

Revue économique et financière

13 avril 2023

Bureau de l'économiste en chef



Table des matières

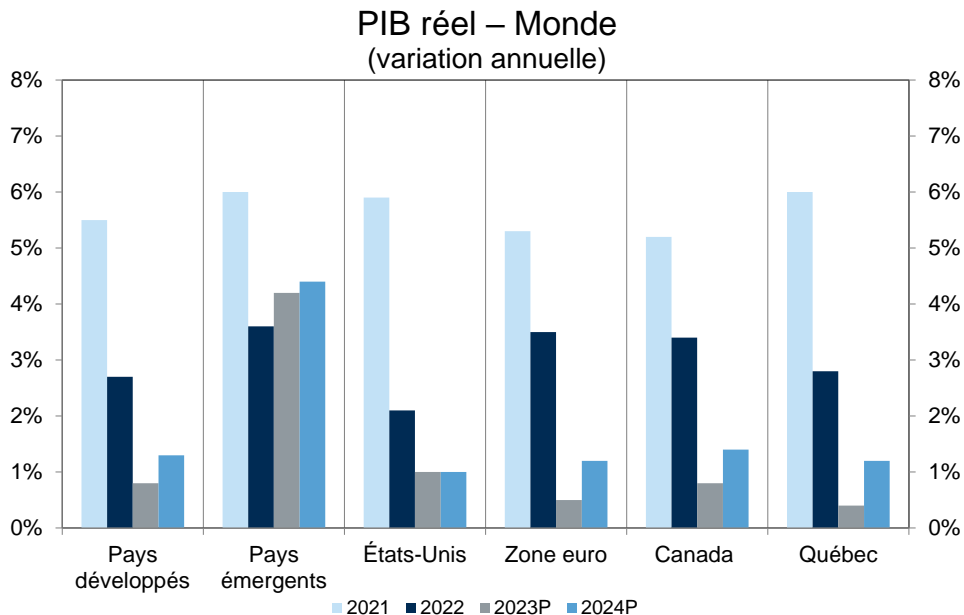
Faits saillants	3
Économie.....	4
Monde	4
Canada	5
Québec	7
Marchés financiers.....	9

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

Dépôt légal – Bibliothèque et Archives nationales du Québec, 2023
ISSN 2371-2333

Faits saillants

- Les hausses rapides des taux directeurs par les banques centrales commencent à faire sentir leurs effets sur la croissance et l'inflation, mais elles exposent aussi certaines vulnérabilités du système financier, notamment dans le secteur bancaire.
- En mars, les autorités américaines et européennes ont dû voler au secours de banques en difficulté et prendre des mesures pour éviter la contagion à l'ensemble du système bancaire.
- L'économie canadienne affiche un portrait contrasté, avec une activité économique qui montre des signes d'essoufflement et un marché de l'emploi toujours vigoureux.
- Après un troisième trimestre négatif, l'économie du Québec a rebondi au quatrième trimestre, portant la croissance à 2,8 % pour l'ensemble de 2022. Les signes de ralentissement se multiplient néanmoins là aussi.
- L'impact des turbulences dans le secteur bancaire sur les marchés boursiers a été limité, et les principaux indices mondiaux ont terminé le premier trimestre de 2023 à la hausse.
- Les rendements obligataires ont légèrement reculé au cours de la même période alors que les investisseurs ont revu à la baisse leurs attentes de resserrement monétaire.

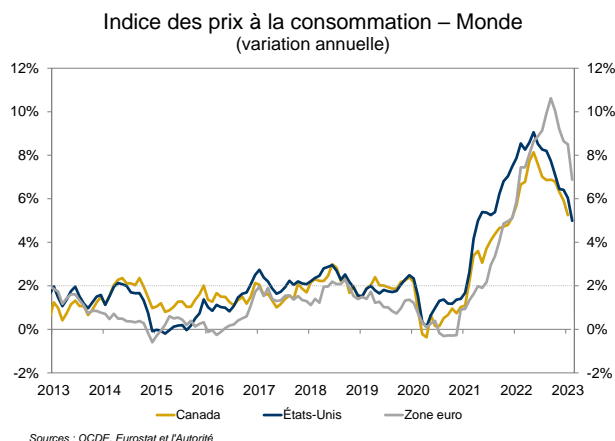


Sources : Prévisions consensuelles, Bloomberg et l'Autorité

Économie

Monde

Les hausses rapides des taux directeurs par les banques centrales commencent à faire sentir leurs effets sur la croissance et l'inflation, mais elles exposent aussi les vulnérabilités du système financier. Dans la plupart des pays avancés, l'inflation a commencé à fléchir après avoir atteint des sommets en 2022. Les économies commencent aussi à ralentir, mais s'avèrent néanmoins plus résilientes qu'anticipé.



En mars dernier, toutefois, les perturbations dans le secteur bancaire aux États-Unis et en Europe sont venues semer l'incertitude sur les marchés financiers et brouiller les perspectives économiques. Les banques centrales avaient déjà commencé à réduire l'ampleur des resserrements monétaires, mais la poursuite des hausses apparaît maintenant plus incertaine. Il faudra trouver un équilibre entre la lutte contre l'inflation et le maintien de la stabilité financière, notamment dans le secteur bancaire. Les taux d'intérêt devraient néanmoins demeurer élevés à moyen terme, le temps de ramener l'inflation vers la cible de 2 %.

Aux États-Unis, l'économie montre certains signes d'essoufflement, mais demeure néanmoins résiliente, grâce notamment à la consommation des ménages. Le marché du

travail reste solide avec une forte création d'emploi et un taux de chômage sous les 4 %. L'inflation, à 5 % en mars, continue de fléchir, mais demeure élevée. Plus inquiétant, l'inflation fondamentale, qui exclut les éléments plus volatils comme l'alimentation et l'énergie, résiste et se maintient au-dessus de 5 %.

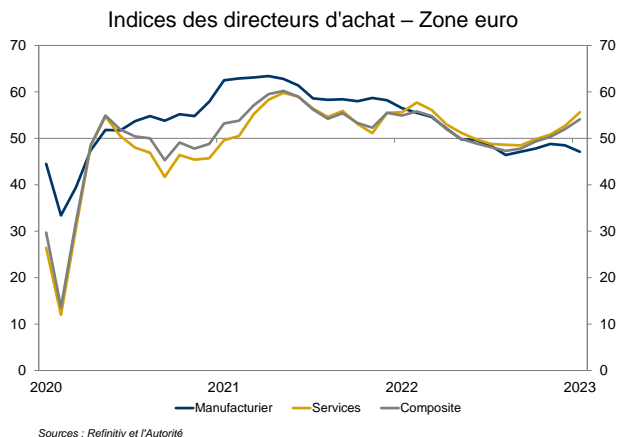
En mars, certaines banques régionales américaines se sont retrouvées dans une situation financière précaire en raison de la hausse rapide des taux d'intérêt. Silicon Valley Bank (SVB) a d'abord fait faillite, incapable de répondre aux retraits massifs de ses clients. Puis, les autorités réglementaires américaines ont pris le contrôle de Signature Bank, une banque spécialisée dans le secteur des cryptoactifs, dans le but d'éviter une contagion à l'ensemble du système bancaire américain. Les autorités américaines ont par la suite annoncé qu'elles allaient garantir l'intégralité des dépôts des deux banques régionales, au-delà de la limite des 250 000 \$ US assurés. D'autres banques régionales fragiles demeurent sous surveillance.

La Réserve fédérale a néanmoins haussé son taux directeur de 25 ppb à la fin du trimestre, le portant dans une fourchette de 4,75 % à 5,00 %, mais laisse planer le doute sur la suite des choses.

En Europe aussi, l'économie demeure beaucoup plus résiliente qu'on aurait pu s'y attendre compte tenu de la guerre en Ukraine. L'hiver clément, la baisse des prix de l'énergie et les soutiens gouvernementaux ont permis d'éviter la récession jusqu'ici. De fait, l'économie de la zone euro a crû de 3,5 % en 2022, plus qu'aux États-Unis et en Chine.

De plus, en ce début d'année, les indices composites des directeurs d'achat pointent vers l'expansion, notamment dans le secteur des services, alors que le secteur manufacturier

demeure en contraction. Le marché du travail demeure sous tension, avec un taux de chômage qui se maintient près de son creux historique.



En mars, dans la foulée de l'effondrement de certaines banques régionales américaines, le gouvernement suisse a orchestré la reprise de Credit Suisse, en difficulté, par sa rivale UBS. Pour faire face au risque de contagion à d'autres banques européennes, la Banque centrale européenne (BCE) se dit prête à injecter des liquidités pour assurer la stabilité financière.

Les perturbations dans le secteur bancaire n'ont toutefois pas freiné sa volonté de ramener l'inflation à la cible de 2 %. La BCE a ainsi procédé à deux hausses de 50 pnb de son taux directeur au cours du premier trimestre. Après avoir atteint un sommet en octobre, l'inflation est en baisse à 6,9 % en mars. Toutefois, comme aux États-Unis, l'inflation fondamentale ne faiblit pas.

Au Royaume-Uni, l'inflation est particulièrement persistante et se maintient au-dessus de 10 % depuis six mois, contrairement à la baisse observée dans les autres économies avancées. Pour y faire face, la Banque d'Angleterre y est allée d'une onzième hausse consécutive de son taux directeur en février, le portant à 4,25 %.

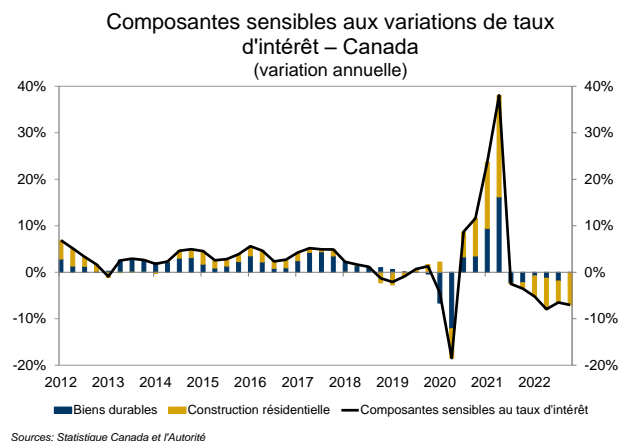
Après avoir mis fin à sa politique de COVID zéro à la fin de 2022, la Chine connaît une lente reprise de son économie alors que les

perturbations liées aux strictes mesures sanitaires se résorbent. La production industrielle et les ventes au détail ont ainsi connu des hausses modérées en début d'année et la banque centrale maintient une politique monétaire accommodante.

Le gouvernement chinois a fixé un objectif de croissance économique de 5 % en 2023. Cette cible, la plus modeste en plusieurs décennies, met en lumière les défis auxquels la Chine doit encore faire face, notamment la faible demande intérieure, le ralentissement du secteur immobilier et les tensions commerciales avec les États-Unis.

Canada

L'économie canadienne affiche un portrait contrasté, avec une activité économique affichant des signes de fatigue et un marché de l'emploi toujours vigoureux.



Depuis plusieurs trimestres déjà, on note un affaiblissement de la demande intérieure, avec une réduction substantielle des dépenses sensibles aux variations de taux d'intérêt, telles que l'investissement résidentiel et la consommation de biens durables.

C'est dans ce contexte que le produit intérieur brut a terminé l'année 2022 sur une note plutôt terne, en faisant du surplace. Cette accumulation de signes de ralentissement

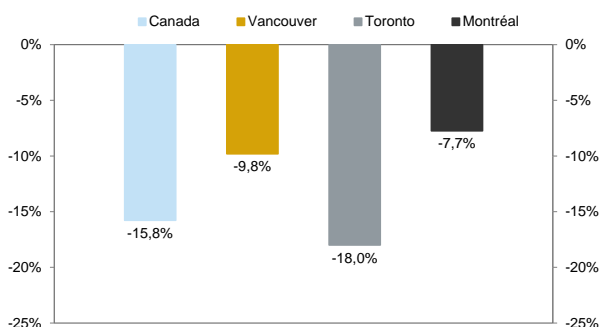
démontre en fait que l'économie canadienne réagit au resserrement de la politique monétaire.

Malgré ces vents contraires, le marché du travail demeure jusqu'à présent très résilient. Au cours des derniers mois, le rythme de création d'emploi a poursuivi sa progression. Le taux de chômage, actuellement de 5 %, signale l'atteinte et le maintien de l'économie canadienne au plein-emploi.

On peut s'attendre toutefois à ce que la création d'emploi ralentisse tôt ou tard, car les chefs d'entreprise devront composer sous peu avec un repli des marges bénéficiaires et une possible contraction des profits, qui les forceront entre autres à freiner l'embauche.

La hausse des taux hypothécaires a eu un effet important et quasi immédiat sur le marché de l'immobilier résidentiel.

Indice des prix des maisons – Canada
(correction à partir du sommet)



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

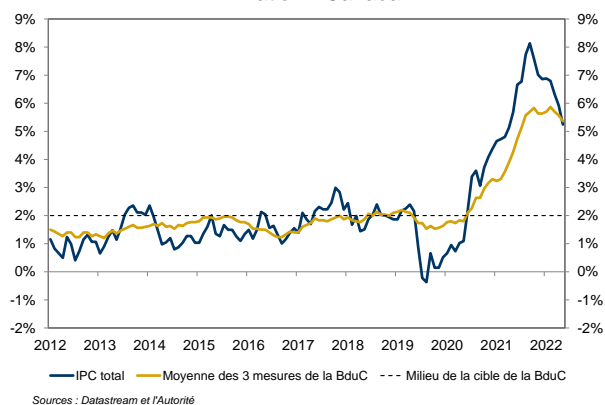
On note un recul de 40 % des ventes de maison sur un an et un recul de 15,8 % des prix depuis le dernier sommet de février 2022. La baisse des prix des maisons touche particulièrement les grandes régions de Vancouver et de Toronto.

Par ailleurs, la hausse des taux d'intérêt au cours des douze derniers mois n'a pas fini d'avoir du mordant sur l'économie. En effet, il faudra encore attendre un certain temps avant que les hausses de taux fassent sentir leur plein

effet et forcent les ménages à réviser leur budget et à réduire leur consommation. Les ménages les plus lourdement endettés seront bien entendu les plus touchés par la hausse des mensualités hypothécaires.

L'inflation affiche une tendance à la baisse depuis quelques mois. Le recul de l'inflation est toutefois largement attribuable à la baisse des prix de l'énergie et est très peu lié aux facteurs cycliques. En effet, les mesures de l'inflation fondamentale se situent en moyenne à 5,4 % et peinent à fléchir.

Inflation – Canada



Sources : Datastream et l'Autorité

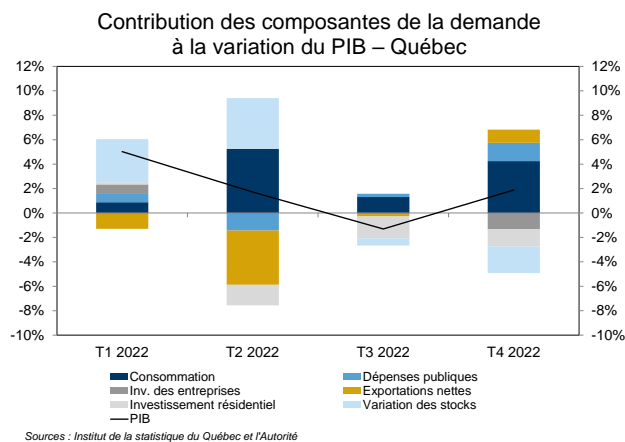
La Banque du Canada a augmenté son taux directeur de 425 pdb depuis mars 2022. Elle a toutefois gardé son taux directeur inchangé lors de sa réunion d'avril, conformément à la pause décrétée en début d'année. Il reste encore du chemin à parcourir pour que l'inflation retourne à l'intérieur de la fourchette cible de la Banque du Canada, entre 1 % et 3 %. Rappelons enfin que le plein effet des resserrements monétaires se fait sentir avec un certain délai pouvant aller jusqu'à 18 ou même 24 mois.

Les prochaines décisions sur l'orientation de la politique monétaire devront tenir compte de l'impact de la crise des banques régionales aux États-Unis, de ses répercussions sur les conditions financières mondiales et de l'accroissement des probabilités d'une récession aux États-Unis.

L'économie canadienne demeure en situation de demande excédentaire, malgré le ralentissement observé au cours des derniers trimestres. Autrement dit, l'économie devra encore ralentir afin de permettre un relâchement suffisant des pressions haussières sur les prix et les salaires. Une récession demeure probable mais, selon toute vraisemblance, elle sera de faible ampleur et de courte durée.

Québec

Au Québec, l'année 2022 se sera finalement terminée sur une note positive. Après un troisième trimestre négatif, l'économie a rebondi au quatrième trimestre. Le PIB a augmenté de 1,9 % en rythme annualisé, portant la croissance à 2,8 % pour l'ensemble de l'année.



Les dépenses des ménages sont restées fermes, soutenues notamment par la vigueur du marché du travail, la croissance des salaires et par les aides publiques accordées pour faire face à la hausse du coût de la vie.

L'économie québécoise affiche néanmoins certains signes d'essoufflement. La faiblesse des investissements des entreprises et le repli de la construction résidentielle ont tous deux pesé sur la croissance économique, retranchant au passage quelques points de pourcentage au PIB. La remontée rapide des coûts d'emprunt et des perspectives économiques plus sombres

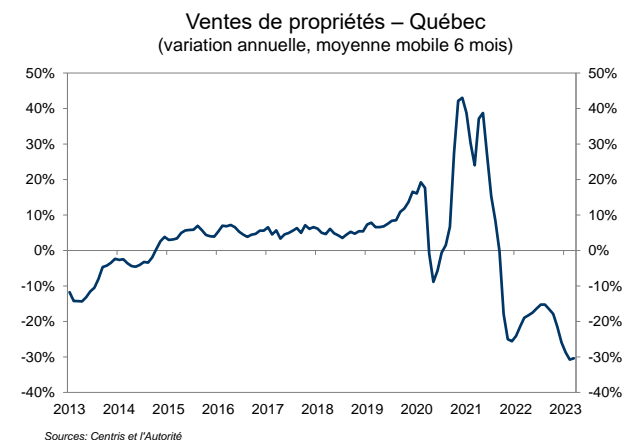
freinent toutes deux l'élan des chefs d'entreprise et des constructeurs dans le secteur de l'habitation.

Le marché du travail demeure tendu, malgré un léger ralentissement de la création d'emploi dernièrement. Entre janvier et mars, 30 300 emplois ont été créés, contre 40 000 à la même période l'année dernière. À 4,2 %, le taux de chômage demeure toujours très bas, mais un peu au-dessus de son creux historique de 3,9 %.

Le taux de postes vacants est passé de 6 % à 5,1 % sur un an et la croissance annuelle des salaires, qui demeure plus forte au Québec qu'au Canada, s'élève à 6 %. Le nombre de postes vacants, bien qu'en diminution, demeure très élevé, signe que la pénurie de main-d'œuvre demeure un enjeu important.

Le marché immobilier résidentiel a connu une correction au cours des douze derniers mois. Le prix de référence composé des propriétés au Québec s'établit à 452 000 \$ en février, soit une baisse de 7,5 % par rapport à son sommet du printemps dernier.

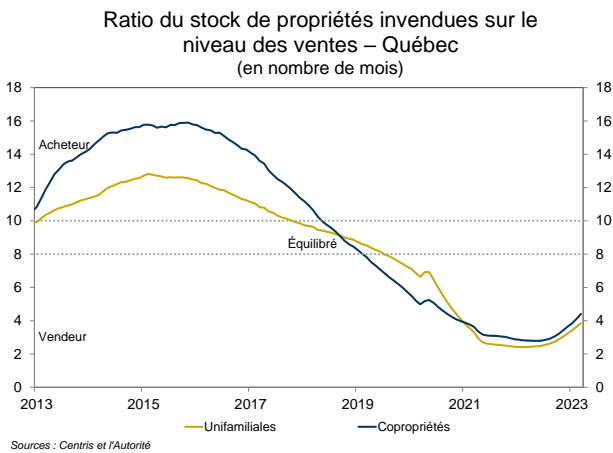
Les ventes et le prix moyen des propriétés existantes ont toutefois connu un léger regain en début d'année. Elles restent néanmoins largement inférieures à leur niveau d'il y a un an, les ventes affichant notamment une baisse de 30 % de la tendance sur six mois.



Les mises en chantier témoignent également d'une activité fortement ralentie. En moyenne, 47 500 mises en chantier ont été dénombrées sur les six derniers mois, soit une baisse de 27 % par rapport à la même période l'année dernière.

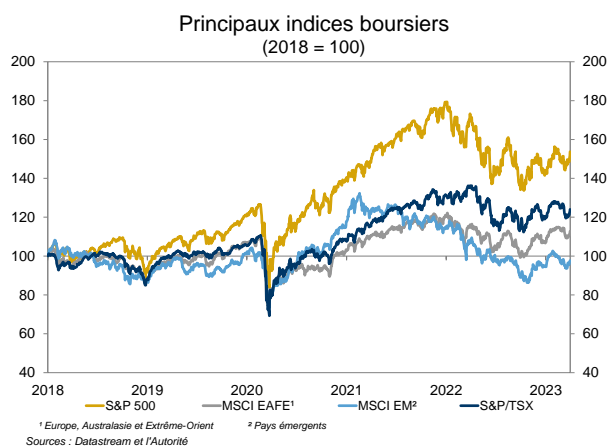
Les conditions de marché continuent de s'améliorer en faveur des acheteurs. Le ratio de l'inventaire de propriétés sur les ventes a augmenté pour un quatrième trimestre consécutif. Cependant, ces conditions sont encore loin de celles d'un marché équilibré.

Petite économie ouverte, l'économie du Québec subira l'influence des aléas de la conjoncture aux États-Unis et au Canada. De même, l'effet retardé sur l'économie de la remontée des taux d'intérêt depuis un an continuera de freiner la construction résidentielle et les dépenses de consommation. Dans ce contexte, il est attendu que le Québec affichera un net ralentissement de son économie en 2023.



Marchés financiers

La volatilité sur les marchés financiers a connu une recrudescence au premier trimestre de 2023, provoquée par les turbulences dans le secteur bancaire et l'incertitude entourant l'orientation de la politique monétaire. Malgré le contexte relativement incertain, les marchés boursiers ont terminé le trimestre en hausse, tandis que les taux obligataires ont reculé légèrement.



Les marchés boursiers ont commencé l'année du bon pied, soutenus par une certaine modération des pressions inflationnistes, qui a permis aux investisseurs d'entrevoir la fin des resserrements monétaires.

Cependant, les principaux indices boursiers ont perdu quelques plumes par la suite, les investisseurs devant réévaluer la trajectoire des taux d'intérêt et, plus récemment, faire face aux perturbations du secteur bancaire.

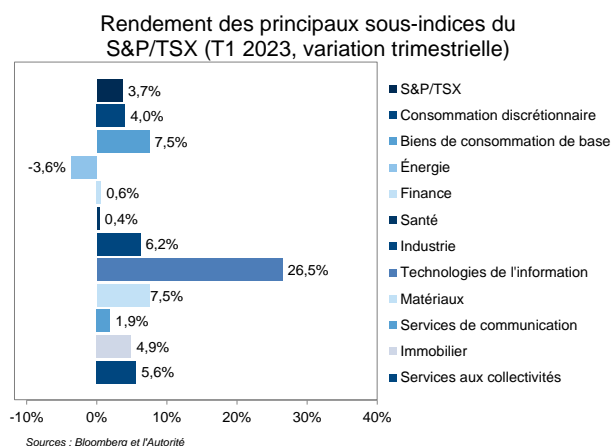
Les turbulences provoquées par les difficultés financières de SVB et de Signature Bank aux États-Unis, ainsi que de Credit Suisse en Europe, ont secoué les Bourses, mais de façon temporaire. Jusqu'à présent, les perturbations les plus importantes ont été limitées à quelques banques, et on observe des impacts relativement limités sur l'ensemble du secteur financier et sur les principaux indices boursiers.

En effet, malgré ces soubresauts, le S&P 500 a affiché une hausse de 7,0 % depuis le début de l'année. Les titres technologiques ont très bien performé, grâce notamment au léger recul des taux obligataires, qui a favorisé une plus forte valorisation des actifs risqués.

Ainsi, le NASDAQ cumule une hausse de près de 17 % depuis le début de l'année. Le secteur des services financiers du S&P 500 a affiché quant à lui un recul d'environ 6 %, plombé par les perturbations qui ont touché le secteur bancaire.

Il faut noter que pour l'instant les bénéfices des sociétés se montrent relativement résilients, reflet d'une économie mondiale qui fait aussi preuve de résilience. Les bénéfices s'inscrivent en légère baisse, en contraste avec les chutes habituellement observées lors de marchés baissiers. Advenant une détérioration du contexte économique, voire une récession, on pourrait s'attendre à des reculs plus prononcés des bénéfices des sociétés.

Au Canada, le S&P/TSX a connu une croissance un peu plus modeste de 3,7 % depuis le début de l'année.



Les deux principaux secteurs de l'indice torontois, à savoir les secteurs des services financiers et de l'énergie, présentent des rendements de 0,6 % et -3,6 % respectivement.

À l’opposé, le secteur des technologies de l’information, qui représente environ 7 % de la capitalisation de l’indice, a affiché un excellent rendement de 26,5 %.

Les entreprises du TSX domiciliées au Québec ont fait bonne figure. L’indice Morningstar Banque Nationale Québec s’est inscrit en hausse de 10,4 %, grâce notamment à la bonne tenue du secteur de l’industrie.

Sur les marchés obligataires, les taux d’intérêt ont évolué en dents de scie et terminent le trimestre en légère baisse. Les taux 10 ans du gouvernement américain s’établissaient à 3,5 % en fin de trimestre, en baisse d’environ 40 pnb depuis le début de l’année, tandis que les taux 10 ans canadiens ont terminé le trimestre à 2,9 %.

Les écarts de taux sur les obligations de sociétés ont augmenté en fin de trimestre, mais demeurent loin des niveaux habituellement observés en temps de crise. Par ailleurs, la volatilité sur les marchés obligataires a beaucoup augmenté depuis le début des campagnes de resserrements monétaires et, plus récemment, le début des turbulences dans le secteur bancaire.

Dans la foulée des problèmes rencontrés par les banques régionales américaines, l’indice MOVE, un indicateur de la volatilité sur le marché des obligations du gouvernement américain, a atteint son plus haut niveau depuis la crise financière de 2008.



Face aux turbulences du secteur bancaire, les investisseurs ont ajusté à la baisse leurs attentes de hausses de taux. Selon les attentes implicites dans les marchés, les investisseurs escomptent maintenant tout au plus une seule hausse supplémentaire de la Fed et de possibles assouplissements monétaires en seconde moitié d’année. Dans l’ensemble, les conditions financières se sont tout de même resserrées légèrement.

Pour le reste de l’année, les investisseurs devront néanmoins continuer à composer avec un contexte difficile. Bien que les campagnes de resserrements monétaires tirent probablement à leur fin, le plein effet des hausses de taux se fera sentir sur les conditions économiques et financières au cours des prochains trimestres.

Les perturbations du secteur bancaire sont actuellement contenues, mais risquent de contribuer à un resserrement des conditions financières et ainsi agir comme un frein sur la croissance économique.

Rendement des marchés

Marchés boursiers											
		Niveau		Variation en pourcentage					12 derniers mois		
		2023-03-31	1 mois	3 mois	6 mois	9 mois	1 an	3 ans ²	5 ans ²	Min.	Max.
MSCI All Country World Index		775	2,19	6,55	14,01	7,94	-7,31	13,89	6,16	678	845
MSCI EAFE ¹		1 315	-0,07	6,68	15,65	10,69	0,99	11,90	3,50	1 135	1 334
MSCI Emerging Markets		59 416	1,86	3,37	9,66	-0,34	-9,33	6,22	-0,56	52 493	66 572
S&P 500		4 109	3,51	7,03	14,61	8,56	-9,29	16,71	9,25	3 577	4 583
S&P/TSX		20 100	-0,60	3,69	8,98	6,57	-8,18	14,53	5,52	18 206	22 086
Indice Morningstar Québec Banque Nationale		398	1,51	10,37	18,16	20,08	1,91	18,78	7,71	323	398

Marchés obligataires												
			Niveau		Variation en pourcentage					12 derniers mois		
			2023-03-31	-1 mois	-3 mois	-6 mois	-9 mois	-1 an	-3 ans	-5 ans	Min.	Max.
Québec	10 ans		3,65	4,01	4,03	3,94	3,95	3,07	1,86	2,73	3,07	4,47
Ontario	10 ans		3,65	4,03	4,06	3,95	3,99	3,08	1,92	2,74	3,08	4,49
Canada	10 ans		2,90	3,33	3,30	3,17	3,22	2,40	0,69	2,09	2,40	3,67
États-Unis	10 ans		3,47	3,92	3,88	3,83	3,02	2,34	0,67	2,74	2,34	4,24
Royaume-Uni	10 ans		3,49	3,82	3,66	4,08	2,23	1,61	0,35	1,35	1,55	4,50
Allemagne	10 ans		2,29	2,65	2,57	2,11	1,33	0,55	-0,47	0,49	0,50	2,75
Canada	Corpo AA (10 ans)		4,19	4,62	4,57	4,54	4,55	3,60	2,41	3,04	3,60	5,07
	Corpo BBB (10 ans)		5,04	5,30	5,37	5,46	5,33	4,34	3,80	3,85	4,34	6,01
	Écarts BBB - Gouv. 10 ans		2,15	1,97	2,08	2,29	2,11	1,93	3,11	1,76	1,89	2,40
États-Unis	Corpo AA (10 ans)		4,27	4,77	4,72	4,93	4,07	3,17	2,17	3,58	3,17	5,33
	Corpo BBB (10 ans)		5,29	5,70	5,73	6,04	5,14	3,90	3,51	4,19	3,90	6,47
	Écarts BBB - Gouv. 10 ans		1,82	1,77	1,85	2,21	2,12	1,56	2,84	1,45	1,53	2,28

¹Europe, Australasie et Extrême-Orient

²Rendements annualisés

Sources : Datastream, 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.