

# Revue économique et financière

13 octobre 2023

Bureau de l'économiste en chef



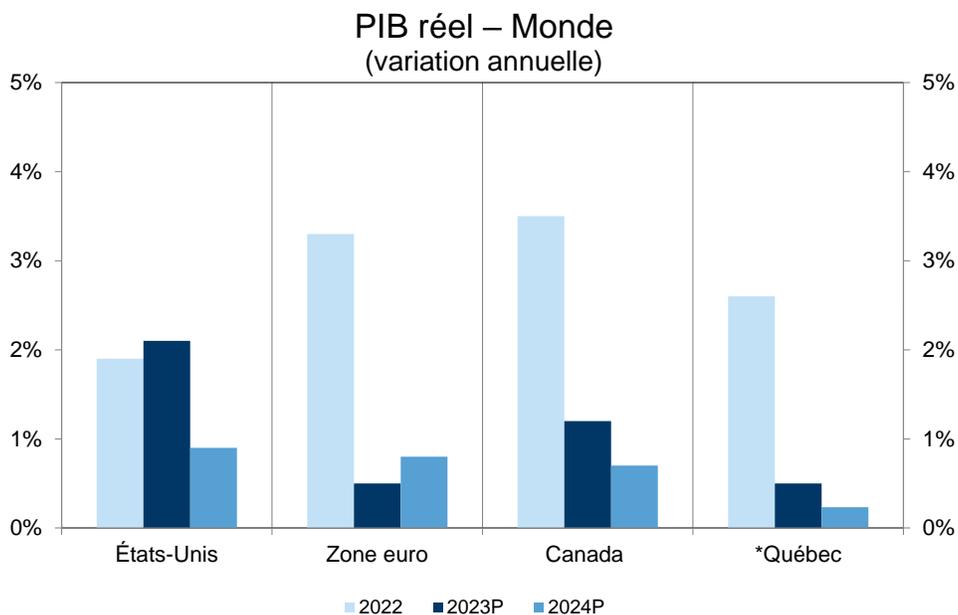
# Table des matières

Faits saillants .....	3
Économie.....	4
Monde .....	4
Canada .....	5
Québec .....	6
Marchés financiers.....	8

Mario Houle, économiste en chef  
Philippe Bergevin, économiste principal  
Alexandre d’Aragon, économiste principal  
Tessa Kintoumba, économiste

## Faits saillants

- La croissance mondiale montre des signes d'essoufflement alors que le plein effet de la hausse des taux d'intérêt commence à se faire sentir de façon plus marquée. Les banques centrales indiquent que les taux devront rester élevés plus longtemps pour réduire l'inflation durablement.
- L'économie américaine demeure particulièrement résiliente, notamment grâce à la consommation des ménages, alors que l'économie de la zone euro s'approche de la récession.
- Au deuxième trimestre, l'économie canadienne a fléchi de 0,2 %, affichant ainsi une seconde contraction au cours des trois derniers trimestres. La consommation des ménages a fortement ralenti alors que l'investissement résidentiel et les exportations nettes se sont repliés.
- Au Québec, le PIB réel a diminué de 1,9 % au deuxième trimestre, un recul beaucoup plus prononcé que pour l'ensemble du Canada, tandis que le marché du travail connaît des ratés.
- Les principaux marchés boursiers ont affiché des baisses au troisième trimestre, ébranlés par les pressions inflationnistes, la hausse des taux d'intérêt et les risques d'un ralentissement marqué de l'économie mondiale.
- Les taux obligataires ont fortement augmenté en fin de trimestre alors que les investisseurs s'attendent à ce que les banques centrales gardent leurs taux directeurs à des niveaux relativement élevés pendant encore plusieurs trimestres.



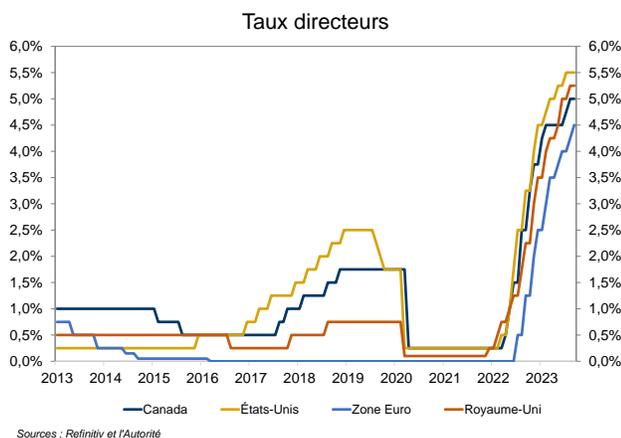
*\*Québec : Moyennes des prévisions des principales banques canadiennes  
Sources : Prévisions consensuelles, Bloomberg et l'Autorité*

# Économie

## Monde

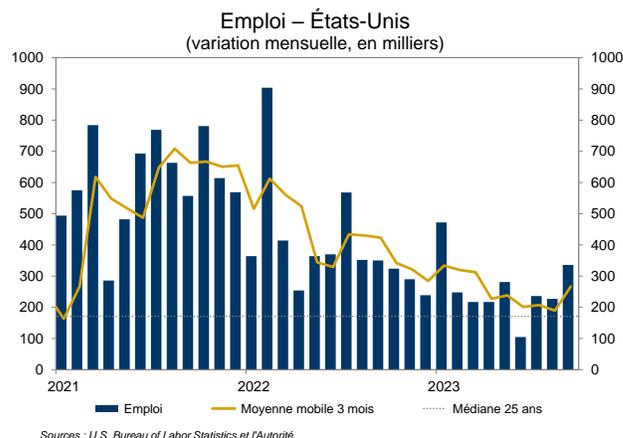
La croissance mondiale montre des signes d'essoufflement alors que le plein effet de la hausse des taux d'intérêt commence à se faire sentir. Les banques centrales des pays développés laissent bien entendre que le cycle de resserrements monétaires tire à sa fin, l'inflation ayant considérablement diminué depuis les sommets atteints en 2022.

Du même souffle, elles indiquent toutefois que les taux devront rester élevés plus longtemps qu'initialement anticipé, le temps de ramener l'inflation vers la cible, généralement fixée à 2 %. En effet, l'inflation des salaires demeure encore élevée, et l'inflation fondamentale, qui exclut les éléments plus volatils tels que l'alimentation et l'énergie, diminue à un rythme beaucoup plus lent. Les banques centrales n'envisagent généralement pas de baisses des taux avant le milieu de 2024, et celles-ci s'annoncent très graduelles. Il faudra voir si elles réussiront à orchestrer un atterrissage en douceur de l'économie et à ainsi éviter une récession. Sur ce point, les taux de croissance aux États-Unis et en Europe semblent diverger.



Encore une fois, l'économie américaine se montre particulièrement résiliente, notamment grâce à la consommation des ménages, qui demeure vigoureuse. Le PIB a crû de 2,1 % au deuxième trimestre, après une hausse de 2,2 % au premier. Le marché de l'emploi demeure

solide. La création d'emploi s'est maintenue au-dessus des 200 000 postes au cours du deuxième trimestre et l'inflation des salaires diminue. Le taux de chômage se retrouve sous les 4 % depuis près de deux ans.

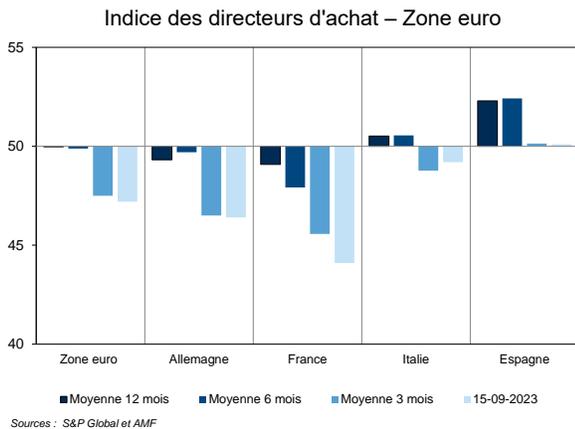


L'économie américaine pourrait toutefois perdre de son élan au cours de l'automne car les vents contraires s'accumulent : les ménages ont écoulé une bonne partie de l'épargne amassée durant la pandémie; les travailleurs des grands constructeurs automobiles sont en grève; le moratoire sur le remboursement des prêts étudiants a été levé en octobre; et, faute d'entente au Congrès, un *shutdown* pourrait venir paralyser l'administration fédérale en novembre.

La Réserve fédérale a augmenté son taux directeur à 5,25 %-5,50 % en juillet, son niveau le plus élevé en 16 ans, puis a plutôt opté pour le statu quo en septembre. L'inflation, qui était tombée à 3 % en juin, est remontée à 3,7 % en septembre, à cause notamment de la hausse de la facture énergétique. Une nouvelle hausse de 25 pnb d'ici la fin de l'année n'est pas exclue.

La situation est plus difficile dans la zone euro, où la croissance n'a été que de 0,3 % au premier trimestre et de 0,5 % au deuxième. L'économie allemande, le moteur de la zone euro, fait du surplace depuis le début de l'invasion russe en Ukraine. De façon générale, la consommation des ménages stagne alors que les exportations ont substantiellement

diminué. De fait, les indices des directeurs d'achat pointent vers une contraction de l'activité économique, tant dans le secteur manufacturier que dans le secteur des services. Le marché de l'emploi demeure néanmoins tendu, avec un taux de chômage à 6,4 % en août, un creux historique.



En septembre, la Banque centrale européenne a procédé à une dixième hausse consécutive de son taux directeur, le portant à 4,5 %, un sommet en 16 ans. La Banque juge que le maintien à un tel niveau devrait permettre de faire retomber l'inflation à sa cible de 2 %. En baisse continue depuis le sommet d'il y a un an, l'inflation est tombée à 4,3 % en septembre.

En Chine, l'économie semble vouloir se stabiliser après avoir connu un important ralentissement au deuxième trimestre. La croissance du PIB est en effet tombée à 3,2 % au deuxième trimestre, après le rebond du début d'année, qui a suivi la levée des restrictions sanitaires liées à la COVID. Le gouvernement a instauré un certain nombre de mesures pour stimuler l'économie, qui semblent porter fruit. La production industrielle et les ventes au détail ont accéléré au cours de l'été et l'activité manufacturière semble se redresser.

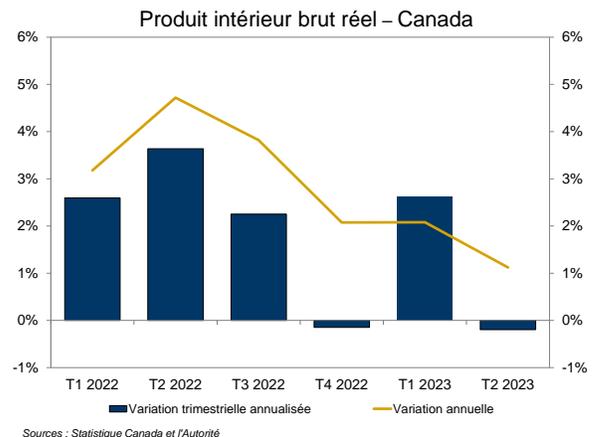
La Chine doit néanmoins faire face à la crise d'endettement dans le secteur immobilier et à la faiblesse de la demande mondiale pour ses produits, sans compter des problèmes structurels comme l'intervention étatique grandissante et le vieillissement de la population. Il faudra voir si la deuxième

économie mondiale réussira à atteindre l'objectif de croissance de 5 % fixé par le gouvernement pour 2023.

## Canada

L'économie canadienne s'est repliée au deuxième trimestre, affichant un recul de 0,2 % en rythme annualisé. Il s'agit d'un second repli de l'économie au cours des trois derniers trimestres et le signe que le resserrement de la politique monétaire commence à faire sentir son empreinte sur les composantes de la demande.

Le PIB a notamment été tiré vers le bas par l'investissement résidentiel et les exportations nettes. De plus, les dépenses de consommation continuent à ralentir. En fait, toutes les composantes de la demande intérieure, à l'exception des dépenses publiques, ont ralenti ou reculé depuis un an.



L'inflation a reculé substantiellement au Canada depuis son sommet de juin 2022, mais elle est repartie à la hausse depuis juin. L'augmentation des prix continue d'être généralisée et la moyenne des trois mesures de l'inflation fondamentale privilégiées par la Banque du Canada a augmenté dernièrement pour se hisser à 4,3 %.

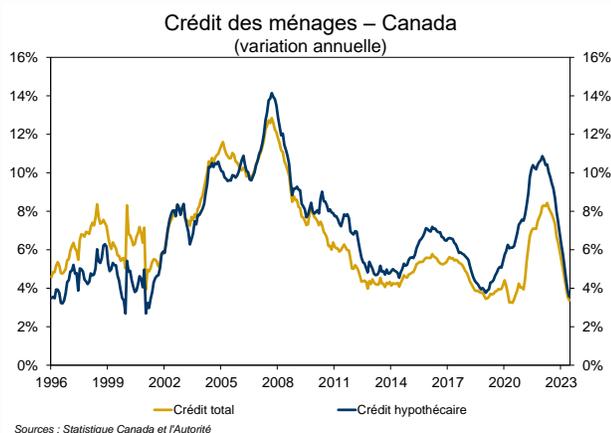
La Banque du Canada a laissé son taux directeur inchangé en septembre dernier. Cette décision survient après les deux hausses successives de son taux directeur en juin et en juillet. Le taux cible du financement à un jour se

chiffre maintenant à 5,0 %, son niveau le plus élevé depuis 2001.

Les autorités monétaires canadiennes demeurent néanmoins préoccupées par l'absence de progrès au chapitre de l'inflation et sont prêtes à relever les taux de nouveau si nécessaire.

Entre-temps, on note un resserrement additionnel des conditions d'emprunt au Canada en raison de l'augmentation des taux d'intérêt de plus longue échéance, des taux hypothécaires et des coûts d'emprunt des entreprises.

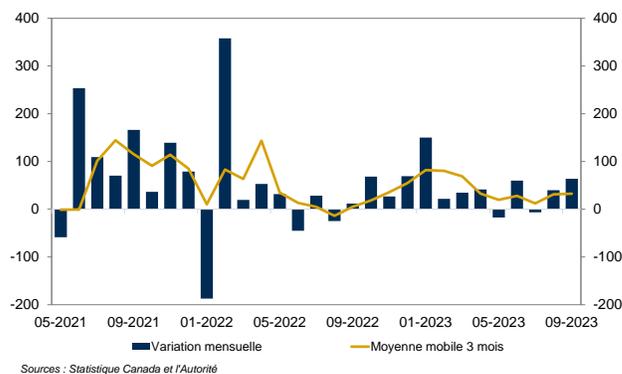
Autre signe que le resserrement de la politique monétaire se fait sentir, la croissance du crédit hypothécaire a significativement ralenti, de concert avec le ralentissement de l'activité dans le secteur de l'immobilier résidentiel. La croissance du crédit hypothécaire est à son plus bas depuis le début des années 2000.



L'emploi évolue en dents de scie depuis le début de l'année. Le rebond exceptionnel de l'emploi en septembre dernier (+63 800) fait contraste avec le ralentissement observé cette année.

Ce rebond devrait être ponctuel et le marché du travail sera tôt ou tard touché par le ralentissement généralisé de l'économie. Le taux de chômage demeure stable à 5,5 %, légèrement au-dessus du creux récent de 5 %.

Emploi – Canada (variation mensuelle, en milliers)



Les lents progrès attendus au chapitre de l'inflation au cours des prochains mois maintiendront la pression sur les taux d'intérêt. Il est peu probable qu'il soit question d'assouplir un tant soit peu la politique monétaire sur un horizon de court ou moyen terme au Canada.

Malgré le ralentissement économique en cours, la politique monétaire va donc demeurer restrictive pendant un certain temps. Le plus lourd fardeau d'endettement des ménages canadiens par rapport à leurs voisins américains fait craindre que la remontée des taux d'intérêt impacte plus lourdement le Canada que les États-Unis. Cela pourrait même se traduire par une longue période de croissance sous-optimale de l'économie canadienne au cours des prochaines années, caractérisée par un cycle de désendettement.

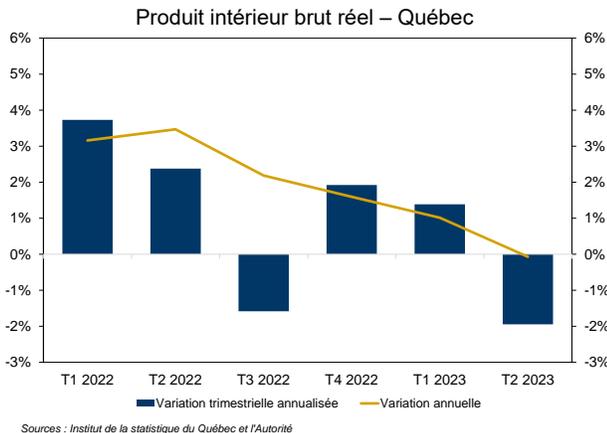
## Québec

Au Québec, le PIB réel a enregistré un recul de 1,9 % en rythme annualisé au deuxième trimestre, soit une baisse beaucoup plus prononcée que celle de l'économie canadienne. Il s'agit d'un second repli trimestriel de l'activité économique en un an.

Avec une baisse de 2 %, les dépenses de consommation des ménages ont porté un coup dur à la croissance du PIB. La hausse des prix à la consommation et l'accroissement du service de la dette accaparent une part grandissante du revenu disponible, tandis que

le marché du travail stagne depuis le début de l'année. Tous ces facteurs, conjugués à l'érosion du taux d'épargne, ont contribué à déprimer la consommation.

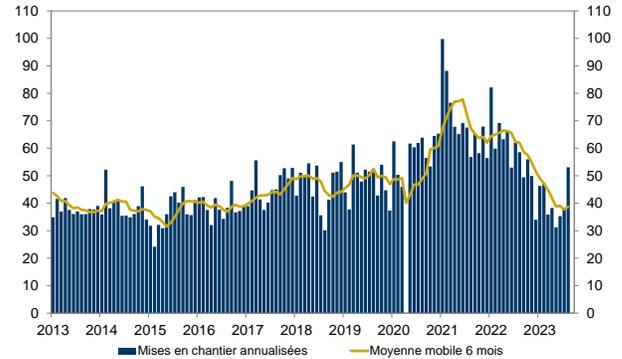
L'investissement non résidentiel est toujours en baisse après un trimestre plus favorable en début d'année. L'investissement résidentiel, également miné par les coûts de financement élevés, ajoute une cinquième baisse consécutive à son historique.



Malgré la forte création de près de 39 000 emplois en septembre, le taux de chômage a remonté d'un dixième de point de pourcentage pour s'établir à 4,4 %, soit le taux le plus faible au Canada. Parallèlement, la pénurie de main-d'œuvre s'apaise légèrement, mais demeure néanmoins importante, avec un taux de postes vacants estimé à 5 %.

Au Québec, la construction de logements résidentiels continue de baisser. Le nombre de mises en chantier entre janvier et août était inférieur de 23 600, soit une baisse de 36,7 % par rapport à la même période l'année dernière. La tendance sur six mois suit une baisse similaire. De leur côté, les ventes de maison enregistrent un recul moins important.

**Mises en chantier – Québec**  
(en milliers)



Pour le moment, la tendance sur le marché immobilier évolue doucement en faveur des acheteurs, mais le rattrapage est maintenant beaucoup plus lent. Le marché demeure néanmoins tendu, ce qui soutient les prix en dépit de la remontée des taux hypothécaires.

Comme partout au pays, le Québec fait face à une inflation qui peine à se résorber. Le Québec garde ainsi la première place au palmarès des provinces qui détiennent le plus haut taux d'inflation. L'inflation fondamentale est remontée à 4,3 % en août, un bond de 0,6 point de pourcentage.

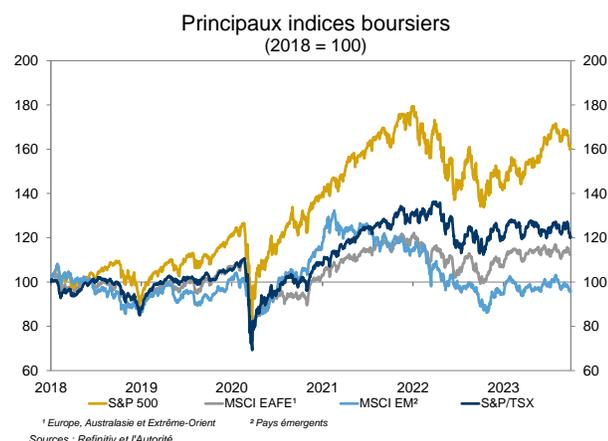
La chute du PIB réel au deuxième trimestre semble indiquer que le Québec commence à épuiser les atouts qui ont rendu son économie relativement résiliente au cours des derniers trimestres.

En effet, la contraction de l'économie au deuxième trimestre a surpris par son ampleur. La montée des coûts d'emprunt et l'inflation élevée grignotent le pouvoir d'achat des ménages et freinent la demande.

L'année 2024 s'annonce plus difficile pour l'économie québécoise. Les effets du resserrement de la politique monétaire canadienne se font sentir depuis quelque temps déjà, mais ceux-ci seront encore plus perceptibles dans les mois à venir. De plus, le ralentissement de l'économie mondiale fait en sorte que la demande pour les produits du Québec risque de diminuer.

## Marchés financiers

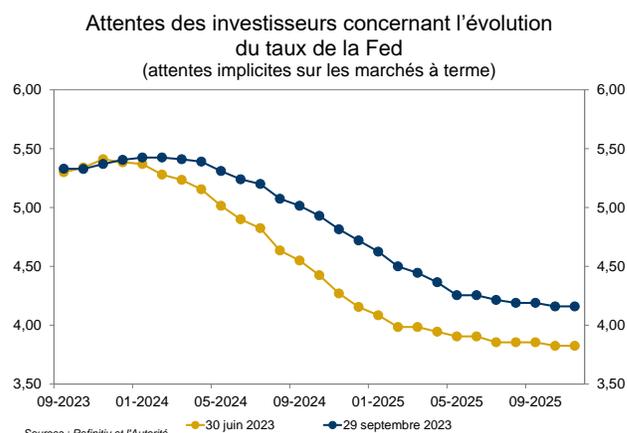
Les pressions inflationnistes, la hausse des taux d'intérêt et la probabilité d'un ralentissement marqué de l'économie mondiale ont continué de peser sur l'évolution des marchés financiers. Après d'importants gains en première moitié d'année, les principaux indices boursiers ont affiché des baisses au troisième trimestre alors que les taux d'intérêt atteignaient des sommets qui n'avaient pas été observés depuis plus d'une décennie. La persistance de l'inflation et le biais plus restrictif des banques centrales ont forcé les investisseurs à réviser leurs attentes à la hausse quant à l'évolution des taux d'intérêt au cours des prochains trimestres.



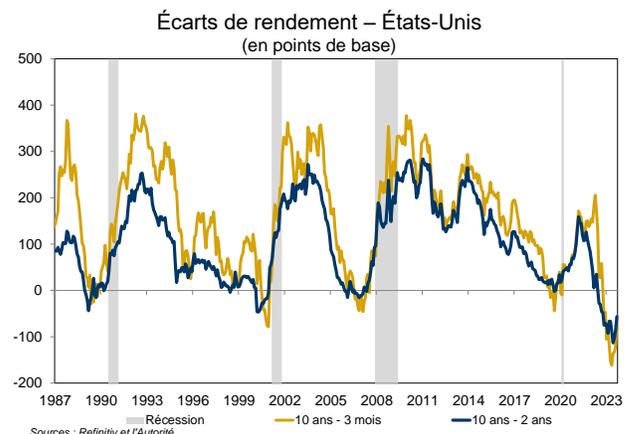
Aux États-Unis, le S&P 500 a reculé de 3,4 % au troisième trimestre, affichant tout de même une hausse de 12 % depuis le début de l'année. La confiance des investisseurs a été ébranlée par la poussée des taux d'intérêt américains en fin de trimestre. Les titres des grandes firmes technologiques, qui avaient tiré à la hausse l'ensemble du marché boursier américain en première moitié d'année, ont connu une baisse depuis quelques mois face à la montée des taux.

Les taux 10 ans américains atteignaient en fin de trimestre 4,6 %, leur plus haut niveau depuis 2007. Par ailleurs, les taux sur les obligations de sociétés ont aussi fortement augmenté, mais les écarts par rapport aux taux sur les obligations d'État demeurent relativement faibles d'un point de vue historique.

Cette hausse généralisée des taux reflète la persistance des pressions inflationnistes et les attentes des investisseurs en matière de politique monétaire. Selon les marchés à terme, les investisseurs escomptent que la Fed pourrait devoir garder son taux directeur en territoire restrictif pour encore plusieurs trimestres et qu'il n'y aura pas d'assouplissement avant la seconde moitié de 2024.



Avec la montée rapide des taux longs, la courbe des rendements s'est légèrement redressée, mais elle demeure néanmoins fortement inversée. Rappelons qu'une inversion de la courbe de rendement est typiquement associée à une récession sur un horizon moyen d'environ un an. L'économie américaine s'est montrée particulièrement résiliente jusqu'à maintenant, mais devrait connaître un ralentissement au cours des prochains trimestres compte tenu de l'effet différé de la hausse des taux.



Au Canada, le S&P/TSX a fait légèrement mieux que son pendant américain avec un recul de 3,0 % au troisième trimestre. L'indice torontois a bénéficié de la forte remontée du cours du pétrole, soutenu par des réductions de production en Arabie saoudite et en Russie. Plusieurs secteurs ont cependant affiché des baisses importantes, dont le secteur des technologies de l'information avec un recul de 8 %. Dans l'ensemble, les entreprises du TSX domiciliées au Québec ont affiché un rendement légèrement en deçà de l'indice S&P/TSX.

Sur les marchés obligataires, les taux 10 ans canadiens ont suivi la même tendance qu'aux États-Unis pour terminer le trimestre à 4,0 %, en hausse de 76 points de base. Comme pour la Fed, les investisseurs s'attendent à ce que la

Banque du Canada garde son taux directeur à des niveaux relativement élevés pendant encore plusieurs trimestres.

Au cours des prochains mois, les investisseurs devront continuer à faire face à un contexte économique incertain. Un atterrissage en douceur de l'économie mondiale est loin d'être chose acquise. Une détérioration marquée de l'économie viendrait notamment miner la confiance des investisseurs et faire reculer davantage les bénéfices des sociétés, déjà plombés par la hausse du coût des intrants, des salaires et des coûts d'emprunt, de même qu'un fléchissement de la demande.

#### Rendement des marchés

Marchés boursiers											
		Niveau 2023-09-30	Variation en pourcentage							12 derniers mois	
			1 mois	3 mois	6 mois	9 mois	1 an	3 ans <sup>2</sup>	5 ans <sup>2</sup>	Min.	Max.
MSCI All Country World Index		797	-3,64	-2,91	2,87	9,60	17,28	6,63	5,47	678	846
MSCI EAFE <sup>1</sup>		1 331	-1,36	-1,89	1,23	8,00	17,07	7,99	2,93	1 137	1 378
MSCI Emerging Markets		58 515	-1,99	-2,22	-1,52	1,80	8,00	-1,90	0,20	52 493	62 769
S&P 500		4 288	-4,87	-3,65	4,35	11,68	19,59	8,44	8,03	3 577	4 589
S&P/TSX		19 541	-3,70	-3,05	-2,78	0,81	5,95	6,62	3,98	18 206	20 767
Indice Morningstar Québec Banque Nationale		387	-4,07	-4,08	-2,78	7,30	14,88	10,70	6,05	334	409
Marchés obligataires											
		Niveau 2023-09-30	Variation en pourcentage							12 derniers mois	
			-1 mois	-3 mois	-6 mois	-9 mois	-1 an	-3 ans	-5 ans	Min.	Max.
Québec	10 ans	4,76	4,27	3,97	3,65	4,03	3,94	1,27	3,03	3,44	4,82
Ontario	10 ans	4,76	4,27	3,97	3,65	4,06	3,95	1,27	3,05	3,46	4,84
Canada	10 ans	4,02	3,56	3,27	2,90	3,30	3,17	0,56	2,43	2,72	4,09
États-Unis	10 ans	4,57	4,11	3,84	3,47	3,88	3,83	0,69	3,06	3,31	4,61
Royaume-Uni	10 ans	4,44	4,36	4,38	3,49	3,66	4,08	0,23	1,57	3,00	4,74
Allemagne	10 ans	2,84	2,46	2,39	2,29	2,57	2,11	-0,52	0,47	1,78	2,93
Canada	Corpo AA (10 ans)	5,37	4,90	4,51	4,19	4,57	4,54	1,66	3,35	3,98	5,42
	Corpo BBB (10 ans)	5,96	5,55	5,35	5,04	5,37	5,46	2,42	4,03	4,72	6,03
	Écarts BBB - Gouv. 10 ans	1,93	1,99	2,09	2,15	2,08	2,29	1,86	1,61	1,89	2,40
États-Unis	Corpo AA (10 ans)	5,32	4,84	4,60	4,27	4,72	4,93	1,51	3,77	4,11	5,34
	Corpo BBB (10 ans)	6,24	5,76	5,53	5,29	5,73	6,04	2,19	4,52	5,03	6,47
	Écarts BBB - Gouv. 10 ans	1,67	1,65	1,69	1,82	1,85	2,21	1,50	1,46	1,60	2,28

<sup>1</sup>Europe, Australasie et Extrême-Orient

<sup>2</sup>Rendements annualisés

Sources : Refinitiv, Bloomberg et l'Autorité

#### 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.