

# REVUE

ÉCONOMIQUE et FINANCIÈRE

3<sup>e</sup> trimestre 2017

Direction principale  
des affaires internationales  
et vigie stratégique

16 octobre 2017

## TABLE DES MATIÈRES

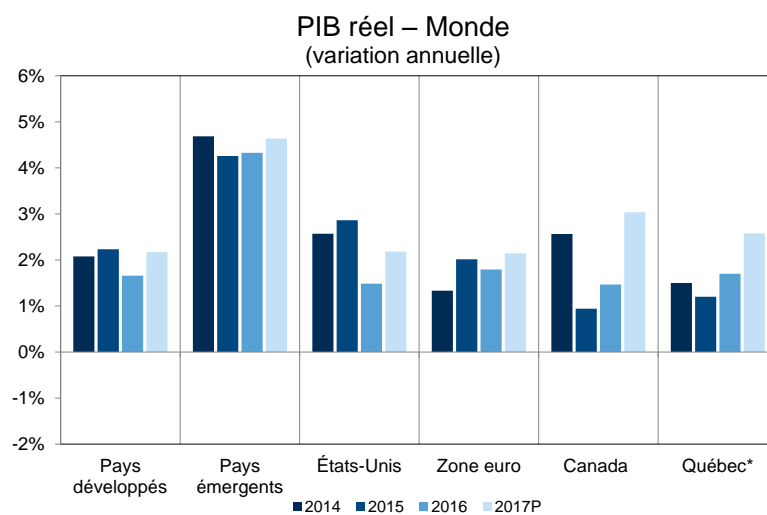
<b>Faits saillants</b>	<b>1</b>
<b>Contexte économique</b>	<b>2</b>
<b>Monde</b> .....	<b>2</b>
<b>États-Unis</b> .....	<b>3</b>
<b>Québec</b> .....	<b>6</b>
<b>Revue des marchés financiers</b>	<b>9</b>
<b>Marchés boursiers</b> .....	<b>9</b>
<b>Marchés obligataires</b> .....	<b>10</b>
<b>Encadré: Réduction de la taille du bilan de la Fed – Quels seront les impacts?</b> .....	<b>13</b>

Mario Houle, chef économiste  
Philippe Bergevin, économiste principal  
Alexandre d’Aragon, économiste principal  
Catherine Morin, économiste  
Léa Leduc Berryman, économiste

Dépôt légal - Bibliothèque et Archives nationales du Québec, 2017  
ISSN 2371-2333

## FAITS SAILLANTS

- L'économie mondiale se raffermi depuis le début de 2017. La croissance est synchronisée et largement répartie. La production industrielle mondiale est à la hausse et le commerce mondial se redresse.
- Tandis que l'économie de la zone euro se raffermi, celle du Royaume-Uni s'essouffle. Les négociations sur le retrait de l'Union européenne avancent péniblement.
- Aux États-Unis, la croissance de l'économie s'est accélérée au deuxième trimestre et s'appuie toujours largement sur les dépenses de consommation. La Réserve fédérale a annoncé son intention de réduire la taille de son bilan de façon graduelle dès octobre.
- La reprise économique canadienne s'accélère sans cesse depuis un an, forçant la main de la Banque du Canada, qui a relevé son taux directeur à deux reprises.
- L'économie du Québec a affiché une solide croissance au cours des six premiers mois de l'année. La progression de l'emploi depuis un an maintient le taux de chômage près de son creux historique.
- Les rendements obligataires à long terme ont fait du surplace au troisième trimestre. Le marché obligataire canadien fait toutefois exception, avec une hausse marquée des taux longs, reflétant une économie beaucoup plus dynamique qu'escompté et un changement de ton de la Banque du Canada.
- Les marchés boursiers mondiaux ont connu un autre trimestre de hausse. L'embellie de l'économie mondiale semble toujours primer sur les tensions géopolitiques.



\* Pour 2017, moyenne des prévisions des institutions financières canadiennes  
Sources : Fonds monétaire international, Institut de la statistique du Québec et l'Autorité

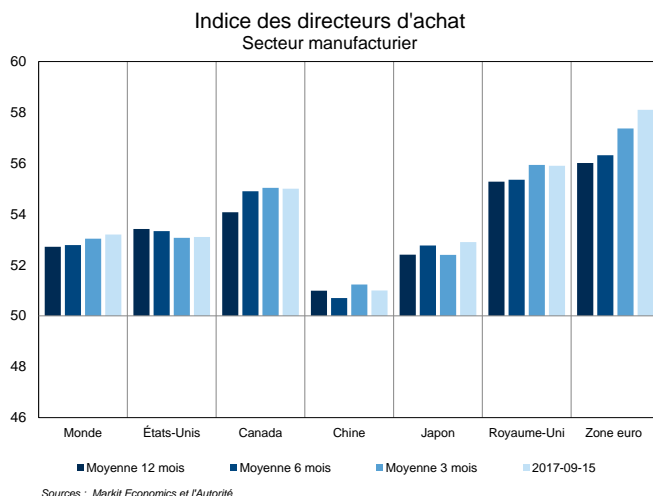
## CONTEXTE ÉCONOMIQUE

### MONDE

La croissance de l'économie mondiale se raffermi depuis le début de 2017, et le PIB mondial pourrait bien afficher sa plus solide performance des quatre ou cinq dernières années. Certes, l'économie mondiale n'affiche pas les taux de croissance record de la décennie 2000, mais elle affiche une croissance synchronisée et largement répartie, comme on ne l'avait pas vu depuis cette époque.

Signe d'un raffermissement généralisé de la conjoncture, la production industrielle mondiale augmente sans cesse depuis le début de l'année. L'amélioration de la conjoncture se traduit également par un redressement du commerce mondial. De fait, après avoir fait du surplace en 2016, les exportations mondiales sont en hausse de 5 % depuis le début de l'année, et ce, en dépit du climat protectionniste.

De leur côté, les indices des directeurs d'achat sont à un niveau jugé élevé et compatible avec une croissance économique plus forte. Dans certains cas, la tendance au cours des derniers mois est à la hausse, notamment dans la zone euro.

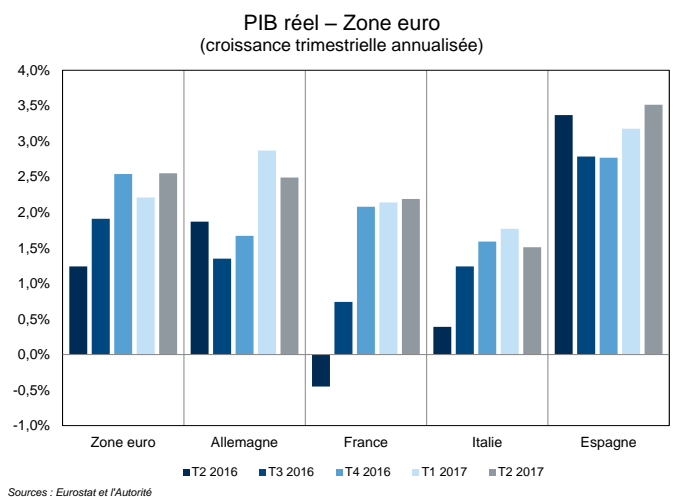


Aux États-Unis, la reprise économique ne se dément pas et la Réserve fédérale poursuit la normalisation de sa politique monétaire. Ainsi, après avoir haussé ses taux à trois reprises au cours des douze derniers mois, la Réserve fédérale américaine a annoncé

qu'elle entend maintenant réduire la taille de son bilan à partir d'octobre. La Banque du Canada a emboîté le pas au troisième trimestre en haussant son taux directeur de 25 points de base à deux reprises.

Sur le plan commercial, la renégociation de l'Accord de libre-échange nord-américain (ALÉNA) a débuté en août et les discussions s'annoncent difficiles étant donné les positions protectionnistes de Washington. Le Département du Commerce américain a d'ailleurs donné le ton en imposant d'importants droits compensatoires dans les secteurs du bois d'œuvre et de l'aéronautique canadiens.

Dans la zone euro, l'économie surprend par sa vigueur. Le PIB a affiché une croissance annualisée de 2,5 % au deuxième trimestre, du jamais vu depuis 2011. L'Allemagne assure toujours son rôle de locomotive, mais la croissance s'avère assez bien répartie au sein de la zone euro. L'Espagne affiche les taux de croissance les plus élevés parmi les grands pays de la zone tandis que la reprise se confirme et se raffermi en Italie.



La Banque centrale européenne (BCE) demeure néanmoins prudente et laisse entrevoir un retrait très graduel de son programme d'achat d'actifs. Il semble toutefois hors de question pour le moment de relever

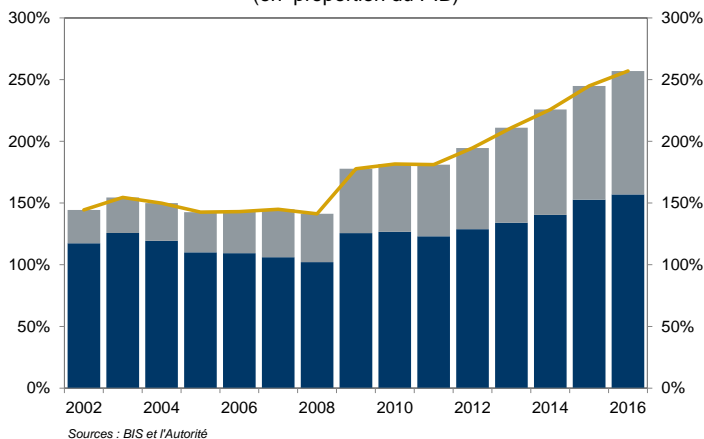
le taux directeur qui campe toujours à 0 % depuis plus d'un an. En effet, le taux d'inflation fondamentale oscille toujours autour de 1 % et l'inflation totale demeure encore loin de la cible de 2 % de la BCE.

Tandis que l'économie de la zone euro se raffermi, celle du Royaume-Uni s'essouffle. Depuis le vote sur le Brexit, le Royaume-Uni est passé en queue de peloton des économies du G7 au chapitre de la croissance. Les négociations sur le retrait de l'Union européenne avancent péniblement. Bruxelles semble en position de force afin d'exiger d'abord le règlement du divorce, avant de discuter avec Londres d'un futur accord commercial.

En Chine, la croissance annuelle du PIB s'est stabilisée à 6,9 % au premier semestre alors que l'accélération de la demande mondiale a profité aux exportations chinoises. On dénote au cours des derniers mois une reprise de la production industrielle, en raison notamment d'une hausse des dépenses d'investissement dans les infrastructures de l'État.

Le niveau d'endettement demeure une source d'inquiétude. En effet, l'endettement des secteurs public et privé a considérablement augmenté au cours des dix dernières années, et se chiffre maintenant à plus de 250 % du PIB. Cette situation rend l'économie chinoise plus vulnérable à un choc exogène défavorable, d'autant plus qu'une part de plus en plus importante du crédit est allouée par le secteur bancaire parallèle.

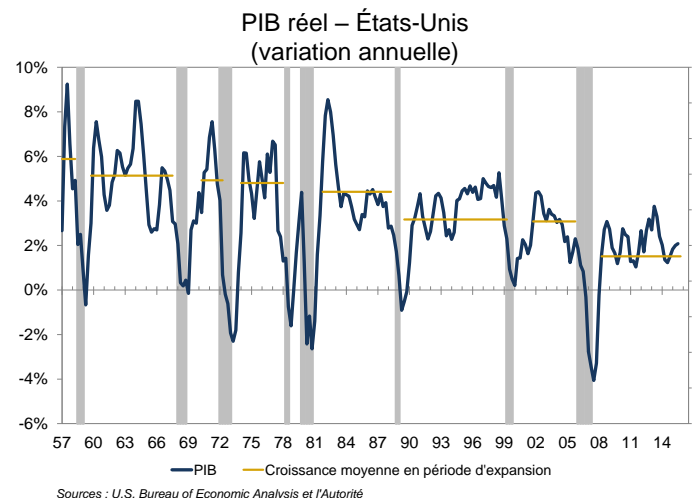
Dettes des secteurs public et privé – Chine  
(en proportion du PIB)



Enfin, les marchés boursiers mondiaux ont connu un autre trimestre de hausse. L'embellie de l'économie mondiale semble en effet avoir primé sur les tensions géopolitiques, notamment avec la Corée du Nord. Les prix du pétrole ont gagné plus de 20 % en raison de la réduction de la production de l'OPEP, de la hausse de la demande chinoise, des perturbations causées par l'ouragan Harvey aux États-Unis et par le référendum sur l'indépendance du Kurdistan irakien au Moyen-Orient.

## ÉTATS-UNIS

Aux États-Unis, la croissance s'accélère depuis le début de l'année, mais demeure près de la moyenne enregistrée au cours de l'actuelle période d'expansion.



Le PIB réel a ainsi affiché une croissance de 3,0 % en rythme annualisé au deuxième trimestre, après s'être limité à une cadence plus faible de 1,2 % durant les trois premiers mois de l'année.

L'augmentation du PIB a été une fois de plus largement tributaire des dépenses de consommation et, dans une moindre mesure, des investissements privés et des exportations nettes.

Le fait le plus marquant cette année a été sans contredit le raffermissement des investissements des entreprises, qui est survenu après plusieurs trimestres de contraction. L'accélération de la croissance des profits, le raffermissement de la reprise économique mondiale, mais surtout, un retour

à la pleine utilisation des ressources militent en faveur d'une accélération de la croissance des dépenses en capital du secteur privé au cours des trimestres à venir.

Les aléas du climat, qui ont durement touché le sud des États-Unis le mois dernier, auront un effet perceptible sur l'activité économique. Tout d'abord, une interruption temporaire de la production dans les régions les plus touchées retranchera quelques points à la croissance du PIB dans l'immédiat. Par la suite, la phase de reconstruction et de rattrapage de la production des zones touchées fera rebondir l'activité économique au cours des mois subséquents. Par conséquent, les données économiques seront plus difficiles à interpréter.

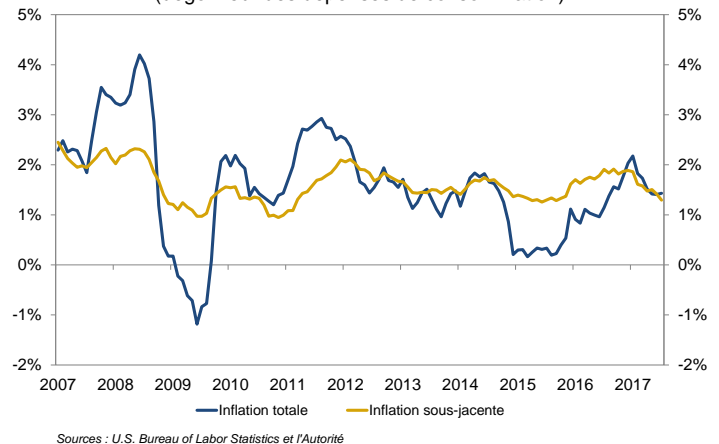
De fait, les ouragans ont eu un impact immédiat sur le marché du travail. Il s'est perdu 33 000 emplois aux États-Unis en septembre. Le taux de chômage a néanmoins reculé pour s'établir à 4,2 %, son plus bas niveau depuis 2001.

Malgré une croissance économique plus ferme et une économie pratiquement au plein-emploi, l'inflation demeure faible et en dessous de la cible de 2 % fixée par la Réserve fédérale. L'évolution récente des prix démontre même une tendance à la baisse.

Pourtant, une situation de plein-emploi a conduit inévitablement par le passé à l'émergence de pressions inflationnistes. Cette énigme constitue un casse-tête pour la Réserve fédérale.

En effet, si la faible inflation résulte de facteurs transitoires ou temporaires, tels que la baisse marquée des prix de certains produits, la Fed ne déviara pas de son objectif de retrait graduel de la détente monétaire en place. Si, par contre, elle devait résulter de facteurs structurels, le relèvement des taux d'intérêt pourrait être beaucoup plus graduel.

Taux d'inflation – États-Unis  
(dégonfleuse des dépenses de consommation)



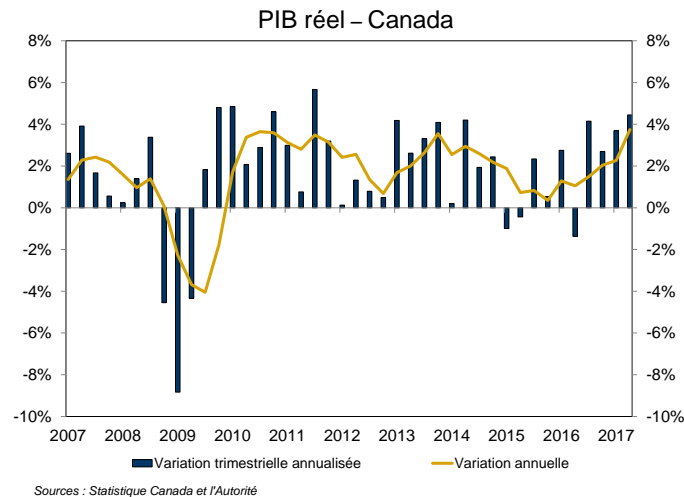
Nous sommes plutôt enclins à croire que les liens entre l'activité économique et l'inflation sont bien réels, mais variables, tant par leur ampleur que par les délais de transmission. La situation de plein-emploi, si elle persiste, se traduira tôt ou tard par une accélération des salaires et l'émergence de pressions inflationnistes en amont, qui devront être contenues par une politique monétaire plus ferme.

Toutefois, malgré les trois hausses du taux directeur, totalisant 75 points de base depuis la fin de 2016, les conditions financières au sein de l'économie américaine sont demeurées très souples en raison d'un repli des taux obligataires et de conditions de financement plus accommodantes pour les entreprises sur le marché des capitaux. Les hausses successives du taux directeur n'ont donc peut-être pas retranché le degré de détente monétaire souhaité.

Avec un taux de chômage aussi faible, une accélération des salaires dans les mois à venir semble très probable. Cela pourrait se traduire par des pressions inflationnistes plus intenses et conduire la Fed à devancer 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

La croissance de l'économie canadienne s'est accélérée une fois de plus pour s'établir à 4,5 % en rythme annualisé au deuxième trimestre.



La vigueur des dépenses de consommation continue d'être le principal moteur de la croissance économique. Ainsi, la consommation a affiché une hausse de 4,6 % en rythme annualisé, soutenue par une forte hausse de l'emploi et du revenu disponible.

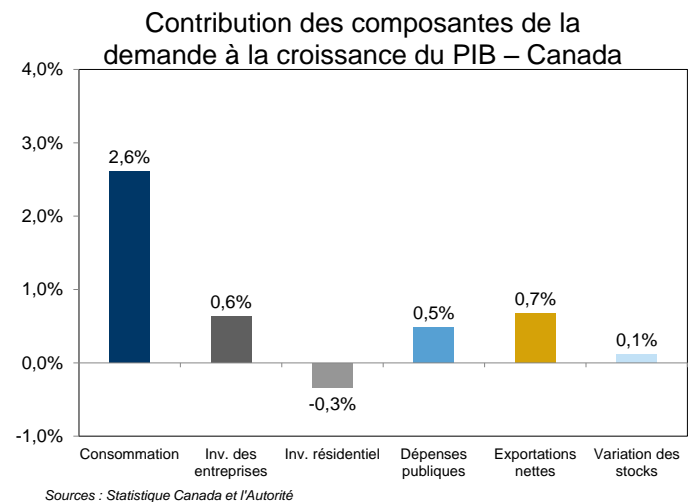
Les investissements des entreprises ont augmenté de 7,1 % en rythme annualisé. Les investissements ont ainsi affiché une première augmentation sur une base annuelle après un repli continu, qui aura duré plus de deux ans. L'augmentation de 11,1 G\$ des stocks des entreprises aura par ailleurs eu peu d'impact sur la croissance économique.

Les exportations nettes ont contribué positivement, mais faiblement à la croissance économique au deuxième trimestre. Les données plus récentes sur le commerce extérieur démontrent un certain recul des exportations, une tendance qui devra faire l'objet d'un suivi au cours des prochains mois. En effet, des facteurs structurels continuent de peser sur la croissance des exportations canadiennes, et l'appréciation récente du dollar canadien face au dollar américain pourrait nuire à la reprise des livraisons vers l'étranger.

Par ailleurs, alors que la renégociation de l'ALÉNA se poursuit, l'Accord économique et commercial global avec l'Union européenne est entré en vigueur le 21

septembre et son impact sur l'économie canadienne se concrétisera peu à peu.

L'investissement résidentiel a pour sa part affiché un recul de 4,7 % en rythme annualisé. La nouvelle réglementation entrée en vigueur en avril en Ontario<sup>1</sup> n'est sans doute pas étrangère à cette baisse, et les mesures réglementaires proposées par le Bureau du surintendant des institutions financières<sup>2</sup>, si elles sont adoptées, pourraient venir ralentir davantage le marché immobilier canadien dans les prochains mois.



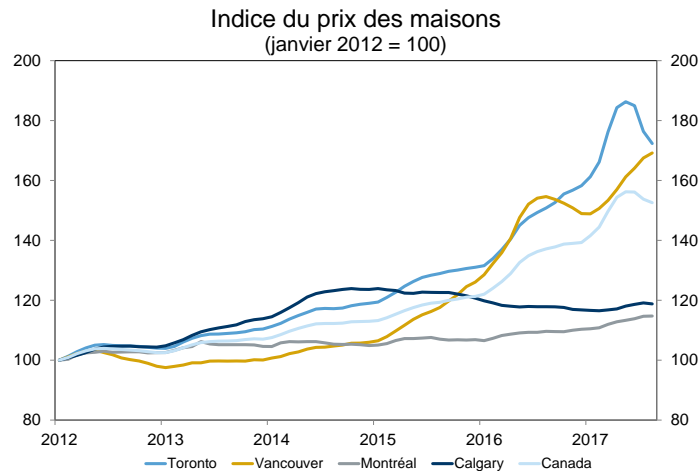
Les données plus récentes suggèrent que le ralentissement du marché immobilier n'est toutefois pas assuré: la croissance des indices de prix des logements demeure importante dans certains marchés, notamment Vancouver, et bien que les mises en chantier aient diminué au Canada en septembre, les mises en chantier ont augmenté d'un trimestre à l'autre. Alors que le marché de Vancouver a ralenti après l'adoption de mesures macroprudentielles en 2016, il a toutefois rebondi et atteint actuellement de nouveaux sommets. Le marché de Toronto, bien qu'il ait également ralenti

<sup>1</sup> Les nouvelles mesures comprennent notamment l'imposition d'une taxe aux investisseurs étrangers, l'imposition d'une taxe sur les logements vacants, et le contrôle des hausses de prix des logements.

<sup>2</sup> Ces mesures comprennent notamment l'obligation d'effectuer une simulation de crise sur les prêts non assurés et l'exigence relative à l'adoption de ratios prêt-valeur dynamiques et adaptés à la conjoncture du marché local.

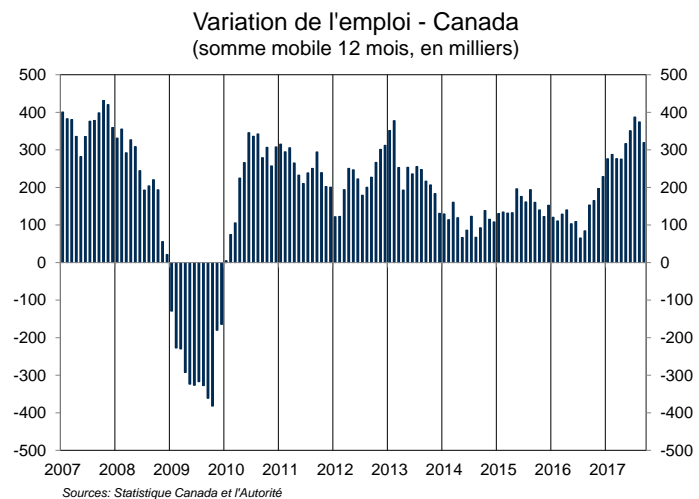
plus récemment, pourrait lui aussi rebondir dans les mois à venir.

Le secteur demeure donc à surveiller dans les prochains mois, notamment à la suite des hausses du taux directeur de juillet et de septembre.



Sources : Association canadienne de l'immobilier et l'Autorité

Le marché du travail canadien est demeuré vigoureux au deuxième trimestre. En effet, il s'est créé plus de 320 000 emplois au Canada dans les douze derniers mois, ce qui correspond à près de 27 000 nouveaux emplois en moyenne par mois. En outre, le taux de chômage s'établissait à 6,2 % en septembre, un niveau qui n'avait pas été atteint depuis octobre 2008.



Sources : Statistique Canada et l'Autorité

La croissance de l'économie canadienne devrait se poursuivre au cours de la deuxième moitié de l'année, mais à un rythme plus modéré. La plupart des prévisionnistes ont tout de même relevé leur estimation de la croissance de l'économie en 2017 à

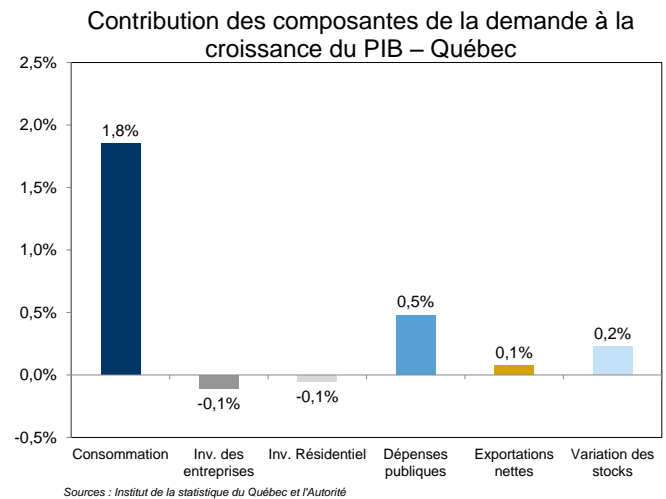
environ 3 %, ce qui constituerait la croissance la plus élevée en six ans.

La Banque du Canada estimait d'ailleurs que la marge de capacités excédentaires se situait entre 0 % et 1 % au deuxième trimestre, contre 1,5 % et 2,5 % un an auparavant.

La conduite de la politique monétaire sera vraisemblablement tributaire de plusieurs facteurs, notamment l'impact des hausses récentes du taux directeur et de l'appréciation du dollar canadien. Au final, l'évolution de l'inflation, actuellement sous la cible de 2 %, sera déterminante.

## QUÉBEC

L'économie du Québec a perdu un peu de vigueur au deuxième trimestre, mais a tout de même présenté une croissance de 2,5 % en rythme annualisé. La progression du PIB au cours de la première moitié de l'année a été substantielle et bien au-delà du rythme de croissance que peut soutenir l'économie du Québec à long terme.

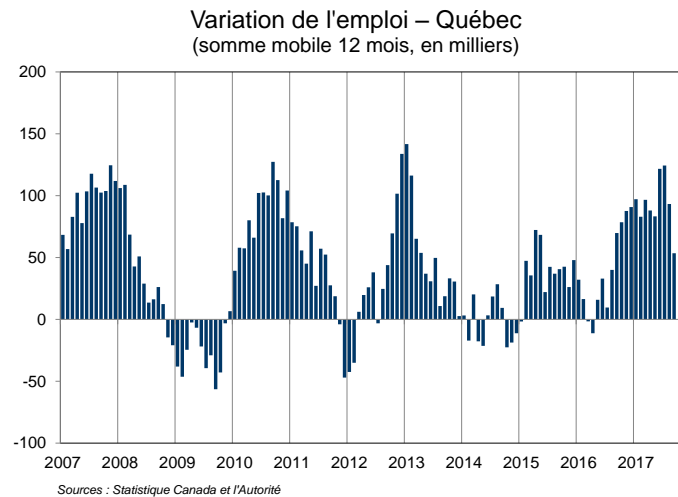


Sources : Institut de la statistique du Québec et l'Autorité

Tout comme lors des trimestres précédents, la croissance de l'économie s'est appuyée en grande partie sur les dépenses de consommation des ménages. En effet, malgré un léger ralentissement, les dépenses de consommation demeurent le pilier principal de la croissance.



Le dynamisme du marché du travail y fut pour beaucoup avec la création de 39 400 emplois au deuxième trimestre. Cependant, le marché du travail a ralenti la cadence et affiché une perte nette de 8 900 emplois au cours des trois derniers mois. Au total, près de 54 000 emplois ont été créés depuis 12 mois et le taux de chômage se situait à 6 % à la fin du troisième trimestre.

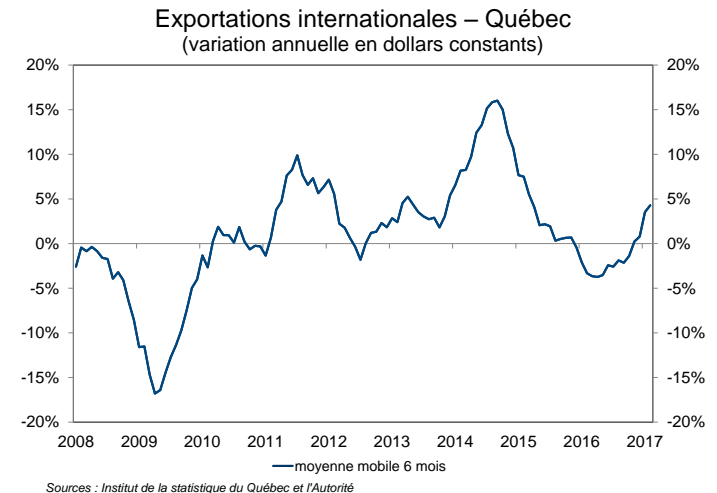


Les investissements des entreprises évoluent en dents de scie et il est encore difficile de dégager une tendance claire. Après avoir enregistré un gain substantiel de 8,6 % en rythme annualisé au premier trimestre, ils se sont repliés de 1,4 % au deuxième. Les investissements en machines et matériel ont continué de bien faire, tandis que la construction non résidentielle continue de diminuer.

La croissance de la demande intérieure est donc demeurée ferme, soutenue principalement par la consommation, mais également, quoique dans une moindre mesure, par les dépenses publiques, qui affichent une croissance constante depuis la fin de 2016.

Sur le plan sectoriel, les industries de la finance et de l'assurance, du transport et de l'entreposage, ainsi que du commerce de détail sont toujours en tête de peloton. Le secteur de la construction a connu un repli, sans doute en raison de la grève de la construction de mai dernier, mais devrait se redresser au troisième trimestre.

Les exportations internationales ont connu des difficultés au cours des deux dernières années, mais elles se redressent depuis peu. En effet, elles ont augmenté de 4,9 % sur un an.



La reprise des exportations à peine amorcée, le secteur extérieur québécois pourrait faire face à des nouveaux obstacles. La renégociation de l'ALÉNA et l'appréciation du dollar canadien pourraient freiner les livraisons vers l'étranger.

L'amélioration du marché du travail ainsi que la vitalité de l'économie du Québec ont eu un effet positif sur le marché immobilier. Les mises en chantier ont augmenté, les ventes sont en hausse et les inscriptions ont légèrement diminué. De fait, le prix moyen des propriétés sur le marché de la revente a augmenté de 7 % depuis le début de l'année, soit la hausse la plus importante des cinq dernières années.

Les craintes d'un ralentissement du marché immobilier québécois à la suite des mesures macroprudentielles d'octobre 2016 se sont largement estompées.

Par contre, les hausses du taux directeur de la Banque du Canada se traduiront tôt ou tard par un relèvement des taux hypothécaires ayant pour effet de ralentir le marché immobilier.

Dans un autre ordre d'idée, il faudra surveiller si les nouvelles mesures macroprudentielles instaurées en Ontario au printemps auront pour effet de rediriger les investisseurs étrangers vers le marché montréalais.

L'économie du Québec a crû à un rythme soutenu au cours de la première moitié de 2017. En maintenant la cadence d'ici la fin de l'année, la croissance pourrait s'établir au-dessus de 2 % pour l'ensemble de 2017.

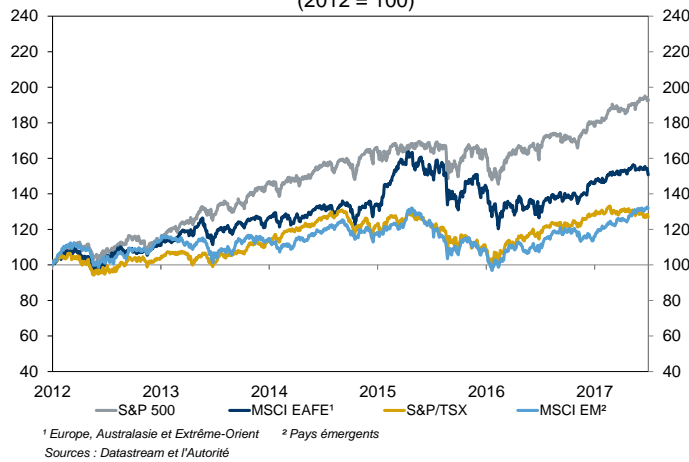
Toutefois, considérant le niveau élevé d'endettement des ménages, le Québec ne pourra pas toujours s'appuyer sur la consommation des ménages afin d'assurer sa croissance économique et devra pouvoir s'appuyer sur des sources de croissance plus diversifiées.

# REVUE DES MARCHÉS FINANCIERS

## MARCHÉS BOURSIERS

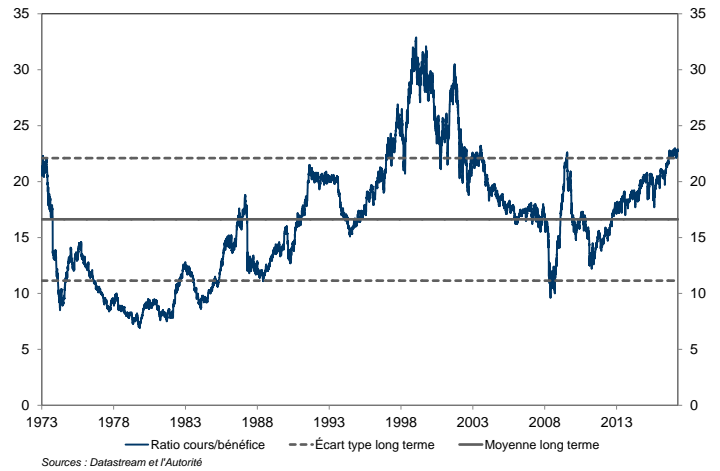
La plupart des principaux indices boursiers s'inscrivent en hausse depuis le début de l'année, tendance qui s'est confirmée au troisième trimestre. Le MSCI All Country World Index enregistre un rendement d'environ 3,9 % au troisième trimestre, et de 11,9 % depuis le début de l'année. La confiance des investisseurs a été stimulée par l'embellie de l'économie mondiale et des bénéfices des entreprises, et peu ébranlée par les tensions géopolitiques.

Principaux indices boursiers  
(2012 = 100)



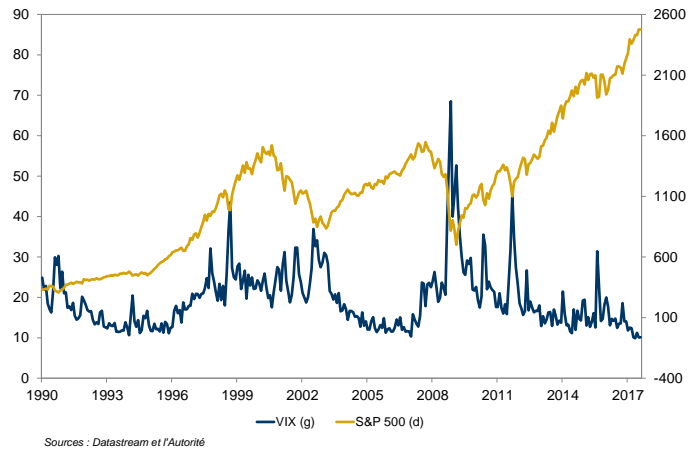
Les marchés boursiers américains ont atteint de nouveaux sommets au cours du troisième trimestre, si bien que le S&P 500 affiche un rendement de 12,5 % depuis le début de l'année. L'indice a notamment bénéficié de la hausse des bénéfices des entreprises, elle-même soutenue par la vigueur de l'économie mondiale et par la faiblesse du dollar américain. Par contre, les valorisations sont aussi en hausse. Le ratio cours/bénéfices (période mobile de 12 mois) se situe maintenant près de 23, soit bien au-delà de la moyenne historique.

Ratio cours/bénéfice – S&P 500



Les marchés boursiers américains ont initialement réagi de façon négative aux premiers signes de tension liés à la Corée du Nord, mais cet effet s'est rapidement estompé. Les marchés semblent aussi avoir fait fi des risques associés aux aléas de la politique américaine. En fait, la volatilité du S&P 500, selon l'indice VIX du CBOE, se situe maintenant à un niveau extrêmement faible.

Corrélation inversée entre le VIX et l'indice S&P 500



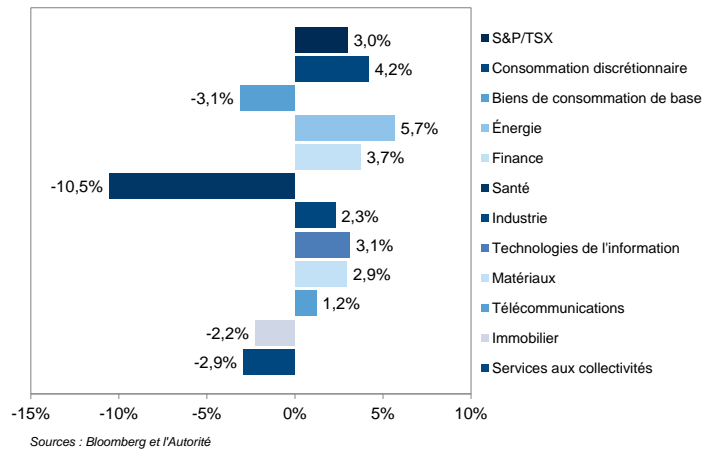
Il est normal de voir la volatilité diminuer lors d'épisodes de marché haussier, mais le VIX atteint maintenant un niveau inégalé depuis le début des années 90. Certains y voient un signe de complaisance de la part des investisseurs face aux risques de correction des marchés. Une chose est certaine : le présent marché haussier américain est l'un des plus longs de l'histoire moderne.

Les marchés émergents continuent aussi de se démarquer. Le MSCI Emerging Markets affiche un rendement de 6,7 % au troisième trimestre, et de 21,3 % depuis le début de l'année. Les marchés émergents ont grandement bénéficié de la faiblesse du dollar américain et de la relative stabilité des taux d'intérêt au sein des économies avancées. Ils demeurent par contre vulnérables à un revirement de ces tendances, ce qui pourrait entraîner un retrait massif des investisseurs étrangers.

Au Canada, un rebond du prix du pétrole a permis au S&P/TSX d'afficher un rendement de 3 % au troisième trimestre. Pour l'ensemble de l'année, le TSX se situe tout de même en queue de peloton parmi les principaux indices. Malgré un troisième trimestre positif, le secteur de l'énergie demeure en territoire négatif par rapport au niveau de début d'année. Par ailleurs, l'endettement des ménages et les risques de correction dans le secteur de l'immobilier continuent de réduire les attentes quant à la rentabilité des institutions financières.

Finalement, les entreprises québécoises transigées sur le TSX ont affiché une performance similaire à l'ensemble de l'indice au troisième trimestre, selon l'Indice Morningstar Québec Banque Nationale. Sur l'ensemble de l'année, celles-ci font meilleure figure avec un rendement d'environ 9 %, grâce notamment aux secteurs de la consommation discrétionnaire et industriel.

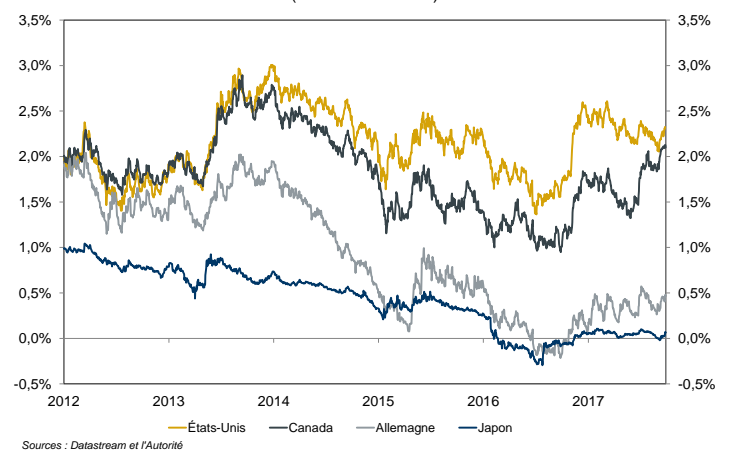
Rendement des principaux sous-indices du S&P/TSX (T3 2017, variation trimestrielle)



## MARCHÉS OBLIGATAIRES

Les rendements à long terme au sein des principaux marchés obligataires ont évolué en dents de scie au troisième trimestre et se situent au final essentiellement au même niveau qu'il y a trois mois. Par contre, le Canada fait figure d'exception avec une hausse marquée de ses rendements obligataires, reflétant une économie beaucoup plus dynamique qu'escompté.

Rendement des obligations gouvernementales (échéance 10 ans)



Aux États-Unis, le rendement sur les obligations américaines 10 ans se situait en fin de trimestre à 2,3 %, en baisse d'environ 30 points de base par rapport à son sommet de début d'année. Les rendements de court terme ont quant à eux légèrement augmenté depuis le début de l'année, grâce à deux hausses de taux de la Fed, si bien que la courbe de rendement s'est passablement aplatie.

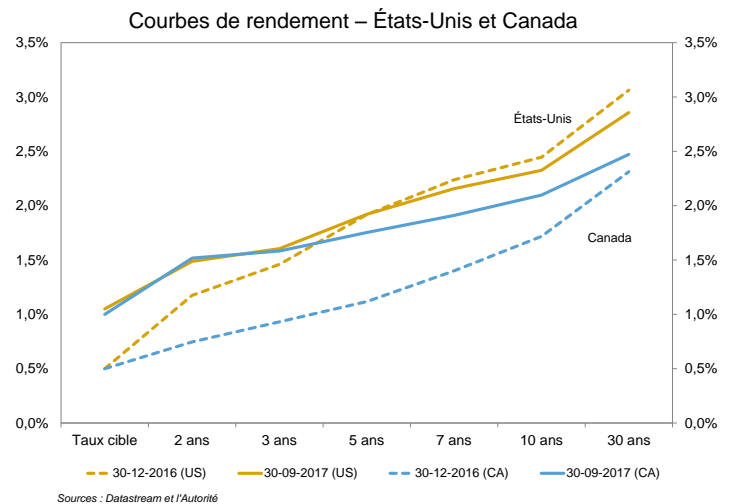
Pourtant, l'économie américaine continue de tourner à plein régime, ce qui aurait pu normalement se traduire par une hausse plus généralisée des rendements. Plusieurs éléments sont toutefois venus tempérer cette hausse.

Premièrement, l'inflation tarde à se manifester. Le taux d'inflation demeure bien en dessous de la cible de 2 % que fixe la Fed et a même affiché une tendance à la baisse au cours des derniers mois.

Par ailleurs, les marchés ne croient plus la Maison-Blanche capable d'adopter des politiques expansionnistes de nature à raviver l'inflation. Ces doutes se reflètent notamment dans les attentes inflationnistes, qui ont reculé près des niveaux d'avant l'élection américaine de novembre 2016.

Les investisseurs tablent donc sur des hausses très modestes du taux des fonds fédéraux américains. D'ici la fin de 2018, les investisseurs s'attendent à une hausse d'environ 45 points de base selon les contrats à terme, comparativement à 100 points de base selon les prévisions des dirigeants de la Fed.

Finalement, la Banque du Japon et la BCE continuent d'intervenir massivement dans les marchés obligataires dans le cadre de leurs programmes d'assouplissement quantitatif, bien que cette dernière ait commencé à suggérer un retrait graduel de son programme. Par effet de vases communicants, ces interventions continuent de tirer à la baisse les rendements obligataires américains.



Dans la mesure où l'économie américaine devrait continuer de croître à un rythme soutenu, la poursuite d'une normalisation graduelle de la part de la Fed semble inévitable à moyen terme, ce qui devrait éventuellement pousser à la hausse les taux longs aux États-Unis.

Au Canada, la vigueur inattendue de l'économie canadienne a poussé la Banque du Canada à augmenter son taux directeur à deux reprises au cours du troisième trimestre, ce qui a eu des répercussions importantes sur les marchés obligataires. Ainsi, l'ensemble de la courbe des rendements canadiens a bondi au cours des derniers mois.

Pas plus tard qu'en avril dernier, le ton de la Banque du Canada était très prudent au sujet de la conjoncture économique au Canada. Cependant, défiant les pronostics, l'économie canadienne a finalement continué sur sa lancée, tant et si bien qu'elle devrait offrir la meilleure performance du G7 en 2017.

L'inflation demeure toutefois tempérée au Canada, ce qui donne une marge de manœuvre considérable à la Banque du Canada afin de procéder de façon graduelle à d'éventuels resserrements monétaires.

Cette divergence dans l'évolution des rendements obligataires entre le Canada et les États-Unis se reflète dans la valeur du dollar canadien, qui a augmenté d'environ 4 % au cours du trimestre. Il faut dire par ailleurs que le dollar américain fait piètre figure par rapport à la plupart des principales monnaies depuis le début de l'année. En effet, l'indice du dollar américain par rapport à un panier de devises a reculé de l'ordre de 10 % depuis janvier, ce qui représente le plus important mouvement baissier observé en plus de cinq ans.

Évolution de l'indice du dollar américain face aux principales devises (pondéré en fonction des échanges commerciaux)



### Rendement des marchés

Marchés boursiers											
		Niveau		Variation en pourcentage						12 derniers mois	
		2017-09-29	1 mois	3 mois	6 mois	9 mois	1 an	3 ans*	5 ans*	Min	Max
MSCI World		1 511	2,8	3,5	5,6	10,8	15,7	6,8	10,6	1 265	1 511
MSCI Europe		1 601	3,4	3,0	3,5	9,0	14,5	4,9	7,9	1 353	1 613
S&P 500		2 519	2,5	4,0	6,6	12,5	16,2	8,5	11,8	2 085	2 519
S&P/TSX		15 635	3,3	3,0	0,6	2,3	6,2	1,5	4,9	14 509	15 922
Indice TSX Québec		270	3,0	2,9	7,5	9,4	10,9	10,5	--	240	270

Marchés obligataires											
		Niveau		Variation en pourcentage						12 derniers mois	
		2017-09-29	-1 mois	-3 mois	-6 mois	-9 mois	-1 an	-3 ans	-5 ans	Min	Max
Québec	10 ans	2,8	2,5	2,4	2,4	2,5	1,9	3,1	3,0	1,9	2,8
	10 ans	2,7	2,5	2,4	2,4	2,5	1,9	3,1	2,8	1,8	2,8
Canada	10 ans	2,1	1,8	1,8	1,6	1,7	1,0	2,1	1,7	1,0	2,1
États-Unis	10 ans	2,3	2,1	2,3	2,4	2,4	1,6	2,5	1,6	1,6	2,6
Royaume-Uni	10 ans	1,4	1,0	1,3	1,1	1,2	0,7	2,4	1,7	0,7	1,5
Allemagne	10 ans	0,5	0,4	0,5	0,3	0,2	-0,1	0,9	1,4	-0,1	0,6
Canada	Corpo AA (10 ans)	3,3	3,0	2,9	2,7	2,9	2,3	3,1	2,7	2,3	3,3
	Corpo BBB (10 ans)	4,0	3,7	3,6	3,5	3,6	3,2	3,8	3,6	3,2	4,1
	Écart BBB - Gouv. 10 ans	1,9	1,9	1,8	1,8	1,9	2,3	1,7	1,9	1,6	2,3
États-Unis	Corpo AA (10 ans)	3,1	2,9	3,1	3,3	3,3	2,5	3,2	2,4	2,5	3,5
	Corpo BBB (10 ans)	3,7	3,6	3,7	4,0	3,9	3,2	4,0	3,5	3,2	4,2
	Écart BBB - Gouv. 10 ans	1,4	1,4	1,4	1,6	1,5	1,7	1,5	1,8	1,4	1,7

\* Rendements annualisés

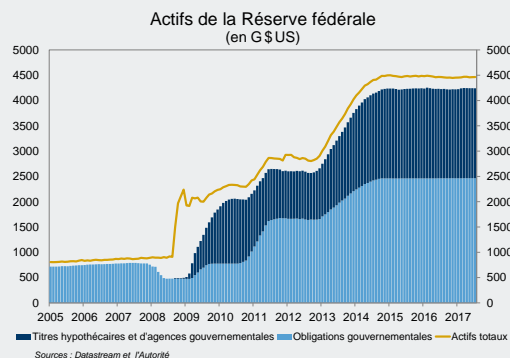
Sources : Datastream, Bloomberg et l'Autorité

## ENCADRÉ

## RÉDUCTION DE LA TAILLE DU BILAN DE LA FED – QUELS SERONT LES IMPACTS?

Le 20 septembre dernier, la Réserve fédérale américaine a confirmé qu'elle allait commencer dès octobre à réduire de façon graduelle la taille de son bilan. Rappelons que, à la suite de la crise de 2008, la Fed avait procédé à des achats massifs d'actifs dans le cadre de ses programmes d'assouplissement quantitatif.

Depuis la fin de 2014, la Fed n'achète plus de créances privées et publiques, mais elle continue de réinvestir la totalité des montants des obligations venant à échéance, afin de maintenir intacte la taille de son bilan.



La Fed réduira dorénavant progressivement la taille de son bilan en diminuant les montants réinvestis des obligations venant à échéance. Ces montants seront réinvestis uniquement dans la mesure où ils dépasseront des plafonds mensuels qui eux, augmentent de façon progressive.

Le plafond sera initialement de 6 G \$ US par mois pour les obligations du gouvernement et augmentera progressivement tous les trois mois jusqu'à 30 G \$ US dans un an.

Dans le cas des titres adossés à des créances hypothécaires, le plafond sera initialement de 4 G \$ US par mois et augmentera progressivement tous les trois mois jusqu'à 20 G \$ US dans un an.

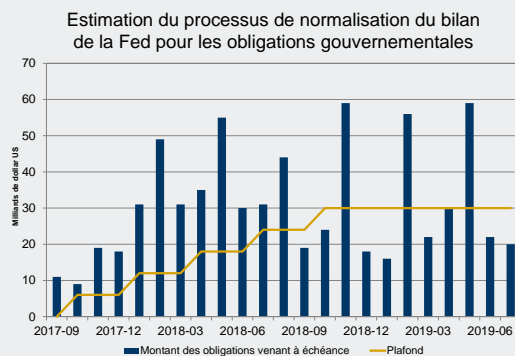
La Fed réduira donc la taille de son bilan jusqu'à ce qu'il atteigne le niveau qu'elle juge approprié.

Cette approche graduelle et transparente adoptée par la Fed semble rassurer les marchés et les rendements obligataires sont demeurés relativement stables à la suite de l'annonce initiale en juin dernier.

Une approche moins graduelle, visant à réduire plus rapidement la taille du bilan, aurait pu avoir un impact important à la hausse sur les rendements obligataires américains compte tenu de l'ampleur du bilan de la Fed. En effet, le bilan de la Fed frise maintenant les 4 500 G \$ US, ce qui représente un peu plus de 23 % du PIB américain. La Fed détient notamment quelque 18 % du total de l'encours de la dette négociable du gouvernement américain

## ENCADRÉ (SUITE)

Par ailleurs, il est possible à partir des données de la Fed d'estimer le montant exact qui sera retiré de son bilan chaque mois au cours des deux prochaines années. Comme on peut voir dans le graphique ci-dessous, la Fed continuera de réinvestir une part importante des montants des obligations gouvernementales venant à échéance chaque mois.



À compter de septembre 2018, le montant des obligations gouvernementales venant à échéance sera régulièrement en deçà du plafond, et donc la Fed ne fera pas de réinvestissement, mais les montants retirés du bilan seront moindres que la valeur du plafond. Sur l'ensemble de la

période étudiée (octobre 2017 à juillet 2019), la mise en place des plafonds sur les obligations gouvernementales aura pour effet de diminuer la taille du bilan de la Fed de l'ordre de 417 G \$ US, soit une diminution relativement modeste d'environ 9 %. (Cette diminution sera un peu plus prononcée en tenant compte des titres adossés à des créances hypothécaires.)

En somme, le processus de normalisation de la taille du bilan de la Fed sera relativement graduel et devrait avoir un impact modéré sur le marché obligataire. Par ailleurs, puisque les intentions de la Fed ont été communiquées de façon transparente, les rendements obligataires reflètent déjà dans une large mesure cette normalisation. Néanmoins, il demeure possible que le marché sous-estime les répercussions d'une telle normalisation. En effet, puisqu'il n'existe aucun précédent historique d'une ampleur similaire, il subsiste un certain niveau d'incertitude quant aux impacts de cette normalisation.



## 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.