

REVUE

ÉCONOMIQUE et FINANCIÈRE

3^e trimestre 2016

Direction principale des affaires
internationales et vigie stratégique

17 octobre 2016



AUTORITÉ
DES MARCHÉS
FINANCIERS

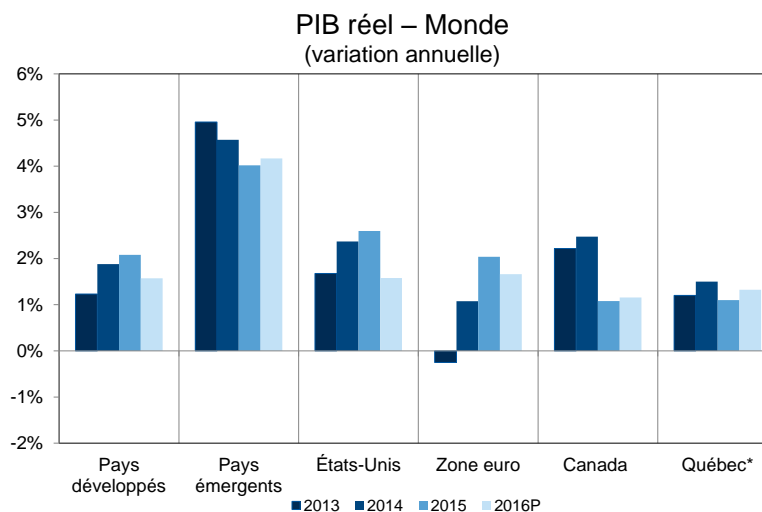
TABLE DES MATIÈRES

Faits saillants	3
Contexte économique	4
Monde	4
États-Unis	5
Canada	7
Québec	8
Revue des marchés financiers	11
Marchés boursiers	11
Marchés obligataires	13
Dossier spécial	15
Les risques d'une correction immobilière au Québec	15

Mario Houle, Chef économiste
Philippe Bergevin, Économiste principal
Alexandre d'Aragon, Économiste principal
Catherine Morin, Économiste
Mylène Laroche, Analyste à la réglementation

FAITS SAILLANTS

- L'économie mondiale poursuit sa croissance à un faible rythme. Les politiques monétaires semblent avoir atteint les limites de leur efficacité pour soutenir la croissance et le G20 appelle à la relance des dépenses publiques.
- Les États-Unis ont connu une croissance relativement faible au cours des six premiers mois de l'année. La création d'emploi demeure toutefois solide, ce qui laisse entrevoir un resserrement de la Réserve fédérale d'ici la fin de l'année.
- Les effets tant redoutés du vote sur le *Brexit* ne se sont pas matérialisés jusqu'ici. Il reste toutefois à déterminer s'il s'agira d'un *hard Brexit* (rupture complète avec l'Union européenne) ou d'un *soft Brexit* (accès négocié au marché unique).
- L'économie canadienne progresse en dents de scie. Le recul du PIB au deuxième trimestre s'explique notamment par les feux de forêt en Alberta, mais illustre aussi la difficile transition en cours depuis la chute des prix du pétrole.
- La croissance demeure modeste au Québec et repose en grande partie sur la consommation des ménages. Au deuxième trimestre, les investissements des entreprises ont augmenté pour une première fois depuis 2013 et le marché de l'emploi a fait de réels progrès.
- Les marchés boursiers ont généralement été à la hausse ces derniers mois, avec des périodes de volatilité au lendemain du vote sur le *Brexit* et plus récemment devant la perspective d'une hausse de taux de la *Fed*.
- Les risques d'une correction immobilière sont modérés au Québec. Les signes de surchauffe et d'accélération des prix apparaissent faibles. Par contre, certains segments du marché présentent des signes de surévaluation et de construction excessive.



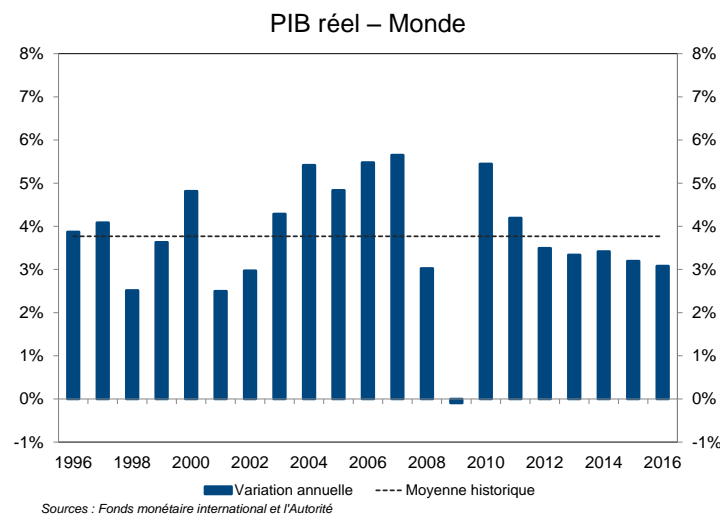
* Pour 2016, moyenne des prévisions des institutions financières canadiennes

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

CONTEXTE ÉCONOMIQUE

MONDE

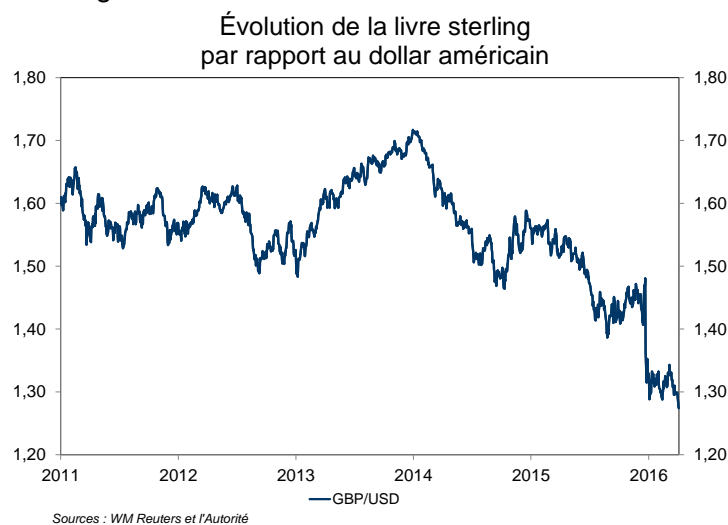
L'économie mondiale poursuit sa croissance modeste, confrontée à une série d'obstacles ponctuels, cycliques et structurels, allant de l'incertitude politique en Europe, à la diminution du commerce mondial, en passant par le vieillissement démographique dans les pays avancés. Devant les résultats plus mitigés des politiques monétaires affichés récemment, les leaders du G20 ont appelé à la relance des dépenses publiques pour soutenir l'économie mondiale. Le FMI évoque aussi une mondialisation plus inclusive pour réduire les inégalités économiques et faire face à la tentation protectionniste.



À court terme, les effets tant redoutés du référendum sur le *Brexit* ne se sont finalement pas matérialisés ou très peu, et sont restés limités au Royaume-Uni. Les marchés britanniques et mondiaux ont initialement été secoués par le résultat du vote, mais ont rapidement recouvré leurs pertes. Les indicateurs économiques disponibles jusqu'à présent démontrent une économie britannique au beau fixe. Seule la livre sterling a connu une dépréciation substantielle, qui perdure et s'accroît.

Les prises de position du gouvernement britannique semblent en effet orienter le pays vers un *hard Brexit* (rupture complète avec l'Union européenne) plutôt qu'un *soft Brexit* (accès préservé au marché unique).

Les négociations commenceront en 2017 et pourraient s'étendre sur deux ans. Cette période d'incertitude risque d'avoir un effet négatif sur l'économie à moyen terme, en suscitant l'attentisme chez les investisseurs. Pour soutenir l'économie, la Banque d'Angleterre a abaissé son taux directeur à 0,25 % et élargi son programme d'assouplissement quantitatif. D'autres interventions pourraient être envisagées.



Au-delà des remises en question politiques, l'Union européenne doit aussi faire face à une économie stagnante, où le chômage élevé et l'inflation faible ne semblent pas vouloir bouger. La Banque centrale européenne a néanmoins maintenu le statu quo au cours du troisième trimestre alors qu'une extension du programme d'assouplissement quantitatif était attendue.

De son côté, la Banque du Japon innove. Pour relancer l'économie japonaise, la banque centrale entend cibler les taux longs en maintenant le rendement des obligations 10 ans autour de 0 % et elle se dit prête à laisser l'inflation dépasser la cible de 2 %.

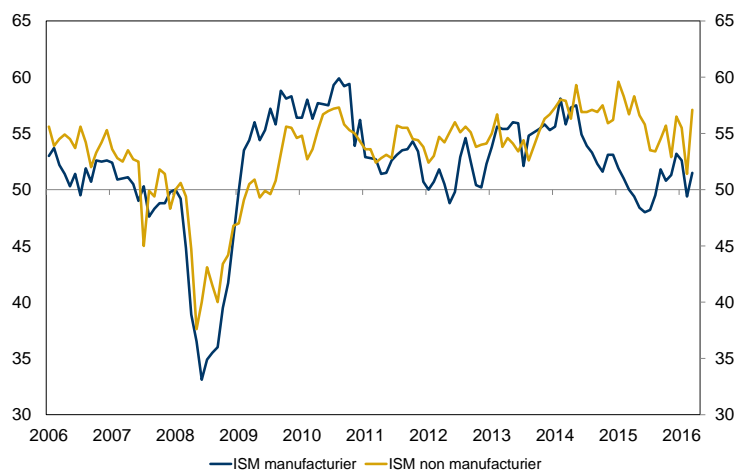
L'économie américaine a connu une croissance relativement faible au cours des six premiers mois de l'année, essentiellement soutenue par la consommation des ménages. Le chômage, près du plein-emploi, laisse entrevoir un resserrement de la politique monétaire d'ici la fin de l'année.

Les pays émergents font face au ralentissement du commerce mondial et à la montée du protectionnisme. Ils subissent aussi les contrecoups du rééquilibrage de l'économie chinoise. La Chine a en effet poursuivi son atterrissage en douceur avec une croissance de 6,7 % au cours des six premiers mois de l'année. La taille et l'accroissement rapide de sa dette demeurent source d'inquiétude. Au Brésil, l'économie s'est contractée pour un sixième trimestre consécutif. Les scandales de corruption ont finalement eu raison de la présidente Dilma Rousseff, destituée en août. Le gouvernement turc a survécu à un coup d'État en juillet, puis s'est lancé dans une purge tous azimuts. Le pays a vu sa cote de crédit abaissée en catégorie spéculative.

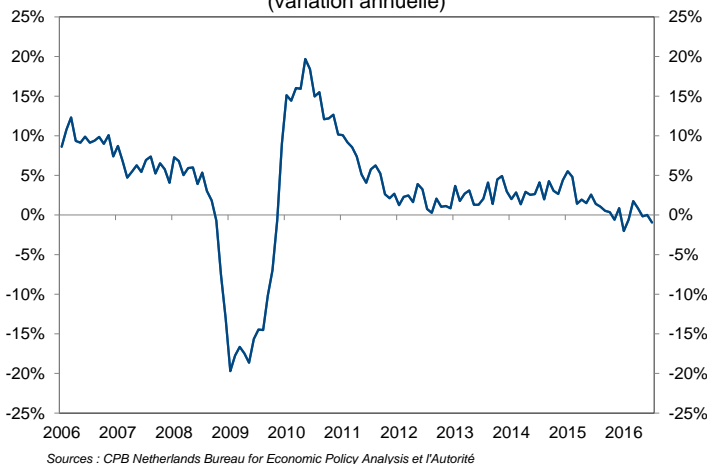
ÉTATS-UNIS

Une solide création d'emploi, accompagnée d'une progression plus ferme des salaires, et un marché de l'habitation plus vigoureux constituent les remparts d'une économie qui a tout de même dû composer avec des vents contraires touchant le secteur manufacturier.

Indice ISM des directeurs d'achat – États-Unis



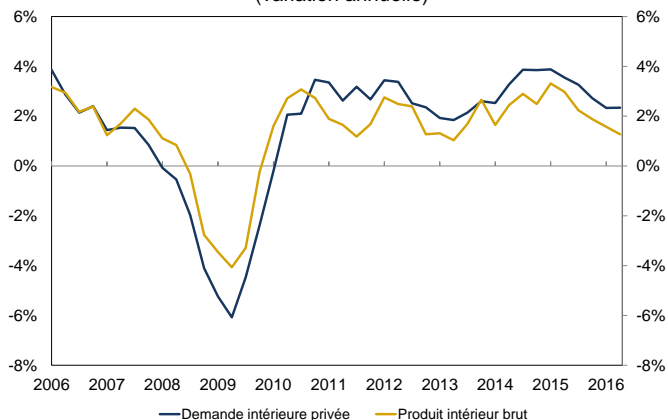
Volume des exportations – Monde
(variation annuelle)



La croissance du PIB n'a été que de 1,1 % au cours des six premiers mois de l'année mais, en réalité, l'économie américaine a été plus ferme qu'il n'y paraît en surface. En effet, la demande intérieure privée, soutenue par les dépenses de consommation, a affiché une croissance de 2,3 %. La réduction des stocks des entreprises a, à elle seule, retranché près d'un point de pourcentage à la progression de l'économie en première moitié d'année. Notons toutefois que les exportations nettes ont cessé de freiner la croissance, comme elles l'avaient fait en 2014 et 2015.

Les marchés boursiers ont généralement été à la hausse ces derniers mois, avec des périodes de volatilité au lendemain du vote sur le *Brexit* et plus récemment devant la perspective d'une hausse de taux de la Fed. Les cours du pétrole ont fluctué entre 40 \$ US et 50 \$ US le baril, tirés vers le haut en fin de trimestre par l'annonce d'une entente sur la réduction de la production des pays membres de l'OPEP.

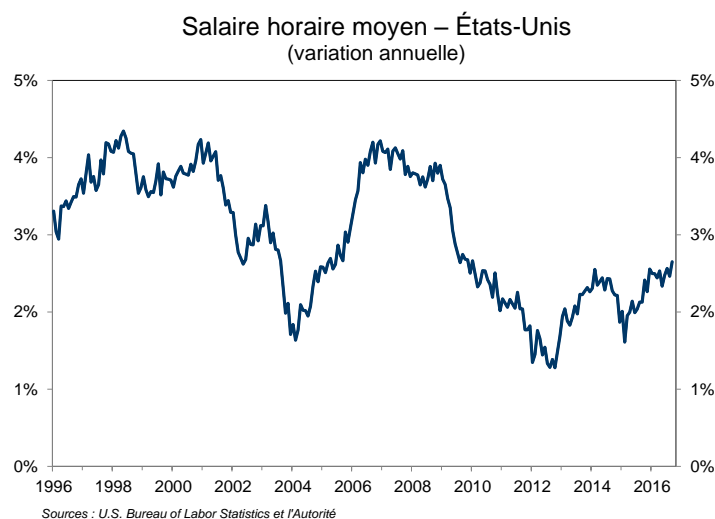
Demande intérieure privée et PIB réel – États-Unis
(variation annuelle)



Ainsi, l'expansion de l'économie américaine se poursuit de manière constante sans toutefois être spectaculaire. Néanmoins, le rythme de croissance semble bien vouloir se raffermir et placera les États-Unis en tête de peloton des économies développées.

La vigueur relative du marché du travail, avec une création moyenne de 192 000 emplois par mois au cours du troisième trimestre, suffit à maintenir le taux de chômage à 5 %, près du niveau jugé compatible avec le plein-emploi.

Le resserrement du marché du travail se traduit ainsi par une légère accélération de la rémunération des travailleurs, qui, pour l'instant du moins, ne semble pas générer de pressions indues sur l'inflation, mais mérite tout de même une surveillance accrue.



Sans grande surprise, la Réserve fédérale américaine a décidé de garder sa fourchette des taux inchangée à 0,25 %-0,50 %. Dans son communiqué, le comité de politique monétaire de la Fed a pris note de l'amélioration continue de la conjoncture économique, mais l'absence de pressions inflationnistes apparentes semble lui donner la latitude nécessaire pour faire preuve de patience. La Fed n'a toutefois pas écarté la possibilité d'une hausse de taux d'ici la fin de l'année.

L'urgence d'agir du côté de la Fed pourrait se faire sentir davantage lorsque les effets passés de l'appréciation du billet vert et de l'effondrement des cours pétroliers se seront dissipés et n'auront plus d'effet baissier sur la lecture de l'inflation. La Fed veut s'assurer que l'inflation est bel et bien en voie de retourner vers sa cible de 2 % avant d'agir. Ce comportement s'apparente à une attitude plus

réactive que proactive et pourrait bien augmenter le risque de dépassement de la cible d'inflation à moyen terme.

Bien que les prévisions des membres du comité de politique monétaire relatives à la cible du taux directeur aient été constamment revues à la baisse au cours des dernières années, le retour attendu vers le taux d'intérêt neutre¹ ne se fera que très graduellement et pourrait s'étaler sur plusieurs années encore.

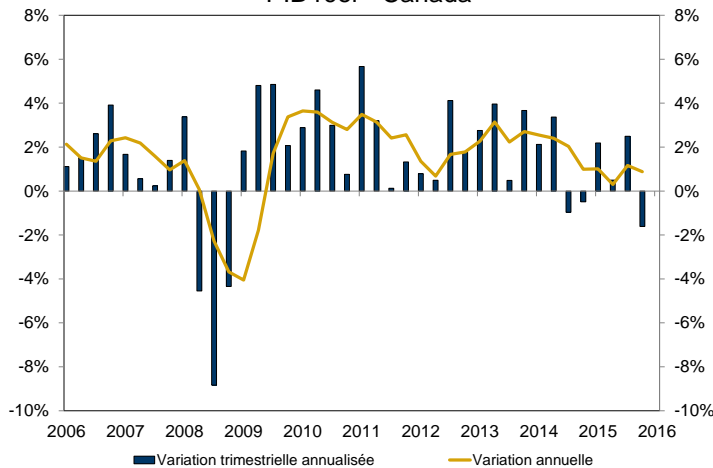
Enfin, les élections présidentielles de novembre font planer une certaine incertitude sur l'économie américaine. Les prises de position nationalistes et protectionnistes des deux principaux candidats risquent de nuire à l'économie américaine. De même, les différentes politiques fiscales mises de l'avant pourraient avoir un effet allant de neutre à fortement expansionniste si elles sont effectivement mises en œuvre.

¹ Le taux d'intérêt neutre est le taux qui n'entraîne ni expansion ni contraction lorsqu'une économie tourne à plein régime.

CANADA

L'économie canadienne progresse en dents de scie depuis plus d'un an et le dernier trimestre n'a pas fait exception. Cette évolution illustre la difficulté du pays à se relever durablement après la chute des cours du pétrole. En effet, alors que les secteurs liés aux produits de base demeurent léthargiques, le secteur manufacturier, lui, peine à prendre son envol, et ce, malgré la faiblesse du dollar canadien.

PIB réel – Canada

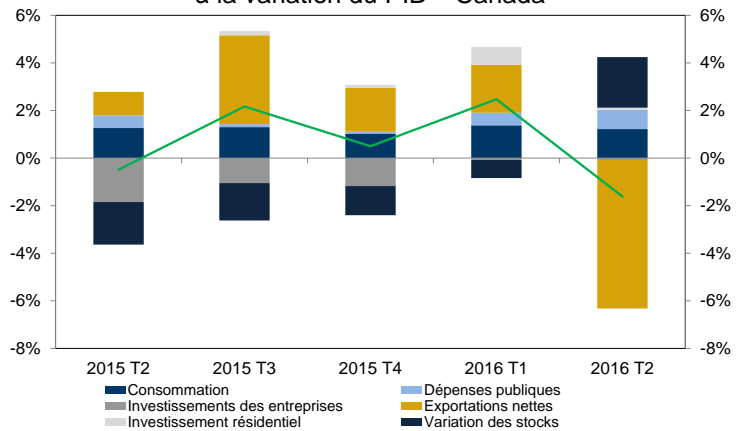


Sources : Statistique Canada et l'Autorité

Après avoir crû de 2,5 % au 1^{er} trimestre, le PIB s'est ainsi contracté de 1,6 % au deuxième, le recul trimestriel le plus prononcé depuis 2009. Ce repli s'explique en bonne partie par les feux de forêt à Fort McMurray, qui ont paralysé la production pétrolière au printemps. De fait, les exportations ont connu une chute de 16,7 % en rythme annualisé, aussi attribuable à la faiblesse relative de l'économie américaine.

Les investissements des entreprises ont poursuivi leur baisse pour un sixième trimestre consécutif, quoiqu'à un rythme moins rapide (-1,9 %). Au total, depuis le sommet de 2014, les investissements des entreprises ont ainsi chuté de 18 %. À l'inverse, les dépenses publiques, la consommation et la construction résidentielle ont contribué positivement à la croissance de l'économie au cours du printemps.

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



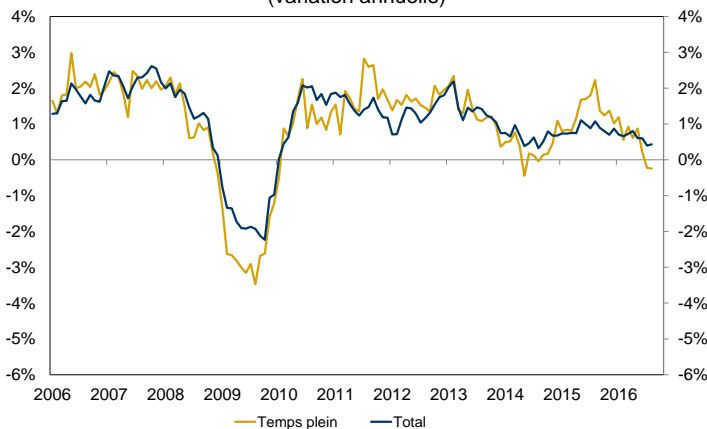
Sources : Statistique Canada et l'Autorité

Bien que plus modérées, les dépenses de consommation sont demeurées le fer de lance de la croissance. Il est à se demander toutefois si la consommation pourra demeurer longtemps le principal pilier de l'économie canadienne. L'endettement élevé des ménages et l'absence de demande latente devraient conduire tôt ou tard à une croissance des dépenses des ménages beaucoup plus modeste et inférieure à la moyenne des dernières années.

De fait, l'endettement des ménages s'est encore alourdi au deuxième trimestre, le ratio de la dette sur le revenu disponible passant de 165,2 % à 167,6 %. L'environnement de bas taux d'intérêt continue en effet d'inciter les ménages à emprunter davantage.

Le marché de l'emploi semble reprendre un peu de vigueur après plusieurs mois d'évolution en dents de scie. Il s'est créé 62 000 emplois au cours du troisième trimestre et le taux de chômage termine la période à 7 %. Cela dit, cette progression est en bonne partie attribuable à l'emploi à temps partiel et il faudra un redressement de la création de postes à plein temps pour asseoir la reprise économique sur des bases plus solides.

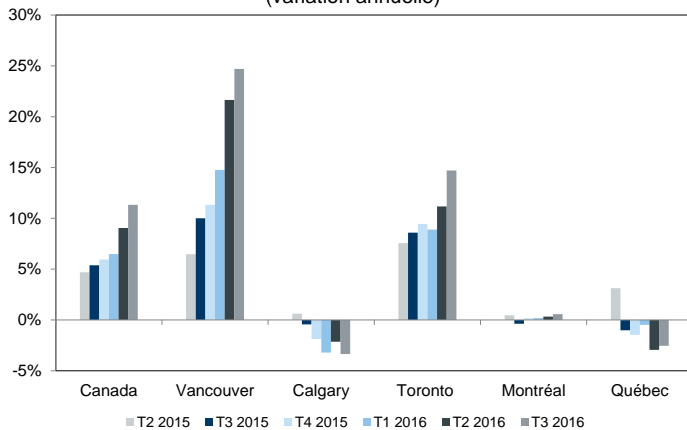
Emploi total et emploi à temps plein – Canada
(variation annuelle)



Sources : Statistique Canada et l'Autorité

Dans le secteur immobilier, le niveau des mises en chantier demeure ferme à l'échelle du pays, tandis que le marché de la revente et les hausses des prix maintiennent une cadence vigoureuse. Le marché présente toutefois d'importantes divergences, qui reflètent le dynamisme des économies locales. Le marché de Toronto est toujours en état de surchauffe, alors que celui de Vancouver commence à déréguler. En août, le gouvernement de Colombie-Britannique a en effet imposé une taxe de 15 % sur les acquisitions par des étrangers et le gouvernement fédéral a lui aussi resserré les règles. Le marché ralentit toujours dans les régions productrices de pétrole et les prêts hypothécaires en souffrance sont en forte hausse en Alberta. Le marché demeure stable dans le reste du pays.

Prix des maisons – Canada
(variation annuelle)



Sources : Teranet – Banque Nationale et l'Autorité

La Banque du Canada a maintenu son taux cible de financement à un jour à 0,5 % à deux reprises, en juillet et en septembre. La banque centrale s'inquiète de la faible vigueur de l'économie canadienne, qui peine à absorber les capacités excédentaires. Elle

demeure aussi préoccupée par l'accentuation des principales vulnérabilités de l'économie canadienne, que sont l'endettement des ménages et les déséquilibres du marché immobilier.

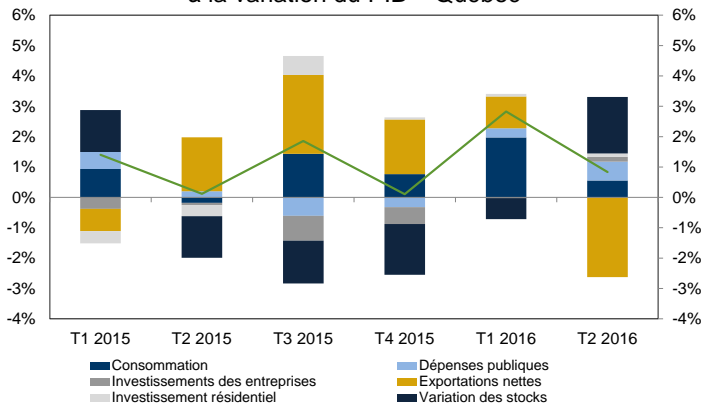
Les attentes des marchés financiers indiquent que le taux directeur de la Banque du Canada pourrait demeurer inchangé pour une très longue période. Le cas échéant, la normalisation de la politique monétaire aux États-Unis pourrait creuser l'écart de taux d'intérêt entre les deux pays et ainsi contribuer au rééquilibrage de l'économie canadienne en favorisant la croissance des exportations.

Au final, le PIB devrait rebondir au troisième trimestre, notamment grâce à la reprise de la production pétrolière en Alberta et aux travaux de reconstruction de Fort McMurray. Un certain raffermissement de l'économie américaine devrait aussi profiter au secteur manufacturier. Le rebond attendu pourrait toutefois vite faire place à une croissance plus molle, étant donné la difficile transition en cours au sein de l'économie canadienne.

QUÉBEC

La croissance du PIB au Québec s'est limitée à 0,8 % en rythme annualisé au cours du deuxième trimestre. Cette progression provient notamment de la hausse de la consommation des ménages et des dépenses publiques. Les investissements privés ont aussi contribué positivement au PIB pour une première fois depuis 2013. Toutefois, les exportations nettes ont constitué un frein à la croissance en raison d'une baisse importante du volume des exportations internationales.

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

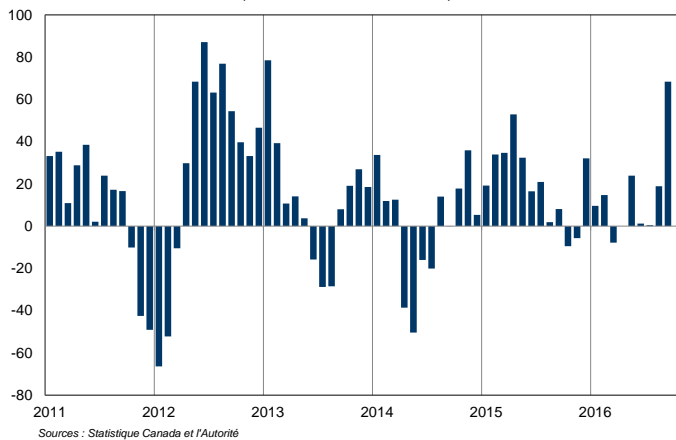


Sources : Institut de la statistique du Québec et l'Autorité

La croissance de la consommation des ménages a été de 0,9 % au deuxième trimestre contre 3,3 % au trimestre précédent. Le ralentissement provient essentiellement de la consommation des biens puisque, du côté des services, la consommation est demeurée soutenue.

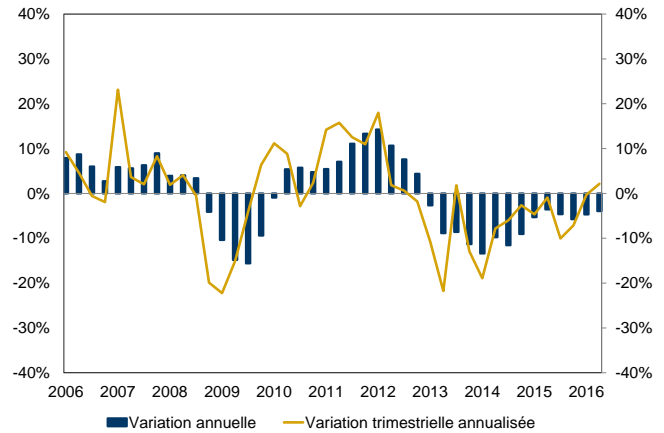
La consommation s'est appuyée sur une amélioration du marché du travail. Le Québec a enregistré des gains de 60 600 emplois depuis le début de l'année, dont 56 200 au troisième trimestre. Le marché de l'emploi a connu un début d'année plus difficile, mais la tendance haussière des derniers mois est encourageante pour le reste de l'année. Le taux de chômage s'établissait à 6,9 % en septembre.

Variation de l'emploi – Québec
(cumul 6 mois, en milliers)



L'élément le plus distinctif du deuxième trimestre est la hausse des investissements des entreprises. L'augmentation des investissements privés s'est chiffrée à 3 % en rythme annualisé et a finalement contribué à la croissance économique. Aucune augmentation n'avait été observée depuis trois ans. La croissance des investissements en machines et matériel a été particulièrement solide, en hausse de 6,8 %.

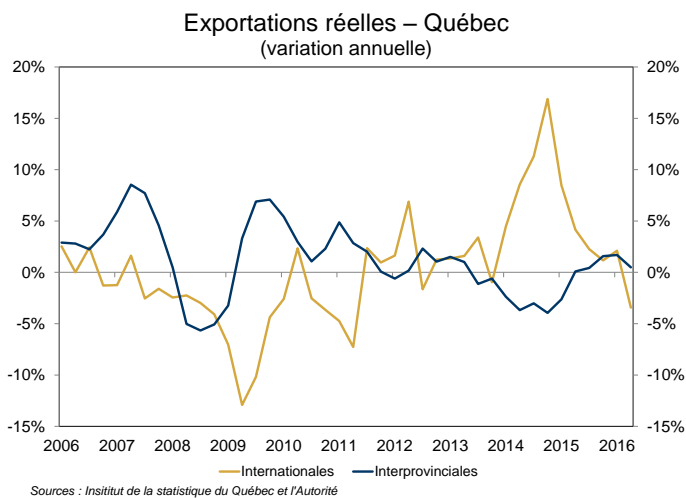
Investissements des entreprises – Québec



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

Du côté de la construction résidentielle, les mises en chantier ont ralenti la cadence au cours des derniers mois. En août, la tendance sur six mois n'était que de 35 600 mises en chantier. Toutefois, le Québec fait encore face à un surplus de propriétés substantiel. À défaut d'une augmentation de la demande, un ralentissement graduel des mises en chantier pourrait s'avérer nécessaire pour écouler de façon ordonnée les unités déjà construites. On observe aussi une progression modeste des ventes sur le marché immobilier qui, jumelée à une diminution constante des inscriptions, exerce une légère pression à la hausse sur les prix. En général, le marché immobilier au Québec demeure encore favorable aux acheteurs, même si le lent retour vers l'équilibre amorcé il y a quatre ans continue de s'opérer.

La contraction du volume des exportations internationales a freiné considérablement l'élan de l'économie québécoise au cours du deuxième trimestre. Les exportations interprovinciales, quant à elles, ont connu une faible croissance, qui n'a toutefois pas été suffisante pour contrebalancer les pertes du côté international. De leur côté, les importations ont faiblement augmenté pendant le trimestre. Au total, l'effet net de la baisse des exportations, combiné à la hausse des importations, s'est traduit par une ponction de 2,6 points de pourcentage au PIB du deuxième trimestre et par une hausse du déficit commercial.



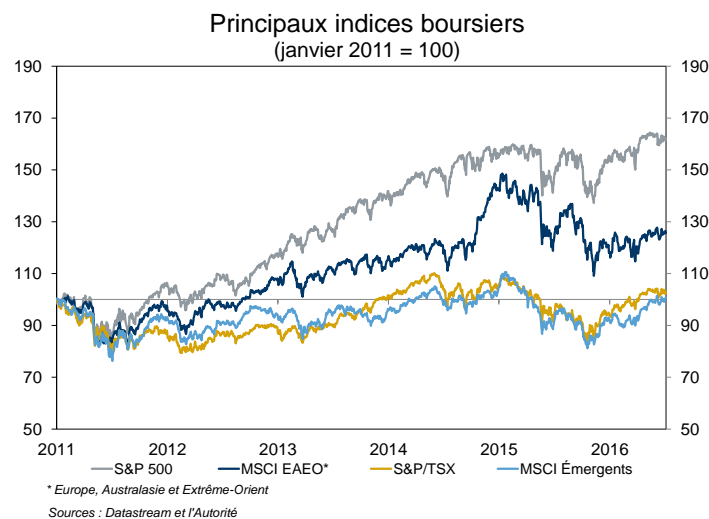
Au final, l'expansion de l'économie du Québec au premier semestre s'établit à 1,3 %. Au cours des prochains mois, l'amélioration du marché du travail et les allègements fiscaux octroyés par le gouvernement fédéral devraient soutenir les dépenses de consommation. Pareillement, un raffermissement de l'économie nord-américaine et un dollar canadien qui demeure compétitif permettront aux entreprises québécoises d'augmenter le volume de leurs exportations et soutiendront, par effet d'entraînement, les dépenses en capital du secteur privé.

REVUE DES MARCHÉS FINANCIERS

MARCHÉS BOURSIERS

Les marchés boursiers se sont avérés beaucoup plus résilients qu'escompté à la suite du référendum sur le *Brexit* du 23 juin. Initialement, les investisseurs ont été pris par surprise par les résultats du vote, ce qui s'est traduit par une chute marquée des principaux marchés boursiers et par une ruée vers les valeurs refuges.

Les effets du référendum n'ont toutefois été que de courte durée, si bien que l'indice MSCI World affiche en fin de trimestre un rendement de près de 3 % par rapport au niveau atteint juste avant le dévoilement des résultats. De façon générale, les marchés financiers ont continué de fonctionner de manière ordonnée, et les niveaux de liquidité ont bien résisté aux turbulences. Les seuls effets durables ont été la chute de la livre et des rendements obligataires anglais.



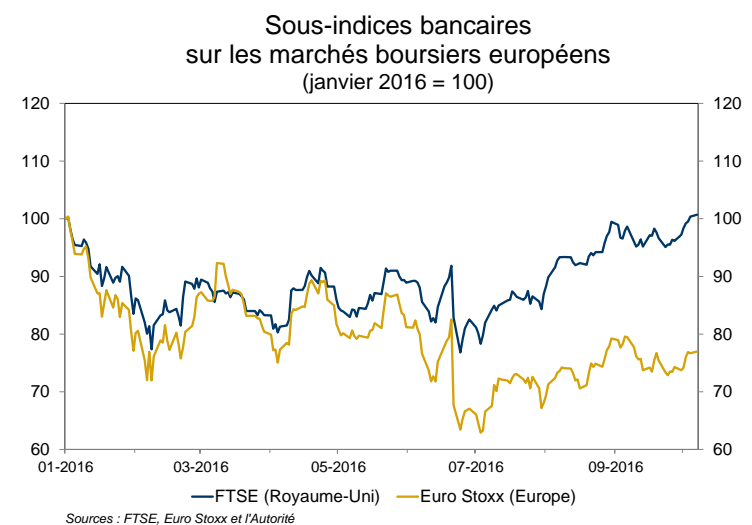
Les investisseurs semblent avoir été rassurés par l'annonce de mesures additionnelles de la part des banques centrales, notamment la Banque d'Angleterre. La stabilisation du paysage politique en Angleterre avec l'élection de Theresa May et une baisse des inquiétudes quant aux conséquences d'une sortie de l'Union européenne ont aussi permis de dissiper une partie de l'incertitude.

La reprise des marchés a été particulièrement marquée au Royaume-Uni, avec une hausse de près de 9 % de l'indice FTSE 100 par rapport aux niveaux atteints la journée du vote. À première vue, cette croissance peut paraître paradoxale, compte tenu

des effets négatifs qu'aurait un accès plus limité au marché unique européen pour les entreprises britanniques.

Ces effets semblent être contrebalancés par l'impact de la forte dépréciation de la livre anglaise, particulièrement pour les grandes multinationales britanniques qui génèrent une part importante de leurs revenus à l'extérieur du pays. L'indice FTSE 250, qui se compose d'entreprises générant une plus grande part de leurs revenus sur le marché national, offre un rendement plus modeste d'environ 3 % depuis le vote.

Les indices de la zone euro avaient initialement souffert de façon importante des résultats du référendum sur le *Brexit*. Au final, l'indice Euro Stoxx 50 termine le troisième trimestre en légère baisse par rapport au niveau d'avant le référendum. Il faut dire que le contexte économique et financier demeure fragile en zone euro. Des craintes continuent de planer sur le secteur bancaire, qui fait face à une croissance économique anémique et des marges bénéficiaires compressées dans un contexte de taux négatif.

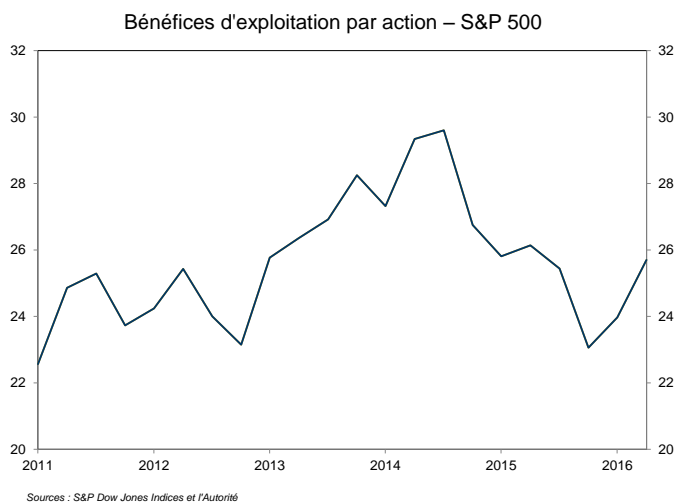


L'indice américain S&P 500 a aussi rapidement récupéré ses pertes suivant le référendum britannique, permettant ainsi d'afficher un gain de 3,3 % pour l'ensemble du trimestre. Ce redressement a été conjugué à une baisse marquée de la volatilité.

Par contre, l'indice a traversé une zone de turbulence au cours du mois de septembre à l'approche de la décision de la Fed sur les taux d'intérêt. Le maintien du statu quo, ainsi que le renforcement des perceptions quant à un resserrement très graduel à plus long terme, semble avoir réconforté les marchés.

Il faut dire que depuis 2014, l'évolution de l'indice américain s'appuie essentiellement sur une hausse des niveaux d'évaluation – notamment le ratio cours/bénéfice – puisque les bénéfices des sociétés sont en baisse. En effet, depuis le sommet atteint au troisième trimestre de 2014, les bénéfices par action des entreprises du S&P 500 ont reculé d'environ 13 %, reflétant notamment la faiblesse des prix du pétrole et l'impact du dollar américain sur les activités internationales des entreprises.

Les évaluations relativement élevées rendent les marchés plus sensibles à certains chocs, notamment une réévaluation des attentes par rapport à la politique monétaire, mais compriment surtout les rendements boursiers attendus à moyen terme.

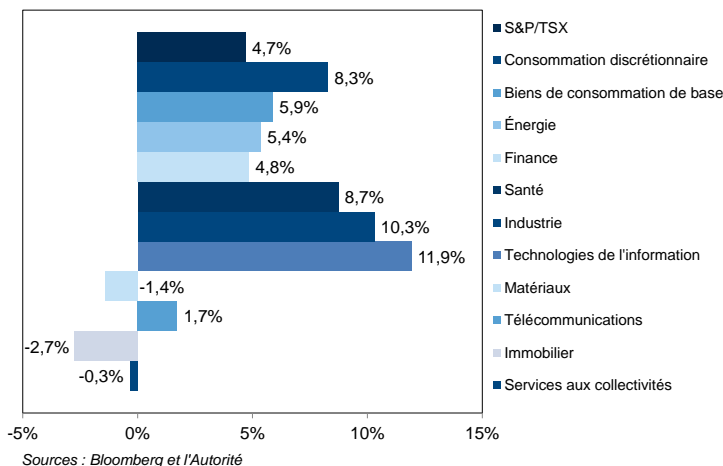


Les marchés émergents, qui sous-performent depuis plusieurs années, se sont démarqués de façon positive depuis le début de l'année. L'indice MSCI Emerging Markets présente un rendement de 13,8 % depuis le début de l'année, soutenu par un regain de confiance des investisseurs, un léger recul du dollar américain, le rebond du prix des matières premières ainsi que la stabilisation de la conjoncture chinoise et son effet domino sur les autres pays émergents.

Pour sa part, le S&P/TSX a continué sur sa bonne lancée avec un rendement de 4,7 % au troisième trimestre, portant ainsi à 13,2 % son rendement depuis le début de l'année. L'indice torontois a

grandement bénéficié du rebond du prix des matières premières depuis le début de l'année, notamment le cours du pétrole et de l'or.

Rendement des principaux sous-indices du S&P/TSX au T3 2016



Le secteur de la finance a aussi performé au-delà des attentes. En début d'année, les perspectives étaient largement négatives pour les grandes banques canadiennes, compte tenu de l'impact de la chute des prix du pétrole sur la croissance économique canadienne et sur les mauvaises créances dans le secteur de l'énergie. Les résultats des banques ont finalement surpassé les attentes, avec des bénéfices records et des hausses relativement modestes des provisions pour pertes.

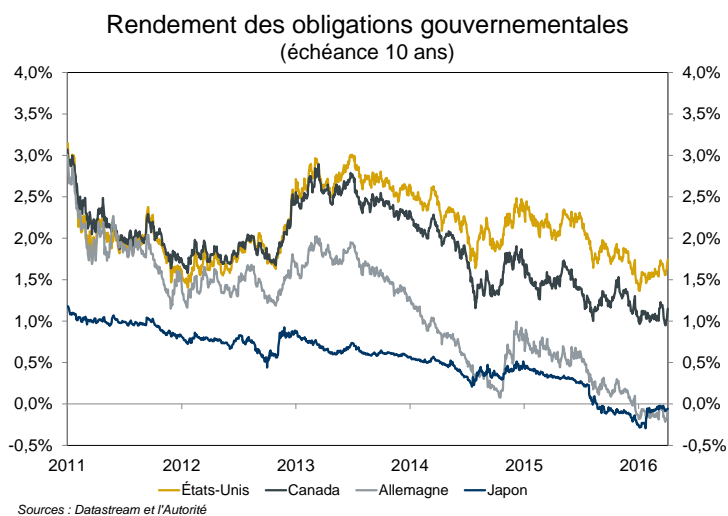
Par ailleurs, les secteurs du TSX des technologies de l'information, de l'industrie et de la santé se démarquent positivement, propulsés par la bonne performance de quelques entreprises à forte capitalisation au cours du troisième trimestre.

Les entreprises québécoises transigées sur le TSX ont affiché un rendement supérieur à l'ensemble du TSX au dernier trimestre, soit un rendement de 6 % selon l'Indice Morningstar Québec Banque Nationale. Les secteurs de la santé et des technologies de l'information se démarquent avec des rendements respectifs de 19 % et 13,2 %.

En somme, les marchés boursiers ont rapidement rattrapé le terrain perdu à la suite du vote sur le *Brexit* et ont continué de fonctionner de manière ordonnée. Néanmoins, plusieurs risques continuent de planer sur les marchés dans la mesure où le contexte économique demeure difficile et que les valorisations sont relativement élevées à ce stade avancé du cycle économique.

MARCHÉS OBLIGATAIRES

Les rendements obligataires dans les pays développés ont été relativement stables au cours du troisième trimestre après avoir chuté de façon importante dans la foulée du référendum britannique. Le vote en faveur du *Brexit* semble avoir renforcé les attentes selon lesquelles les taux vont demeurer bas pour longtemps. Le rendement des obligations américaines à 10 ans termine le trimestre à 1,6 %, par rapport à 1,7 % le jour du référendum et 2,2 % en début d'année.

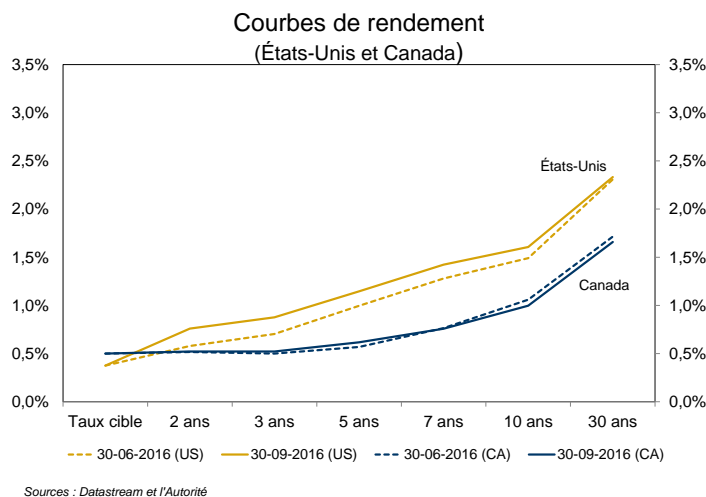


L'encours des obligations à rendement négatif dans le monde a atteint des niveaux sans précédent dans la foulée du vote sur le *Brexit*, dépassant brièvement les 10 000 G \$ US en juillet selon la Banque des règlements internationaux. À la fin du troisième trimestre, les rendements obligataires allemands, japonais et français se situaient en territoire négatif pour la plupart des échéances, ainsi que ceux d'autres pays de taille plus modeste, tels la Suisse, la Suède et le Danemark.

La reprise lente et prolongée de l'économie mondiale depuis la Grande Récession de 2008 contribue de façon directe à cet environnement persistant de bas taux d'intérêt. D'autres facteurs plus structurels peuvent aussi expliquer cette situation. Premièrement, l'offre d'épargne dans le monde est élevée. Le vieillissement de la population dans les pays développés, le taux d'épargne élevé en Chine et dans les pays émergents, et la hausse des inégalités dans certains pays sont autant de facteurs qui peuvent expliquer cette propension élevée à l'épargne.

En même temps, la demande de crédit est faible, reflétant notamment une réticence à investir de la part des entreprises. Ces facteurs combinés ont un effet déprimant sur les rendements obligataires.

L'effet de ces facteurs est de toute évidence exacerbé par les politiques ultra-accommodantes des principales banques centrales ainsi que par la faiblesse généralisée de l'inflation et des anticipations inflationnistes. L'annonce de la Banque du Japon en septembre de maintenir le rendement des obligations à 10 ans à 0 % est un bon exemple. La politique de la Banque centrale européenne demeure aussi extrêmement accommodante, malgré l'annonce du statu quo lors de sa dernière rencontre.



La Réserve fédérale a indiqué en septembre que les arguments en faveur d'une hausse de taux des fonds fédéraux s'étaient renforcés. Les membres du FOMC de la Fed ont toutefois revu à la baisse leur estimation du taux neutre. La médiane de leurs prévisions du taux qui serait approprié à long terme n'est plus que de 2,9 %, bien en deçà de la moyenne historique.

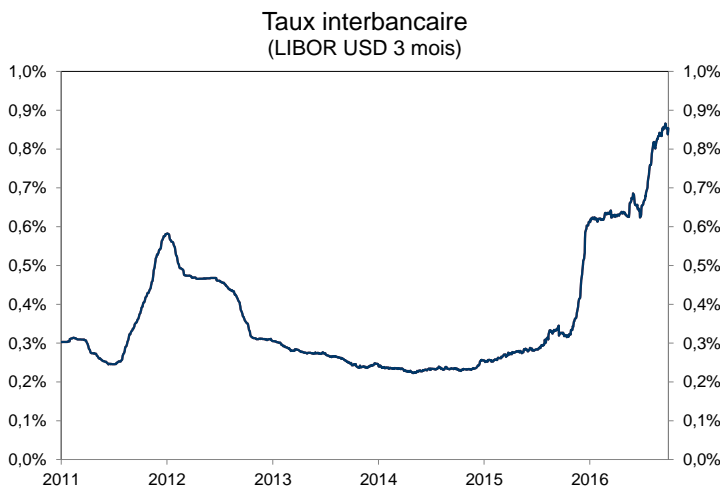
Les rendements obligataires canadiens sont aussi demeurés à des niveaux historiquement bas, et la courbe de rendement est demeurée pratiquement inchangée au cours du troisième trimestre. Les rendements canadiens demeurent en deçà des rendements américains, ce qui s'explique notamment par les difficultés que rencontre l'économie canadienne et par des divergences au chapitre de la politique monétaire qui risquent de s'amplifier au cours des prochains mois.

Dans une certaine mesure, les rendements canadiens sont aussi le reflet d'une forte demande dans le monde pour les valeurs sûres, compte tenu de la notation AAA du gouvernement fédéral.

Dans ce contexte de taux bas, le taux interbancaire LIBOR détonne, avec une hausse relativement importante au cours des derniers mois. En effet, le taux à 3 mois en dollar américain a atteint 0,85 % à la fin du trimestre, comparativement à 0,6 % début juillet. Rappelons que le taux LIBOR est un taux de référence qui reflète le taux moyen auquel les grandes banques se prêtent entre elles.

Cette hausse s'expliquerait, selon plusieurs analystes, par un changement réglementaire visant les fonds du marché monétaire américain, et qui aurait pour effet de rendre plus coûteux le financement à court terme de certaines banques.² Cette hausse des coûts de financement, qui se reflète dans le LIBOR, pourrait se traduire plus largement par une hausse des coûts d'emprunt des entreprises et des particuliers.

² Ce changement réglementaire adopté par la Securities and Exchange Commission en réponse à la crise de 2007-2008 oblige certains fonds du marché monétaire à laisser varier leurs valeurs liquidatives dans le temps selon les fluctuations du marché, et leur permet d'imposer des conditions afin d'empêcher les retraits massifs en cas de crise. Ces changements semblent avoir affecté négativement la demande pour ces fonds, qui investissent notamment dans des titres de créances d'entreprises et d'institutions financières.



Performance des marchés

Marchés boursiers

	Niveau							12 derniers mois	
	2016-09-30	1 mois	3 mois	YTD	1 an	3 ans*	5 ans*	min	max
MSCI World	1 307	0,0	4,3	2,3	8,2	6,0	11,1	1 117	1 320
MSCI Europe	1 398	0,4	5,2	-1,0	3,8	2,9	7,8	1 202	1 469
S&P 500	2 168	-0,1	3,3	6,1	12,9	8,8	13,9	1 829	2 190
S&P/TSX	14 726	0,9	4,7	13,2	10,7	4,8	4,8	11 843	14 813
Indice TSX Québec	244	-0,8	6,0	9,8	9,7	14,5	--	207	249

Marchés obligataires

		Niveau							12 derniers mois	
		2016-09-30	-1 mois	-3 mois	YTD	-1 an	-3 ans	-5 ans	min	max
Québec	10 ans	1,8	1,8	1,9	2,4	2,5	3,5	3,2	1,7	2,7
Ontario	10 ans	1,8	1,9	2,0	2,3	2,4	3,4	3,1	1,8	2,7
Canada	10 ans	1,0	1,0	1,1	1,4	1,4	2,5	2,2	1,0	1,7
États-Unis	10 ans	1,6	1,6	1,5	2,3	2,0	2,6	1,9	1,4	2,3
Royaume-Uni	10 ans	0,7	0,6	0,9	2,0	1,8	2,7	2,4	0,5	2,1
Allemagne	10 ans	-0,1	-0,1	-0,1	0,6	0,6	1,8	1,9	-0,2	0,7
Canada	Corpo AA	2,3	2,3	2,5	2,9	2,9	3,5	3,2	2,2	3,1
	Corpo BBB	3,2	3,3	3,4	3,9	3,8	4,4	4,2	3,2	4,1
	Spread BBB - gouv. 10 ans	225,2	229,6	238,7	247,0	236,0	184,2	200,0	214,5	286,9
États-Unis	Corpo AA	2,5	2,4	2,4	3,2	3,1	3,4	2,9	2,3	3,3
	Corpo BBB	3,2	3,2	3,3	4,2	4,1	4,4	4,3	3,1	4,3
	Spread BBB - gouv. 10 ans	165,0	164,2	181,0	197,0	207,8	179,6	235,6	160,1	228,9

* Rendements annualisés

LES RISQUES D'UNE CORRECTION IMMOBILIÈRE AU QUÉBEC

La montée importante des prix des logements au Canada depuis le début des années 2000 continue de susciter des inquiétudes par rapport à la possibilité d'une correction immobilière. Les risques semblent plus prononcés à Vancouver et Toronto compte tenu de la croissance particulièrement fulgurante des prix observée dans ces deux villes. Le Québec a aussi connu une forte progression des prix au cours de la dernière décennie, mais le marché est beaucoup plus stable depuis 2012.

Néanmoins, les risques d'une correction immobilière demeurent présents au Québec. Dans cet esprit, cette courte note fait un survol des principaux indicateurs du marché immobilier pour identifier les signes avant-coureurs d'une correction immobilière.³ Ces indicateurs donnent un portrait somme toute contrasté du Québec, mais, dans l'ensemble, les risques d'une correction immobilière sont modérés.

Un cadre analytique pour analyser les risques d'une correction immobilière

Selon la Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL), il existe essentiellement quatre facteurs de risque qui rendent le marché immobilier vulnérable : la surchauffe, l'accélération des prix, la surévaluation et la construction excessive.⁴ Ces quatre facteurs de risque sont associés à des périodes historiques de grande effervescence, qui ont été suivies par des corrections importantes du marché, par exemple celle observée à Toronto à la fin des années 1980.

³ Voir : TD Economics, *Assessing the risk of a disorderly home price correction in Toronto and Vancouver*, 30 juillet 2015; et SCHL, *Évaluation du marché de l'habitation – Canada*, deuxième trimestre de 2016.

⁴ SCHL, *Évaluation du marché de l'habitation – Canada (Annexe sur la méthodologie)*, deuxième trimestre de 2016.

Dans ce qui suit, nous proposons des indicateurs pour le Québec pour chacun de ces quatre facteurs. Nous proposons aussi une analyse historique de l'évolution de ces indicateurs. En analysant l'ampleur et la persistance des variations de ces indicateurs par rapport à leur moyenne historique, il est possible d'estimer la présence de conditions propices à une correction immobilière.

Tableau d'analyse des vulnérabilités du marché immobilier québécois		
	Centile*	Niveau des risques
Évaluation globale		
Surchauffe		
Ratio du stock de propriétés à vendre sur les ventes	81	
Taux d'innoculation des logements	89	
Accélération des prix		
Prix moyen des propriétés (croissance annuelle)	27	
Surévaluation		
Ratio du prix des propriétés sur le revenu	87	
Indice d'accessibilité à la propriété	49	
Construction excessive		
Mises en chantier	30	
Ratio des propriétés achevées et invendues par 1000 habitants	67	

Légende : Faible Modéré Élevé

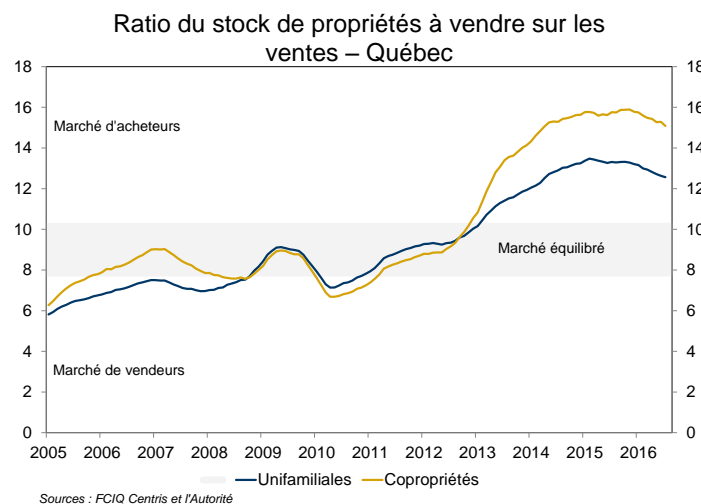
* À titre d'exemple, une donnée classée au 20^e centile signifie que 20 % des données de la distribution sont inférieures ou égales à celle-ci. Les données sont classées en ordre croissant.

La présence de ces conditions n'implique pas nécessairement une éventuelle correction immobilière. Mais elle implique une plus grande vulnérabilité du marché immobilier à un éventuel choc économique, tels une hausse marquée des taux d'intérêt ou un ralentissement sévère de l'économie. Cette plus grande vulnérabilité augmente en effet les probabilités d'une correction immobilière.

Surchauffe

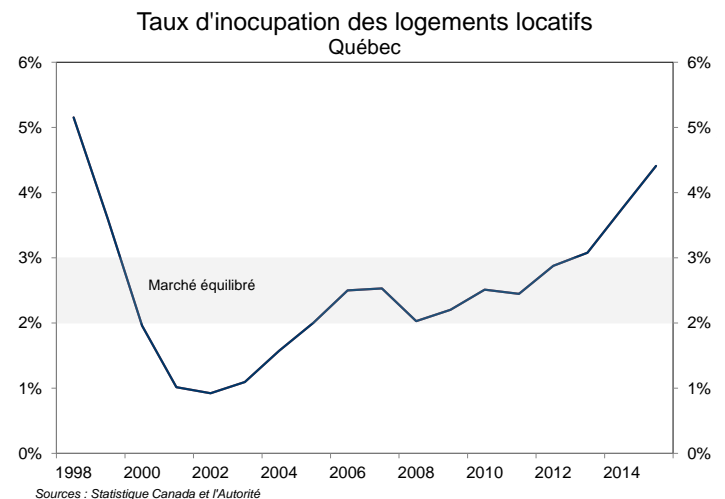
La surchauffe fait référence à des conditions de marché serrées où l'offre de propriétés à vendre peine à suffire à la demande. Cette situation est propice à une forte accélération des prix qui pourrait s'avérer insoutenable à plus long terme. Inversement, une situation d'offre excédentaire peut créer une pression à la baisse sur les prix.

Nous utilisons ici le ratio du stock de propriétés à vendre sur la moyenne des ventes des 12 derniers mois. Selon la Fédération des chambres immobilières du Québec (FCIQ), un ratio en deçà de 8 reflète des conditions de marché serrées, tandis qu'un ratio au-delà de 10 reflète un marché où l'offre est abondante par rapport à la demande.⁵



⁵ Fédération des chambres immobilières du Québec, Baromètre du marché résidentiel, 2^e trimestre 2016. http://www.fcig.ca/pdf/bar/bar_20162_prv.pdf

Les signes de surchauffe sont faibles au Québec. En effet, depuis 2012 – année au cours de laquelle des changements au niveau fédéral sont venus restreindre les conditions d'octroi des hypothèques assurées –, l'offre de propriétés à vendre a augmenté de façon importante, tandis que le niveau des ventes a diminué. Le taux d'inoccupation sur le marché locatif reflète la même réalité, avec une hausse marquée de l'offre au cours des dernières années.



Notons par contre que depuis 2015, les conditions de marché se sont légèrement resserrées, particulièrement dans la catégorie des propriétés unifamiliales dans la grande région de Montréal. Mais, dans l'ensemble, l'offre demeure élevée au Québec par rapport au niveau des ventes.

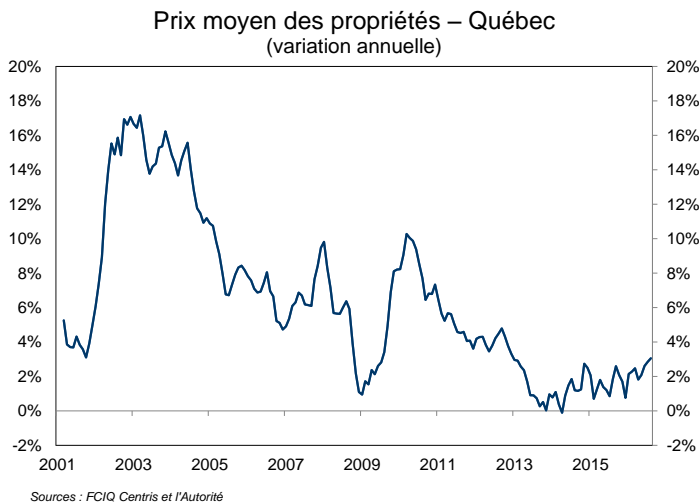
Accélération des prix

La croissance des prix est évidemment liée aux conditions de marché. Mais une accélération des prix excessive et persistante peut aussi refléter un certain niveau de spéculation, dans la mesure où l'accroissement des prix est également soutenu par des anticipations de hausses subséquentes, lesquelles s'auto-alimentent. Cette situation peut se traduire par une hausse insoutenable des prix et par un marché immobilier plus vulnérable à un choc défavorable sur la demande de logement.

En effet, les corrections immobilières sont typiquement précédées par des hausses de prix importantes sur de longues périodes. Les *crashes* des marchés de Vancouver et Toronto au début des années 90, par exemple, avaient été précédés de hausses annuelles supérieures à 20 % sur plusieurs années.

Les signes d'accélération des prix sont faibles au Québec. En effet, les prix des propriétés sont relativement stables depuis 2012. Plusieurs indicateurs de prix sont disponibles et tous affichent la même tendance.

Nous présentons ici le prix moyen des propriétés selon les données de la FCIQ. Cet indicateur démontre que les prix ont essentiellement progressé à un niveau proche de l'inflation ces dernières années, soit environ 2%. En termes réels, on peut donc affirmer que le prix des propriétés stagne au Québec.

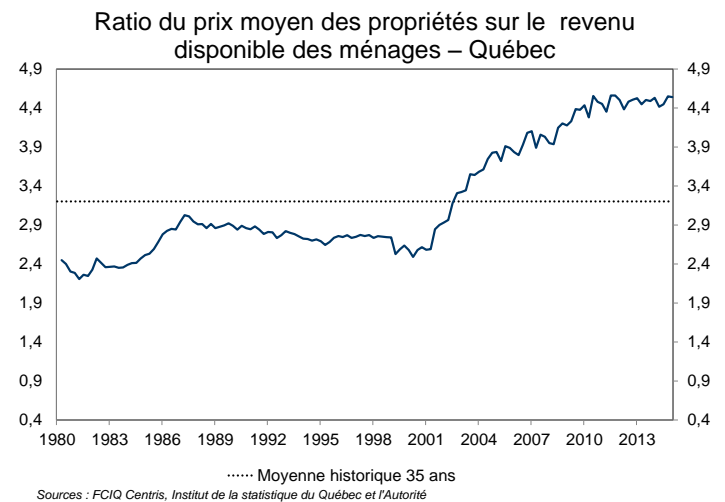


Surévaluation

La surévaluation fait référence à une situation où les prix des propriétés dévient de façon importante de ceux qui devraient prévaloir compte tenu de certains facteurs fondamentaux de nature économique et démographique. Selon de nombreuses études, dont certaines de la SCHL, les prix des propriétés sur de longues périodes sont fonction du revenu disponible des ménages, des coûts d'emprunt hypothécaire et de la croissance démographique. Les facteurs d'offre comme la rareté des terrains et les coûts de construction peuvent aussi avoir une incidence importante sur les prix, notamment dans les milieux urbains à forte densité.

Sur de plus courtes périodes par contre, les prix peuvent diverger de façon importante des facteurs fondamentaux. On observe historiquement un retour à la moyenne, c'est-à-dire que dans un contexte de surévaluation, par exemple, on peut s'attendre à terme à un réajustement relatif des prix à la baisse. Nous proposons ici deux indicateurs fondamentaux qui peuvent refléter une situation de surévaluation.

Notre premier indicateur est le ratio du prix moyen des propriétés sur le revenu des ménages. Ce ratio est reconnu comme étant un bon indicateur du niveau de vulnérabilité d'un marché immobilier à un choc économique. Selon cette mesure, le marché immobilier québécois semble surévalué. À des fins d'illustration, si ce ratio devait retourner à sa moyenne historique des derniers 35 ans, cela impliquerait une baisse des prix d'environ 22 % à l'échelle du Québec (en supposant un niveau de revenu constant). Un hypothétique retour à la moyenne de cette ampleur pourrait s'opérer graduellement, mais plus vraisemblablement de façon brutale.



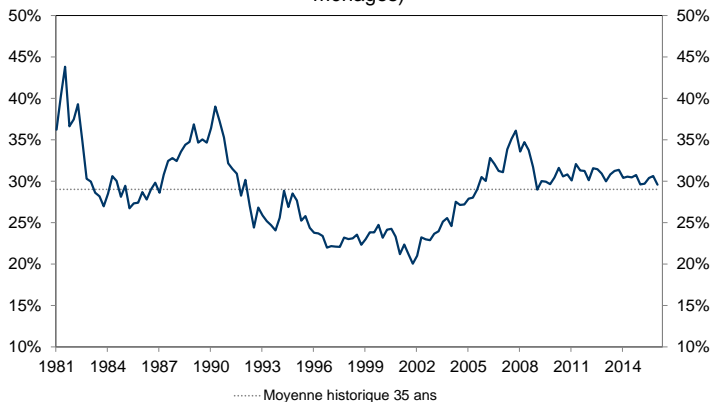
Une des principales lacunes de cet indicateur est qu'il ne prend pas en compte les coûts d'hypothèque. En effet, malgré la hausse importante des prix, les mensualités demeurent près de leur moyenne historique pour la moyenne des ménages.

Un deuxième indicateur de surévaluation vient combler cette lacune du premier. L'indice d'accessibilité à la propriété développé par l'Autorité permet d'estimer dans quelle mesure l'achat d'une propriété de valeur moyenne est abordable pour un ménage québécois typique.

Cet indice montre en effet que l'accessibilité demeure près de la moyenne des 35 dernières années. Cette observation vient tempérer la conclusion découlant de notre premier indicateur.

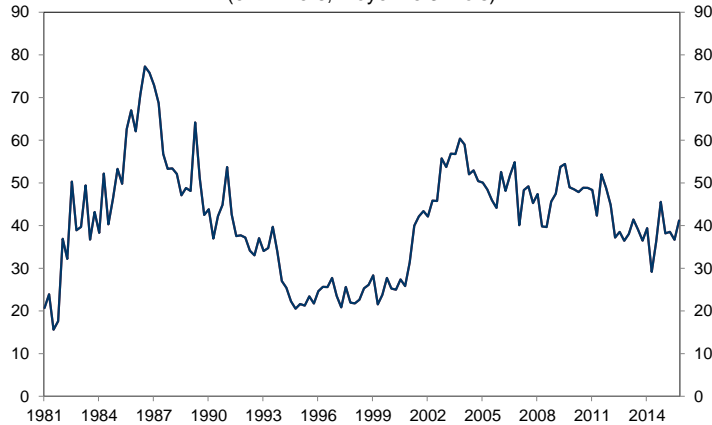
En tenant compte de l'ensemble de ces éléments, nous évaluons que les risques de correction immobilière découlant de la surévaluation sont modérés.

Indice d'accessibilité à la propriété – Québec
(coûts liés à la propriété sur le revenu disponible moyen des ménages)



Sources : Association canadienne de l'immobilier, FCIQ Centris, Statistique Canada et l'Autorité

Mises en chantier – Québec
(en milliers, moyenne 3 mois)



Sources : Société canadienne d'hypothèques et de logement et l'Autorité

Indice d'accessibilité à la propriété

Notre indice d'accessibilité à la propriété permet d'estimer, pour un ménage typique, les paiements associés à l'achat d'une propriété de valeur moyenne en proportion de son revenu disponible. Ces paiements incluent les versements hypothécaires (amortissement de 25 ans, mise de fonds de 20 %, taux moyens affichés 1 an et 5 ans, et valeur moyenne des propriétés selon FCIQ Centris), le chauffage et l'électricité (estimés à 1 % de la valeur de la propriété) ainsi que les taxes foncières.

Construction excessive

Une hausse des prix et de la demande est presque inévitablement accompagnée d'une hausse de la construction, ce qui contribue à terme à réduire les pressions à la hausse sur les prix. Mais une augmentation rapide des prix et de la demande peut aussi encourager un niveau de construction excessif par rapport à la demande sous-jacente, fondée notamment sur la croissance démographique et la formation des ménages.

Une construction excessive peut être le reflet d'un trop grand optimisme par rapport à la demande future. Cet effet est exacerbé par l'important décalage qui existe entre le moment où les décisions d'investissement sont prises et le moment où les propriétés sont complétées et disponibles à l'occupation. Les conditions de la demande peuvent changer de façon importante au cours de ce laps de temps, ce qui peut se traduire par une offre excessive, situation propice à une correction immobilière.

Nous proposons ici deux indicateurs de construction excessive : le niveau des mises en chantier et le nombre de propriétés complétées, mais invendues.

Fondamentalement, la demande nette de logement est largement fonction de la formation nette des ménages. Si le nombre de ménages augmente, de nouveaux logements doivent être construits pour combler la demande provenant de ces nouveaux ménages. Sur le long terme, on devrait donc s'attendre à ce que le nombre de mises en chantier soit similaire au nombre de nouveaux ménages sur un territoire donné.⁶

Pour la période de 2011 à 2016, le nombre de nouveaux ménages au Québec est estimé à environ 40 000 par année.⁷ Depuis le début de 2013, le nombre de mises en chantier se situe légèrement en deçà de 40 000, ce qui ne semble pas indiquer de construction excessive. De plus, les mises en chantier

⁶ Par contre, notons que l'un et l'autre n'ont pas à s'équivaloir parfaitement. D'une part, cette demande peut être palliée autrement. D'autre part, une portion des nouvelles constructions sert à remplacer une partie du stock existant et à répondre au déplacement des populations d'une région à l'autre.

⁷ Source : Institut de la statistique du Québec (ISQ). L'ISQ prévoit, selon son scénario de référence, que le nombre de ménages devrait croître de façon plus modeste de 2016 à 2021, soit d'environ 33 000 par année.

s'inscrivent en baisse depuis le début de l'année, et s'établissent maintenant à environ 36 000.

Par contre, de 2002 à 2012, le Québec a connu une progression importante de la construction avec une hausse des mises en chantier avoisinant les 50 000 logements par année. Une grande partie de cette hausse s'explique par la construction de condominiums, notamment sur l'île de Montréal. Le ralentissement de la demande en 2012 a ainsi mis en relief une offre de nouveaux logements excédentaire, tout particulièrement sur le plan des condominiums.

Cette hausse de la construction, conjuguée au ralentissement de la demande, a fait augmenter de façon importante le nombre de propriétés nouvellement achevées, mais invendues. Comme deuxième indicateur, nous proposons ainsi le ratio des propriétés complétées, mais invendues sur les niveaux des ventes. Cet indicateur est, en effet, en forte hausse depuis 2012.

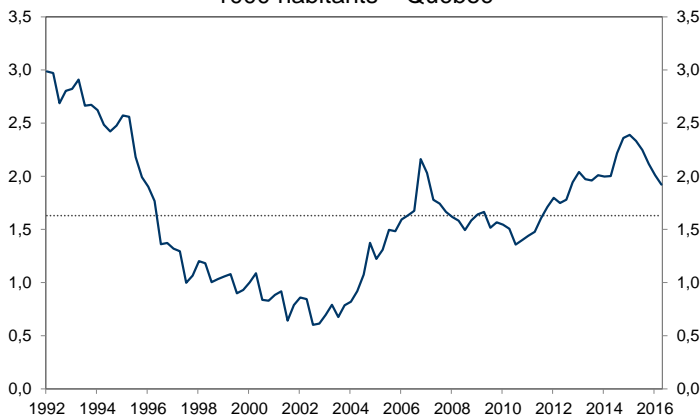
En somme, malgré le ralentissement de la construction depuis 2012, le marché immobilier québécois doit absorber une quantité importante de nouveaux logements, surtout des condominiums. Le nombre élevé de propriétés invendues représente sans équivoque une vulnérabilité importante du marché immobilier. Cette situation pourrait exacerber l'impact d'un éventuel choc exogène défavorable. Par contre, la baisse des mises en chantier au cours des dernières années est une tendance favorable qui vient réduire graduellement cette vulnérabilité.

En tenant compte de l'ensemble de ces éléments, nous évaluons que les risques de correction immobilière découlant de la construction excessive sont modérés.

Conclusion

Nous avons présenté dans ce court document des indicateurs qui nous permettent d'estimer la présence de conditions favorables à une correction immobilière. Ces indicateurs donnent un portrait somme toute contrasté du marché québécois, mais dans l'ensemble, nous estimons que les risques d'une correction immobilière sont modérés. Les signes de surchauffe et d'accélération des prix sont faibles. Par contre, le marché immobilier québécois présente certains signes de surévaluation et de construction excessive.

Ratio des propriétés achevées et invendues par 1000 habitants – Québec



Sources : Société canadienne d'hypothèques et de logement, Statistique Canada et l'Autorité

Annexe méthodologique

L'analyse des risques d'une correction immobilière que nous proposons dans ce document se fonde sur quatre facteurs de risque identifiés par la SCHL, qui rendent le marché immobilier vulnérable: la surchauffe, l'accélération des prix, la surévaluation et la construction excessive.

Pour analyser l'ensemble de ces facteurs de risque, nous proposons les indicateurs suivants :

- *Ratio du stock de propriétés à vendre sur les ventes* : moyenne des inscriptions des 12 derniers mois divisée par la moyenne des ventes des 12 derniers mois (données de la FCIQ)
- *Taux d'inoccupation des logements locatifs* : moyenne pondérée du taux d'inoccupation des logements des principales régions métropolitaines de recensement (RMR) du Québec (données de la SCHL)
- *Prix moyen des propriétés* : les données de 1981-1999 sont tirées du document « *Abordabilité : les propriétés au Québec sont-elles vraiment devenues inaccessibles ?* » (mars 2012) de la FCIQ, estimées à partir des données publiées par l'Association canadienne de l'immeuble. Les données subséquentes proviennent des données mensuelles publiées par la FCIQ
- *Ratio du prix des propriétés sur le revenu disponible des ménages* : prix moyen des propriétés divisé par le revenu disponible moyen des ménages (données de la FCIQ et de Statistique Canada)
- *Indice d'accessibilité à la propriété* : Coûts reliés à l'achat d'une propriété divisés par le revenu disponible moyen des ménages (données de la FCIQ et de Statistique Canada, et calculs de l'Autorité)

Les coûts de la propriété incluent :

- paiements hypothécaires mensuels (capital et intérêt) : mise de fonds de 20 %, amortissement de 25 ans, et moyenne des taux affichés 1 an et 5 ans
 - frais de chauffage et électricité : 1 % du prix moyen des propriétés
 - taxes foncières : calculées à partir du taux de taxation de l'arrondissement Ville-Marie de Montréal
- *Mises en chantier* : données publiées mensuellement par la SCHL
 - *Ratio des propriétés achevées et invendues par 1000 habitants* : la somme des propriétés achevées et invendues des principales RMR du Québec par 1000 habitants (données de la SCHL et de Statistique Canada)

En s'appuyant sur une analyse historique de l'évolution de ces indicateurs, nous proposons dans ce document une estimation des risques d'une correction immobilière pour le Québec. Il est important de noter que nous estimons ici uniquement les niveaux de vulnérabilité. Rappelons qu'un risque est habituellement défini comme étant la combinaison d'une vulnérabilité observée et d'un potentiel élément déclencheur (en l'occurrence, un choc économique).

En effet, les risques d'une correction immobilière ne se matérialiseraient probablement pas en l'absence d'un choc économique, tel qu'une hausse marquée des taux d'intérêt ou un ralentissement sévère de l'économie. Les probabilités d'occurrence d'un tel choc sont difficiles à mesurer et ne font pas l'objet d'une analyse spécifique dans ce document.

Néanmoins, en analysant l'ampleur et la persistance des variations des indicateurs que nous avons identifiés par rapport à leurs moyennes historiques, il est possible d'estimer la présence de conditions propices à une correction immobilière. Nous accordons une importance particulière aux indicateurs qui dévient de façon importante et sur de longues périodes de leurs moyennes.

Nous résumons le fruit de cette analyse en assignant une cote de risque faible (verte), modérée (jaune) ou élevée (rouge) à chacun des facteurs de risque. L'assignation de ces cotes s'appuie sur des études statistiques établissant des liens entre les niveaux de nos indicateurs et l'occurrence de corrections immobilières au Canada au cours des dernières décennies.⁷

Évidemment, il n'existe pas d'indicateur parfait permettant de prédire une correction immobilière. Ces indicateurs doivent être interprétés dans un contexte plus large qui tient notamment compte du contexte économique et institutionnel de même que de certaines particularités géographiques. Conséquemment, l'assignation des cotes s'appuie aussi dans une certaine mesure sur le jugement d'experts.

Finalement, la cote de risque globale correspond à notre estimation du risque de correction immobilière dans son ensemble en s'appuyant sur notre estimation des quatre facteurs de risque.

Philippe Bergevin
Catherine Morin
Autorité des marchés financiers

⁷ Voir : RBC Economics, *Canadian Housing Health Check*, mai 2016; et SCHL, *Évaluation du marché de l'habitation – Canada* (Annexe sur la méthodologie), deuxième trimestre de 2016.

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.