble avoir insufflé un vent de confiance sur les marchés boursiers. Au final, l'indice MSCI Europe termine le premier semestre avec un gain de 5,8 %. En trame de fond, l'embellie économique en Europe, après plusieurs années décevantes, et une politique monétaire toujours très accommodante procurent de solides assises aux marchés.

Par contre, les incertitudes sur le plan politique demeurent nombreuses en Europe, notamment en raison des négociations sur le Brexit. Par ailleurs, la proportion élevée de créances douteuses dans le secteur bancaire européen demeure un enjeu important, bien que les marchés aient été rassurés par l'injection de fonds publics pour faciliter la liquidation de banques en difficulté en Italie.

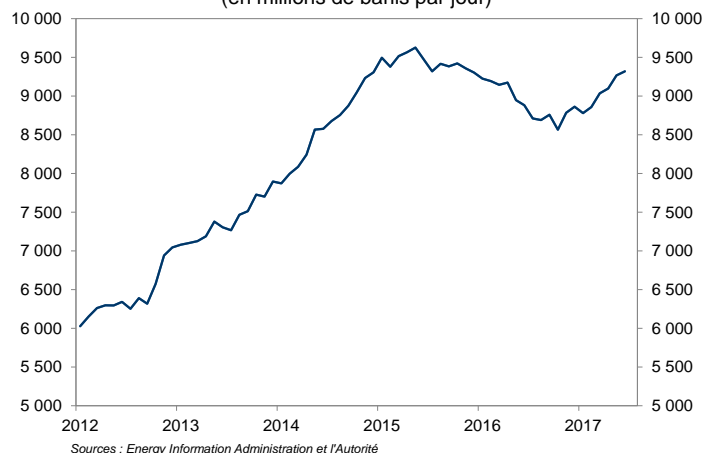
Au Canada, le rendement du S&P/TSX a été fortement marqué par la sous-performance de ses deux principaux secteurs, les services financiers et l'énergie, qui représentent respectivement 35 % et 19 % de l'indice en termes de capitalisation.

Rendement des principaux sous-indices du S&P/TSX  
(T2 2017, variation trimestrielle)

Les déboires du secteur de l'énergie, qui affiche un recul de près de 15 % depuis le début de l'année, s'expliquent sans surprise par le repli récent du prix du pétrole et par la structure de coûts relativement élevés des producteurs canadiens. Il faut toutefois rappeler que ce secteur a crû de plus de 30 % en 2016, ce qui avait permis au TSX d'offrir une des meilleures performances parmi les principaux indices boursiers mondiaux.

L'accord entre l'OPEP et d'autres pays producteurs avait permis au cours du pétrole (WTI) d'atteindre un sommet de 57 \$ US le baril vers la fin 2016. Mais, malgré une prolongation de l'entente jusqu'en mars 2018 et une demande mondiale qui continue de croître, le cours du pétrole termine le trimestre aux alentours de 46 \$ US le baril.

Cette baisse du prix de l'or noir reflète une hausse plus importante qu'escompté de la production, notamment aux États-Unis, mais aussi en Libye et au Nigéria, deux membres de l'OPEP exemptés de l'entente pour cause de conflit. Néanmoins, la poursuite de la croissance de la demande mondiale et une résorption graduelle des stocks très élevés laissent entrevoir une légère remontée des prix au cours des prochains trimestres.

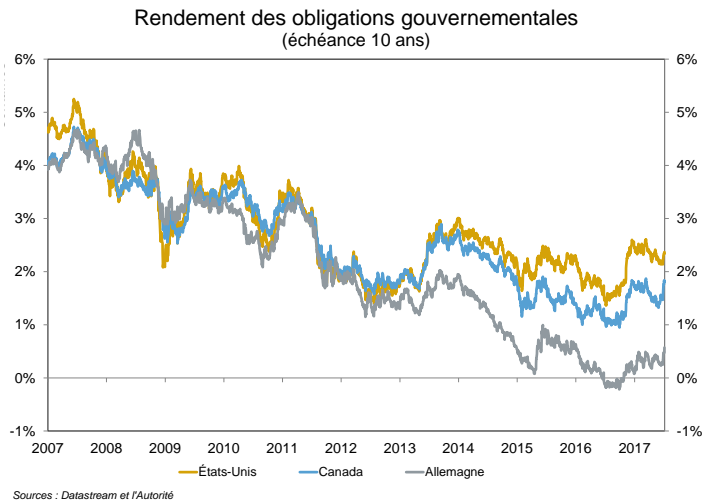
Production de pétrole brut – États-Unis  
(en millions de barils par jour)

L'engouement des investisseurs pour le secteur financier semble aussi s'être essouffé, le secteur reculant de 1,8 % au dernier trimestre. Ce repli peut s'expliquer notamment par les craintes associées aux déséquilibres du secteur immobilier. Les déboires de Home Capital sont venus exacerber ces craintes pour certains, bien que les risques de contagion au reste du système financier demeurent très faibles.

## MARCHÉS OBLIGATAIRES

De façon générale, les rendements obligataires s'inscrivent en baisse depuis le début de l'année, malgré un soubresaut en toute fin de semestre. Rappelons que ceux-ci avaient monté en flèche à la suite de l'élection de Donald Trump, son programme économique étant de nature à favoriser la croissance économique et à raviver l'inflation.

Les marchés semblent maintenant douter de la capacité de l'administration américaine à mettre en œuvre ses politiques, et les attentes inflationnistes ont reculé aux niveaux d'avant l'élection américaine. Toutefois, à la lumière des commentaires officiels récents des banquiers centraux et de leur lecture plus optimiste de la conjoncture, les marchés escomptent maintenant une normalisation plus rapide des politiques monétaires.



Après avoir atteint un sommet de 2,6 % au cours du premier trimestre, le rendement américain 10 ans termine le deuxième trimestre à 2,3 %.

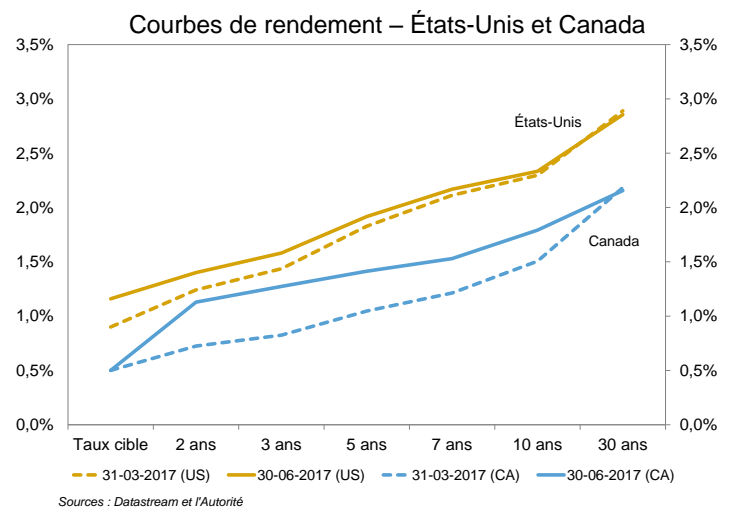
La courbe de rendement s'est aussi aplatie au cours des derniers mois sous l'effet conjugué de la baisse des rendements de long terme et de la hausse des attentes de resserrement monétaire au cours des prochains trimestres. L'écart de rendement entre les obligations américaines à échéance de 2 ans et celles de 30 ans n'était que d'environ 150 points de base en fin de trimestre, un creux depuis la Grande Récession.

L'annonce faite par la Réserve fédérale en juin dernier concernant la réduction de la taille de son bilan se veut rassurante pour les marchés. En effet, la Fed entend adopter une approche graduelle et transparente en augmentant progressivement le montant des titres arrivant à échéance qui ne sera pas réinvesti. Une approche plus poussée aurait pu avoir un impact à la hausse sur les rendements obligataires américains compte tenu de la taille de son bilan.

Par ailleurs, les autres principales banques centrales n'emboîtent pas encore le pas à la Fed, et empruntent parfois même le chemin inverse. Malgré la croissance économique qui s'accélère, la Banque centrale européenne a affirmé récemment vouloir poursuivre à la même cadence ses achats d'actifs jusqu'à la fin de 2017, ou au-delà si nécessaire. Pour

sa part, la Banque du Japon a réitéré vouloir poursuivre sa politique d'achats massifs d'obligations d'État visant entre autres à maintenir les rendements des obligations 10 ans près de 0 %.

Ces interventions sans précédent de plusieurs banques centrales contribuent à comprimer les rendements obligataires de nombreux pays près des creux historiques. Par effet de vases communicants, ces interventions tempèrent aussi la montée des rendements américains.



Au Canada, les rendements obligataires ont essentiellement suivi la même tendance que les rendements américains depuis le début de l'année. Au cours du mois de juin, l'écart entre les rendements canadien et américain s'est légèrement amoindri, reflétant la bonne tenue de l'économie canadienne et une hausse des attentes de resserrement monétaire au Canada.

Conformément aux attentes, la Banque du Canada a finalement relevé de 25 points de base son taux directeur le 12 juillet dernier. Par ailleurs, les marchés anticipent une hausse supplémentaire de la part de la Banque d'ici la fin de l'année. Ce changement de cap de la politique monétaire au Canada a donné du tonus au dollar canadien, dans la perspective d'une réduction des écarts de taux courts entre le Canada et les États-Unis.

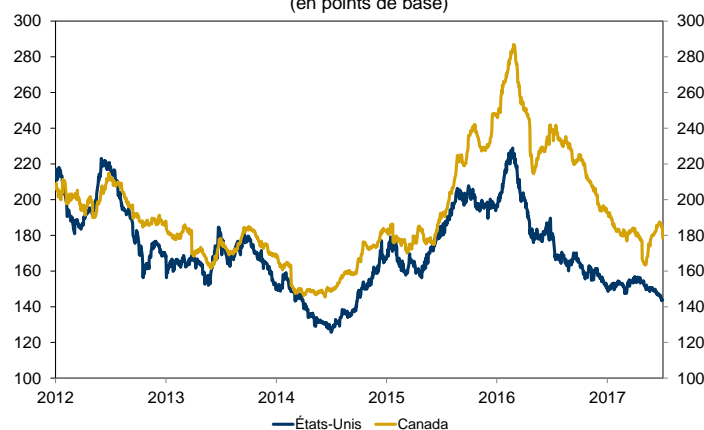


Au Québec, le gouvernement continue de bénéficier de taux relativement avantageux sur le marché des emprunts. Le rendement 10 ans du gouvernement du Québec évolue essentiellement en tandem avec celui du gouvernement fédéral, mais l'écart tend à se resserrer depuis quelques trimestres. Notons que l'agence de notation S&P a récemment révisé à la hausse la cote de crédit du Québec en citant les surplus budgétaires et la baisse du fardeau de la dette.

Les primes de risque sur les obligations de sociétés sont à la baisse depuis plus d'un an aux États-Unis et au Canada. Toutefois, le soubresaut observé récemment au Canada peut s'expliquer par la faiblesse des cours du pétrole, qui a ravivé les craintes concernant le risque de crédit des sociétés dans le secteur de l'énergie.

Au cours des prochains trimestres, le renforcement de la croissance de l'économie mondiale et la normalisation graduelle de la politique monétaire aux États-Unis sont de nature à soutenir une hausse des rendements obligataires. Par contre, les faibles pressions inflationnistes et les politiques interventionnistes de plusieurs banques centrales représentent des freins considérables à toute hausse importante des rendements. Par ailleurs, rappelons que plusieurs forces structurelles, notamment le vieillissement de la population au sein des économies avancées, tirent les taux d'intérêt d'équilibre à la baisse et limitent le potentiel haussier des taux obligataires.

Écarts de rendement entre les obligations de sociétés (BBB) et les obligations gouvernementales (10 ans) (en points de base)



Sources : Bloomberg et l'Autorité

### Rendement des marchés (variation en pourcentage)

		Marchés boursiers								
		Niveau							12 derniers mois	
		2017-06-30	1 mois	3 mois	6 mois	1 an	3 ans*	5 ans*	Min	Max
MSCI World		1 460	-0,2	2,0	7,1	16,5	5,7	10,9	1 246	1 483
MSCI Europe		1 554	-2,5	0,4	5,8	16,9	3,7	8,5	1 300	1 613
S&P 500		2 423	0,4	2,6	8,2	15,5	7,3	12,2	2 085	2 453
S&P/TSX		15 182	-1,2	-2,4	-0,7	7,9	0,1	5,5	14 065	15 922
Indice TSX Québec		263	2,1	4,4	6,3	14,2	10,8	--	230	265
		Marchés obligataires								
		Niveau							12 derniers mois	
		2017-06-30	-1 mois	-3 mois	-6 mois	-1 an	-3 ans	-5 ans	Min	Max
Québec	10 ans	2,4	2,1	2,4	2,5	2,0	3,2	3,0	1,8	2,7
Ontario	10 ans	2,4	2,0	2,3	2,5	2,0	3,1	2,8	1,8	2,6
Canada	10 ans	1,8	1,4	1,6	1,7	1,1	2,2	1,7	1,0	1,9
États-Unis	10 ans	2,3	2,2	2,4	2,4	1,5	2,5	1,6	1,4	2,6
Royaume-Uni	10 ans	1,3	1,0	1,1	1,2	0,9	2,7	1,7	0,5	1,5
Allemagne	10 ans	0,5	0,3	0,3	0,2	-0,1	1,2	1,6	-0,2	0,5
Canada	Corpo AA (10 ans)	2,9	2,5	2,7	2,9	2,5	3,0	2,9	2,2	3,0
	Corpo BBB (10 ans)	3,6	3,2	3,5	3,6	3,4	3,7	3,9	3,2	3,8
	Écart BBB - Gouv. 10 ans	1,8	1,8	1,8	1,9	2,4	1,5	2,1	1,6	2,4
États-Unis	Corpo AA (10 ans)	3,1	3,0	3,3	3,3	2,4	3,1	2,6	2,3	3,5
	Corpo BBB (10 ans)	3,7	3,7	4,0	3,9	3,3	3,8	3,8	3,1	4,2
	Écart BBB - Gouv. 10 ans	1,4	1,5	1,6	1,5	1,8	1,3	2,2	1,4	1,8

\* Rendements annualisés

Sources : Datastream, Bloomberg et l'Autorité

## DOSSIER SPÉCIAL

## LES EXPORTATIONS INTERNATIONALES DU QUÉBEC : ÉTAT DES LIEUX

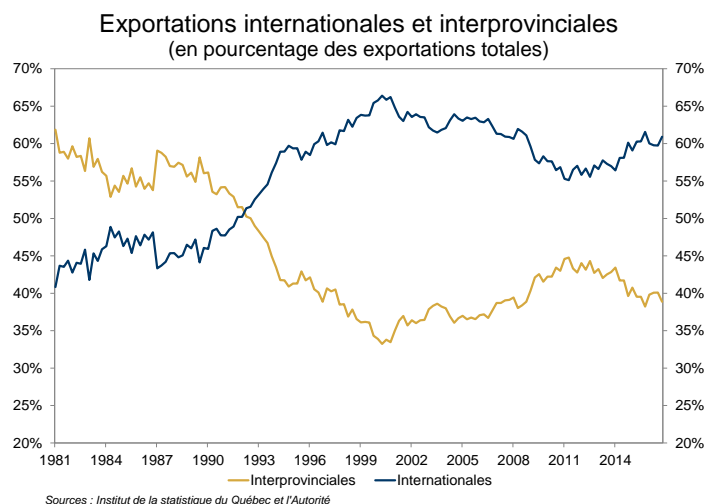
Le vent de protectionnisme qui souffle sur les États-Unis et la remise en question des accords commerciaux créent de l'incertitude dans une petite économie ouverte comme le Québec. Plus des deux tiers des exportations internationales du Québec prennent en effet la route des États-Unis.

Or, les exportations internationales stagnent depuis le début des années 2000. La force du dollar canadien, la délocalisation de la production vers les pays à faibles coûts de main-d'œuvre, la concurrence des pays émergents, la perte de compétitivité et la faiblesse de la demande mondiale sont autant de facteurs qui expliquent cette évolution.

Dans le contexte actuel de montée du protectionnisme, cet article dresse un portrait de l'évolution des exportations internationales québécoises, de leur répartition sectorielle et géographique ainsi que des perspectives d'avenir.

## ÉVOLUTION DES EXPORTATIONS

Les exportations occupent une place importante au sein de l'économie québécoise. Les exportations totales du Québec, internationales et interprovinciales, représentent plus de 45 % du PIB québécois. Si les exportations internationales étaient moins importantes que les exportations interprovinciales dans les années 1980, l'entrée en vigueur de l'Accord de libre-échange avec les États-Unis en 1989, puis de l'Accord de libre-échange nord-américain (ALÉNA) en 1994, a renversé la situation. Le volume des exportations internationales du Québec a plus que doublé depuis 1989.

Commerce international et interprovincial (2016)  
en % du PIB

<b>Exportations</b>	Internationales	28%
	Interprovinciales	18%
	<b>Totales</b>	<b>46%</b>
<b>Importations</b>	Internationales	32%
	Interprovinciales	16%
	<b>Totales</b>	<b>48%</b>

Sources : Institut de la statistique du Québec et l'Autorité

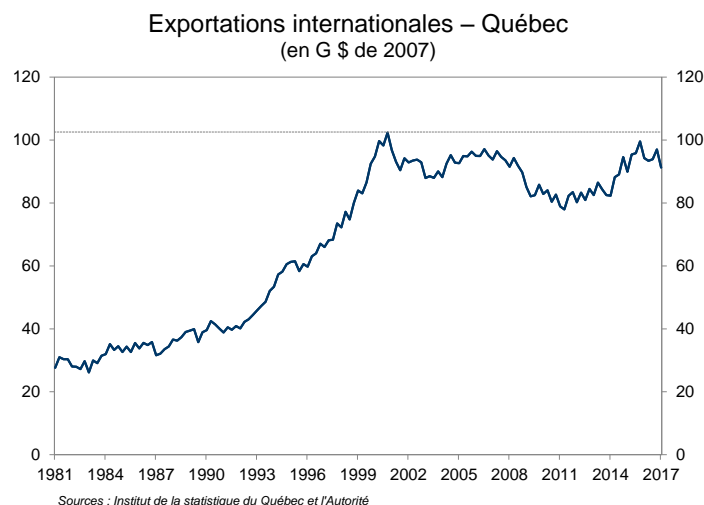
Dans les années 1990, la libéralisation des échanges avec les États-Unis et le Mexique a fortement stimulé les exportations. Ainsi, de 1990 à 2000, les exportations québécoises ont crû de 6 % en moyenne annuellement. Le portrait a toutefois changé par la suite.

Taux de croissance annuel moyen des exportations  
par période

1981-1989	1990-2000	2001-2016
2,8%	6,0%	0,4%

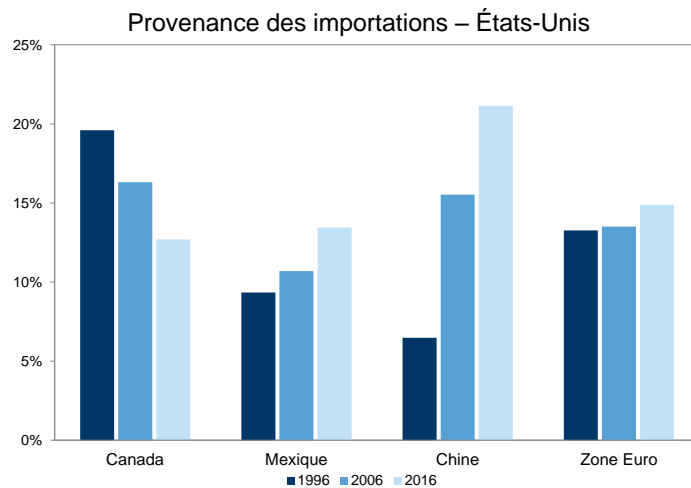
Sources : Institut de la statistique du Québec et l'Autorité

Après le sommet de 2000, la croissance des exportations a fortement ralenti. Elles ont par la suite subi les conséquences de la crise financière de 2008 et touché un creux en 2011. Après une période de stagnation, les exportations internationales ont connu une courte reprise à partir de 2014, qui semble s'être essouffée depuis. De fait, les exportations n'ont pas encore retrouvé le niveau record atteint en 2000.



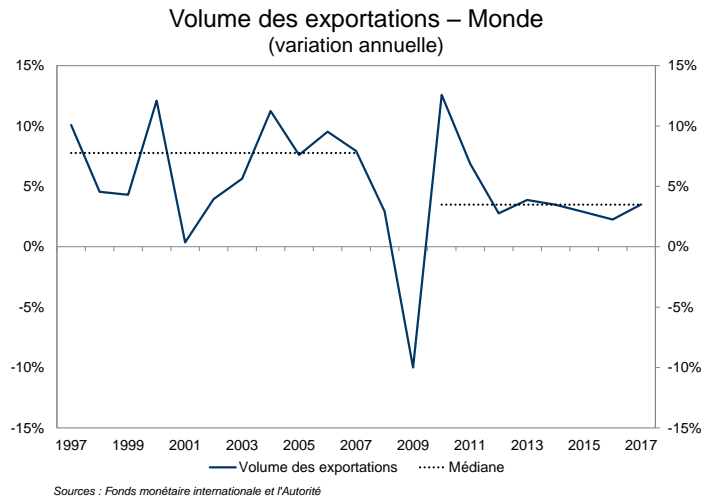
Tel que mentionné, les causes de cette stagnation sont multiples. D'abord, l'appréciation du dollar canadien, dans la foulée du boom pétrolier, a fortement nui à la compétitivité internationale des provinces exportatrices de biens manufacturés comme le Québec et l'Ontario.

Parallèlement, la concurrence accrue des pays émergents et la libéralisation des échanges mondiaux ont aussi changé la donne sur plusieurs plans. Le Québec a bien sûr profité de l'ouverture de nouveaux marchés, mais les faibles coûts de main-d'œuvre dans les pays émergents, combinés à la montée des coûts de production au Canada ont accéléré la délocalisation de la production de biens à l'étranger. Au fil des ans, les pays émergents ont accru la valeur ajoutée de leurs produits, ce qui en fait aujourd'hui de redoutables concurrents. De fait, la Chine et le Mexique ont rattrapé le Canada sur le marché américain. Les trois pays (de même que la zone euro) ont aujourd'hui des échanges commerciaux de taille semblable avec les États-Unis.



Le commerce international a connu un important ralentissement à la suite de la crise financière de 2008. Depuis 2012, la progression des échanges internationaux est à peine équivalente à celle de la croissance économique mondiale alors qu'elle était deux fois plus élevée de 1985 à 2007. Ce ralentissement peut s'expliquer par divers facteurs, cycliques et structurels. D'une part, la demande mondiale demeure faible. D'autre part, la phase de mondialisation rapide, liée à l'industrialisation des pays émergents et leur intégration dans les chaînes de valeurs mondiales, semble passée et pourrait indiquer que la croissance du commerce mondial sera désormais plus faible qu'auparavant<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> Francis, M., et L. Morel (2015). « [Le ralentissement du commerce mondial](#) », *Revue de la Banque du Canada*, printemps 2015, p. 14-28.



Cette combinaison de facteurs défavorables a entraîné une destruction de capacités de production dans le secteur manufacturier. De plus, la compétitivité des exportateurs québécois s'est lentement érodée et, malgré la reprise de la demande américaine et la dépréciation du dollar, la croissance des exportations québécoises ne suit toujours pas la cadence de l'expansion de la demande intérieure aux États-Unis, de loin notre principal partenaire commercial. Depuis la crise de 2008, la croissance des importations américaines, deux fois plus rapide que celle de la demande intérieure, n'a pourtant pas profité aux exportateurs québécois.

que, à la fin des années 1980, la majeure partie des exportations provenaient du secteur des matières premières telles que le bois d'œuvre, l'aluminium et les minerais, en 2000, les produits exportés comprenaient une plus grande part de biens à haute valeur ajoutée tels que le matériel de télécommunications, les aéronefs et les circuits imprimés. À cette époque, le secteur manufacturier, fortement orienté vers le secteur extérieur, comptait pour environ 20 % de l'économie québécoise. Dans les années qui ont suivi, le secteur manufacturier québécois a perdu beaucoup d'importance et ne représente plus que 14 % du PIB québécois.

De nos jours, si la part du secteur aéronautique (aéronefs, pièces et moteurs) continue de croître en importance, le secteur primaire occupe toujours une place prépondérante dans nos exportations.

Répartition sectorielle des exportations internationales (en 2016)

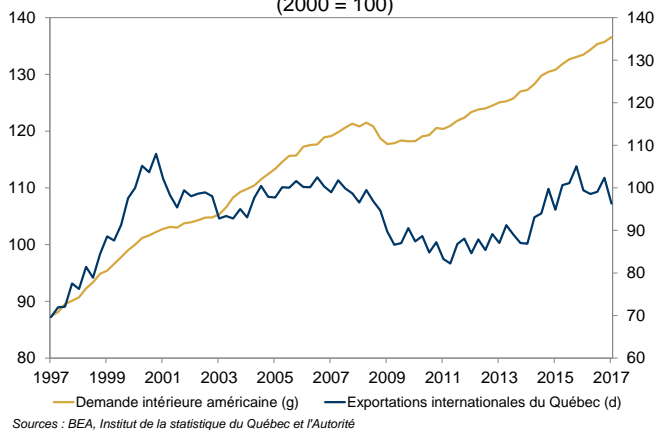
	en M \$	en part du total (%)
Aéronefs	7 242	9,01
Aluminium et alliages d'aluminium sous forme brute	5 331	6,63
Minerais et concentrés de fer	2 293	2,85
Transactions spéciales commerciales	2 148	2,67
Pièces pour aéronefs et autre matériel aérospatial	2 106	2,62
Produits pharmaceutiques et médicaux	1 724	2,14
Moteurs d'aéronefs	1 705	2,12
Papier (sauf papier journal)	1 703	2,12
Porc frais et surgelé	1 472	1,83
Papier journal	1 458	1,81
Sous - Total	27 183	33,8
<b>Total</b>	<b>80 393</b>	<b>100</b>

Sources : Institut de la statistique du Québec et l'Autorité

Le classement des exportations québécoises par niveau de technologie reflète ce constat. Ainsi, selon la classification de l'OCDE<sup>5</sup>, établie en fonction des dépenses en recherche et développement par industrie, de 50 % à 60 % des exportations du Québec sont des produits de faible et moyenne-faible technologie, et ce, depuis plus d'une dizaine d'années.

Enfin, les exportations de biens constituent encore la majeure partie des exportations internationales, mais les services gagnent tranquillement du terrain. Sur le plan du commerce international, la part des

Demande intérieure américaine et exportations internationales québécoises  
(2000 = 100)



## RÉPARTITION SECTORIELLE

Le contenu des exportations a connu certaines fluctuations au cours des 25 dernières années. Alors

<sup>5</sup> Voir [Institut de la statistique du Québec](http://www.institut-statistique-quebec.ca).

exportations de services est passée de 13 % en 1989 à 17 % en 2016. La progression des services est toutefois plus marquée sur le plan du commerce interprovincial, notamment grâce aux services financiers. En effet, la part des services était plus ou moins équivalente à celle des biens en 2016, alors qu'elle était de 38 % en 1989.

## RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE

Les marchés d'exportation se sont aussi diversifiés au fil du temps, mais dans une moindre mesure. Les États-Unis, de par leur proximité et leur taille, demeurent de loin le principal partenaire commercial du Québec. En 2016, nos voisins du Sud ont en effet absorbé 71 % des exportations québécoises, contre 13,4 % pour l'Europe et 8,7 % pour l'Asie.

Répartition géographique des exportations internationales (en 2016)

	en M \$	en part du total (%)
États-Unis	57 072	71,0
Chine	3 015	3,8
Mexique	1 735	2,2
France	1 625	2,0
Royaume-Uni	1 341	1,7
Japon	1 294	1,6
Allemagne	1 264	1,6
Espagne	1 047	1,3
Pays-Bas	913	1,1
Malte	715	0,9
Sous-total	70 020	87,1
<b>Total</b>	<b>80 393</b>	<b>100</b>

Sources : Institut de la statistique du Québec et l'Autorité

Il faut souligner que les États-Unis ont déjà absorbé jusqu'à 85,5 % des exportations québécoises, un sommet atteint en l'an 2000. Toutefois, dans les années qui ont suivi, le Québec a perdu des parts de marché chez son voisin américain. Les principales exportations du Québec vers les États-Unis se composent aujourd'hui d'aluminium, d'aéronefs et de papier (excluant le papier journal).

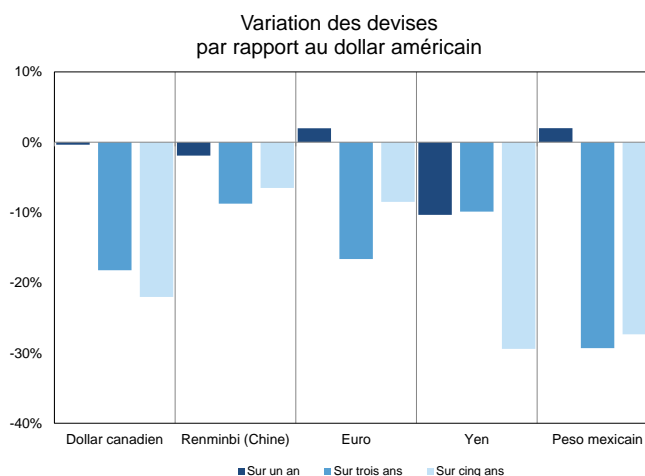
Parallèlement, les exportations vers la France et l'Espagne ont aussi fortement progressé ces dernières années. La France est ainsi redevenue le principal marché d'exportation du Québec en Europe, alors que les exportations vers le Royaume-Uni ont reculé. L'Europe absorbe 13,4 % des exportations québécoises, notamment des aéronefs, du fer et des pièces pour aéronef.

Deux pays se démarquent tout particulièrement pour leur progression rapide dans les marchés d'exportation du Québec. Depuis l'an 2000, les exportations vers la Chine ont décuplé et représentent désormais 3,8 % du total alors que celles vers le Mexique ont été multipliées par sept pour atteindre 2,2 % du total. Ces deux pays occupent maintenant le deuxième et le troisième rang dans les marchés d'exportation du Québec, devant les différents marchés européens.

## PERSPECTIVES

Les exportations ont évolué en dents de scie depuis le début des années 2000 et peinent toujours à décoller de façon durable. La montée en puissance des pays émergents, qui produisent à faibles coûts, et la délocalisation vers ces pays ont entraîné une destruction des capacités de production. La force du dollar canadien, qui a accompagné le boom pétrolier, a aussi accéléré ce processus. Les gains de productivité beaucoup plus faibles des entreprises canadiennes par rapport aux entreprises américaines donnent une autre partie de l'explication.

La chute du dollar canadien ces dernières années, dans la foulée de la baisse des cours du pétrole, n'a pas suffi à relancer les exportations alors que plusieurs autres devises se sont aussi dépréciées. Le recul du huard n'a pu donner un énorme avantage concurrentiel, puisqu'il s'est produit dans un contexte de vigueur généralisée du billet vert.





Les investissements des entreprises, nécessaires pour relever les capacités de production et la productivité, tardent à se concrétiser. La menace protectionniste, des capacités excédentaires et la faible croissance anticipée de la demande peuvent en être la cause.

L'avenir apparaît donc incertain pour les exportations du Québec. Certes, le Québec a diversifié ses marchés d'exportation ces dernières années, mais il demeure toujours fortement dépendant des États-Unis, son principal partenaire commercial, qui absorbe plus des deux tiers de ses exportations. Or, les différentes politiques mises de l'avant par la Maison-Blanche viennent assombrir les perspectives.

D'une part, il y a bien sûr la volonté protectionniste clairement affichée par la remise en cause des accords commerciaux. Washington a déjà imposé des droits compensatoires et une taxe frontalière sur le bois d'œuvre. Le commerce des produits laitiers a aussi été évoqué. La renégociation annoncée de l'ALÉNA devrait commencer à la mi-août et il faudra voir quel scénario sera retenu entre de légères modifications et l'abolition pure et simple. Le secteur de l'aéronautique est visé par une plainte devant le département américain du Commerce tandis que l'aluminium se retrouve aussi dans la mire des Américains. Et c'est sans compter que la Maison-Blanche peut imposer des tarifs et des quotas sans l'approbation du Congrès. Ainsi, contre toute attente, le Canada semble jusqu'à présent être la cible désignée, plutôt que le Mexique ou même la Chine.

D'autre part, toute une série de politiques envisagées pourrait rendre les entreprises québécoises moins compétitives face à leurs concurrentes américaines. En effet, l'administration américaine entend notamment abaisser les impôts des entreprises de 35 % à 20 % et réduire la réglementation sur le plan de l'environnement (incluant le retrait de l'Accord de Paris sur le climat), de la protection des travailleurs et des consommateurs ainsi que dans les secteurs bancaire et financier. Il faudra voir dans quelle

mesure toutes ces politiques seront adoptées au Congrès, mais les signaux sont très clairs.

Dans ce contexte, le développement de nouveaux marchés d'exportation est une voie à explorer. L'Accord économique et commercial global entre le Canada et l'Union européenne, qui prévoit l'élimination de 98 % des droits de douane entre les deux partenaires, devrait normalement favoriser une certaine diversification des marchés d'exportation du Québec. Toutes les dispositions de l'accord, sauf deux, devraient entrer en vigueur provisoirement en septembre. Pour entrer pleinement en vigueur, l'accord devra être ratifié par le Canada, chaque pays membre de l'Union européenne ainsi que le parlement européen, ce qui pourrait prendre plusieurs mois.

Un autre accord de libre-échange pourrait aussi favoriser la diversification des échanges commerciaux, cette fois dans la zone Pacifique. En effet, le Partenariat transpacifique pourrait survivre au retrait des États-Unis en début d'année. Les onze autres pays participants ont décidé d'aller de l'avant avec cet accord commercial, qui inclut notamment le Japon, l'Australie, Singapour, la Malaisie et le Vietnam. En contrepoint, on peut toutefois noter que les exportations vers la Chine se sont développées rapidement ces dernières années, et ce, sans accord de libre-échange.

\* \* \*

Malgré les difficultés persistantes des dernières années, les exportations internationales ont joué un rôle plus important et accaparé une part plus grande de l'activité économique depuis la signature du premier traité de libre-échange, en 1989. La répartition sectorielle des exportations québécoises a fluctué au fil du temps, mais demeure principalement constituée de produits de base (aluminium, fer, papier) et de produits manufacturés à haute valeur ajoutée, notamment dans le secteur aéronautique. Les États-Unis dominent toujours les marchés d'exportation du Québec, mais la Chine et le Mexique



ont pris une place grandissante ces dernières années. Pendant ce temps, les exportations stagnent et peinent à rebondir malgré les conditions plus

favorables sur le plan de la conjoncture mondiale. Au final, la relance de la compétitivité des entreprises demeure essentielle à une reprise durable des exportations du Québec. Les fluctuations du dollar canadien peuvent bien sûr influencer favorablement ou défavorablement la compétitivité. Toutefois, une

amélioration de la productivité procure un impact plus durable. Une reprise des investissements privés s'avère donc incontournable pour améliorer la productivité et, par ricochet, la position concurrentielle du secteur privé sur les marchés internationaux. Les efforts visant à stimuler l'entrepreneuriat, à adopter de nouvelles technologies, à développer à la fois le marché américain et les autres marchés d'exportation devront aussi se poursuivre, voire s'accroître.

**MISE EN GARDE**

L'Autorité des marchés financiers ne donne aucune garantie, verbale ou écrite, expresse, légale ou implicite, quant au contenu de cette publication et ne peut être tenue responsable des erreurs ou omissions éventuelles, ni des pertes ou dommages de quelque nature que ce soit découlant de l'utilisation de ce document ou de son contenu. L'utilisation de cette publication se fait à vos propres risques. Par conséquent, l'Autorité conseille d'obtenir l'avis d'un professionnel avant de prendre toute décision de nature financière.