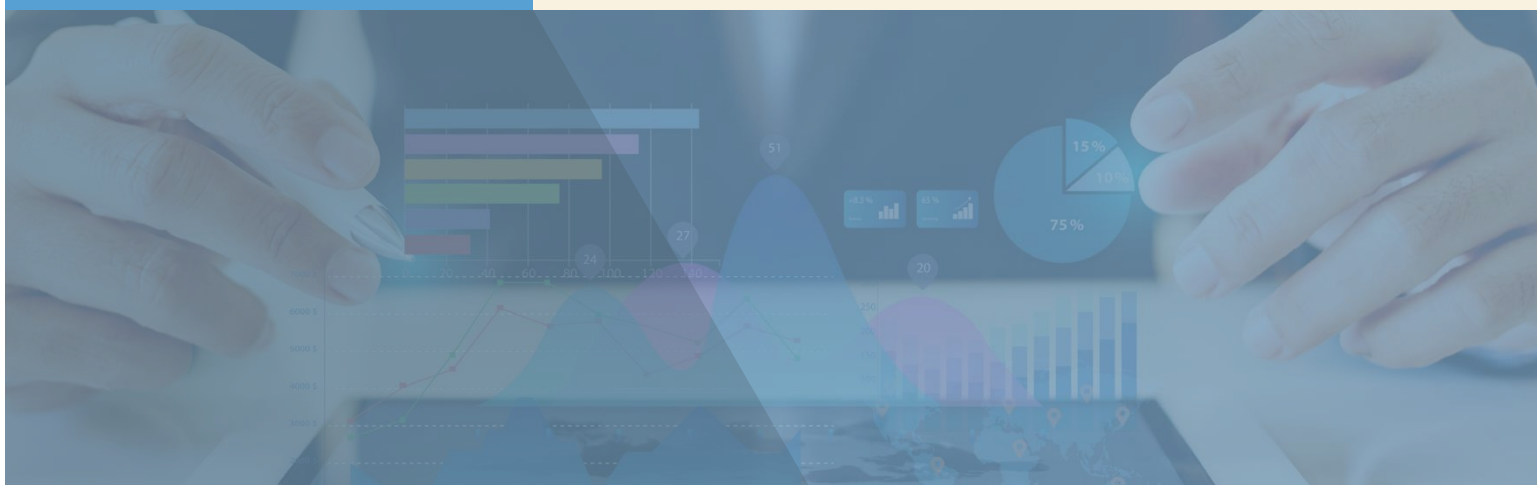


# Revue économique et financière

13 juillet 2023

Bureau de l'économiste en chef



# Table des matières

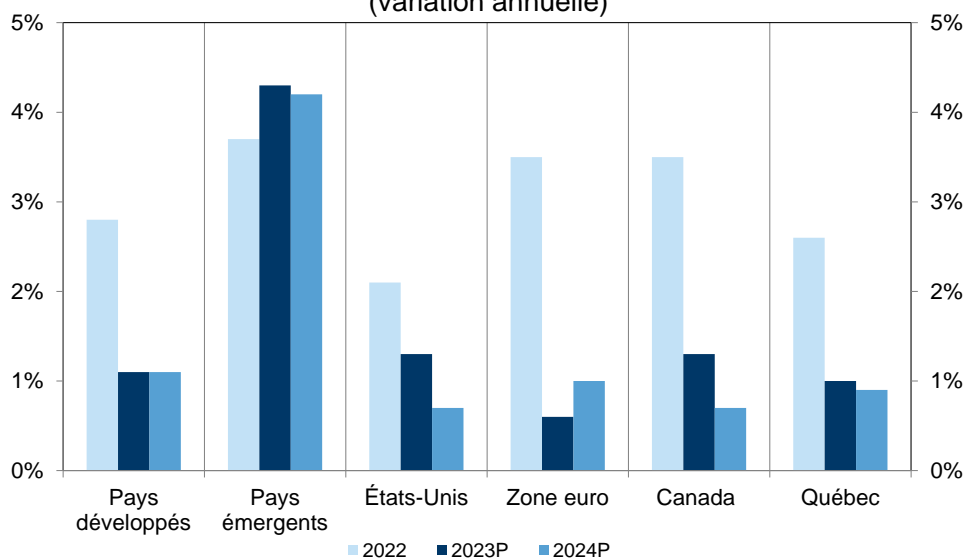
Faits saillants .....	3
Économie.....	4
Monde .....	4
Canada .....	6
Québec .....	7
Marchés financiers.....	9

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

## Faits saillants

- L'économie mondiale apparaît de moins en moins synchronisée alors que la croissance et l'inflation commencent à diverger d'un pays à l'autre. Les politiques monétaires prennent des directions différentes : en pause aux États-Unis, resserrée en Europe et assouplie en Chine.
- Au cours du deuxième trimestre, les États-Unis ont été ébranlés par une nouvelle faillite bancaire et la crise du plafond de la dette. L'économie demeure néanmoins relativement ferme, ayant affiché une croissance de 2 % au premier trimestre.
- En Europe, l'économie des 20 pays de la zone euro est entrée en récession cet hiver, tirée vers le bas par l'Allemagne. Le repli de la consommation des ménages et des dépenses publiques explique en bonne partie cette baisse du PIB.
- L'économie canadienne a débuté l'année sur une note positive. Le PIB a affiché une croissance de 3,1 % au premier trimestre, soutenu principalement par un rebond fulgurant des dépenses de consommation.
- À 1,7 %, l'économie québécoise affiche une croissance beaucoup plus faible que dans l'ensemble du Canada sur la même période. Là aussi, la progression du PIB est en grande partie attribuable au rebond de la consommation, tandis que l'investissement montre des failles.
- Au cours du deuxième trimestre, les marchés boursiers se sont généralement inscrits en hausse, soutenus par la bonne performance des titres technologiques.
- Sur les marchés obligataires, les taux sont repartis à la hausse, face à la résilience de l'économie mondiale, la persistance de l'inflation et la probabilité accrue de resserrements monétaires additionnels.

PIB réel – Monde  
(variation annuelle)



Sources : Prévisions consensuelles, Bloomberg et l'Autorité

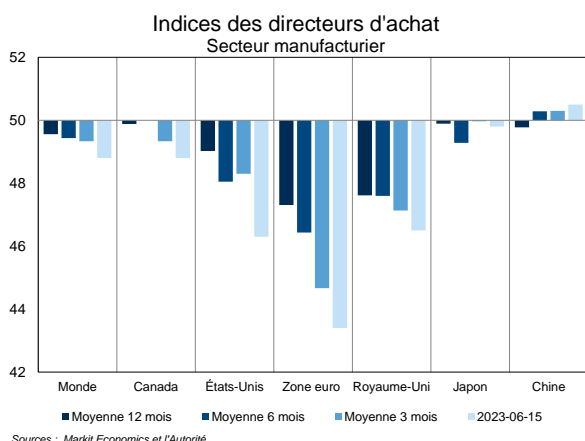
# Économie

## Monde

L'économie mondiale apparaît de moins en moins synchronisée en milieu d'année alors que la croissance et la lutte à l'inflation commencent à diverger d'un pays à l'autre. Aux États-Unis, l'économie demeure solide et l'inflation a reculé. À l'inverse, la zone euro connaît une récession technique et l'inflation se veut plus persistante. En Chine, l'inflation n'est pas un enjeu, mais l'économie peine à prendre de l'élan. En conséquence, les politiques monétaires prennent des directions différentes : en pause aux États-Unis, resserrée en Europe et assouplie en Chine.

Dans la plupart des pays avancés, l'inflation a continué à baisser depuis les sommets atteints en 2022, mais demeure au-dessus de la cible de 2 % des banques centrales. Toutefois, l'inflation fondamentale, qui exclut les éléments plus volatils comme les aliments et l'énergie, s'avère plus persistante. Les banques centrales laissent entendre que les taux vont demeurer plus élevés pour plus longtemps et que d'autres hausses sont au menu d'ici la fin de l'année.

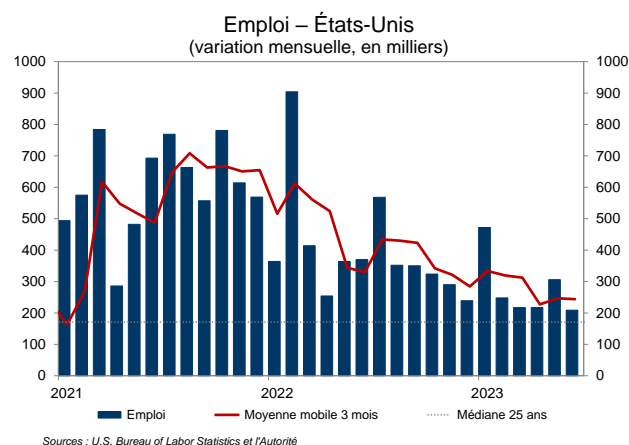
En juin, les indices des directeurs d'achat du secteur manufacturier étaient en baisse dans toutes les grandes économies avancées et se retrouvaient sous la barre des 50, pointant vers une contraction de l'activité économique.



Aux États-Unis, l'économie demeure relativement ferme malgré les crises, qui ont ébranlé le pays. La crise des banques régionales a emporté une autre institution au deuxième trimestre, la First Republic Bank, mais la contagion à l'ensemble du système bancaire a été évitée. Sous la gouverne des autorités réglementaires, la banque a été saisie puis vendue à JPMorgan Chase, qui a repris ses dépôts et l'essentiel de ses actifs.

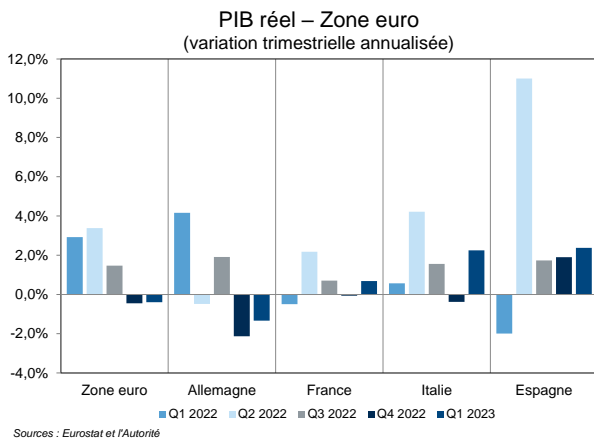
Parallèlement, le Congrès a réussi à trouver une entente in extremis en juin pour suspendre le plafond de la dette jusqu'à la fin de 2024 et ainsi éviter un défaut de paiement aux répercussions incalculables. L'entente prévoit notamment le plafonnement de certaines dépenses publiques.

Malgré ces soubresauts, l'activité économique se maintient. L'économie a crû de 2 % au premier trimestre en rythme annualisé, soutenue par la consommation des ménages et un marché de l'emploi solide. Le taux de chômage demeure en effet sous la barre des 4 % depuis maintenant plus d'un an et la création d'emploi se maintient à des niveaux substantiels. Les demandes d'assurance-chômage sont toutefois en hausse depuis un certain temps.



L'inflation est tombée à 3 % en juin, son niveau le plus bas depuis plus de deux ans, mais l'inflation fondamentale demeure toujours élevée à 4,8 %. La Réserve fédérale a décidé de marquer une pause dans le resserrement de sa politique monétaire, le temps de mesurer l'effet des dix hausses consécutives du taux directeur. Celui-ci demeure donc, dans une fourchette de 5 % à 5,25 %, mais un nouveau tour de vis est à prévoir à la prochaine rencontre du comité de politique monétaire à la fin de juillet.

En Europe, l'économie des 20 pays de la zone euro est entrée en récession cet hiver, tirée vers le bas par l'Allemagne, et ce, même si les trois autres grandes économies du bloc (la France, l'Italie et l'Espagne) ont affiché une croissance positive au premier trimestre. Le repli de la consommation des ménages et des dépenses publiques explique en bonne partie cette baisse du PIB. En dépit du ralentissement de l'activité, la création d'emploi demeure solide dans la zone euro et le taux de chômage, à 6,5 % en mai, est à un creux historique.



L'inflation a diminué depuis son sommet de 10,6 % l'automne dernier et s'établissait à 5,5 % en juin. L'inflation fondamentale demeure, là aussi, au-dessus des 5 %. Pour y faire face, la Banque centrale européenne (BCE) a relevé son taux directeur de 25 pnb à 4 %, son plus haut niveau en 22 ans, et annoncé que de

nouvelles hausses sont à prévoir en dépit du ralentissement de l'économie. La BCE a en effet révisé à la hausse ses prévisions d'inflation et en a profité pour mettre fin aux plans de relance mis en place durant la pandémie.

Au Royaume-Uni, après avoir passé plus de six mois au-dessus des 10 %, l'inflation est finalement retombée et s'établissait à 8,7 % en mai, un niveau encore élevé par rapport aux autres économies avancées. La Banque d'Angleterre y est ainsi allée d'une treizième hausse consécutive de son taux directeur en juin, le portant à 5 %.

En Chine, la reprise économique commence déjà à s'essouffler, moins de six mois après la fin de la politique de COVID zéro, qui a paralysé l'économie ces dernières années. La croissance a bien atteint 4,5 % au premier trimestre, mais les indicateurs plus récents pointent vers un ralentissement.

Après un rebond en début d'année, la consommation des ménages chinois croît à un rythme plus modéré. La faiblesse de la demande mondiale fait en sorte que les exportations chinoises peinent à redécoller. L'activité manufacturière est en repli. L'investissement résidentiel fait du surplace, les ménages demeurant craintifs face à un secteur qui a connu des déboires.

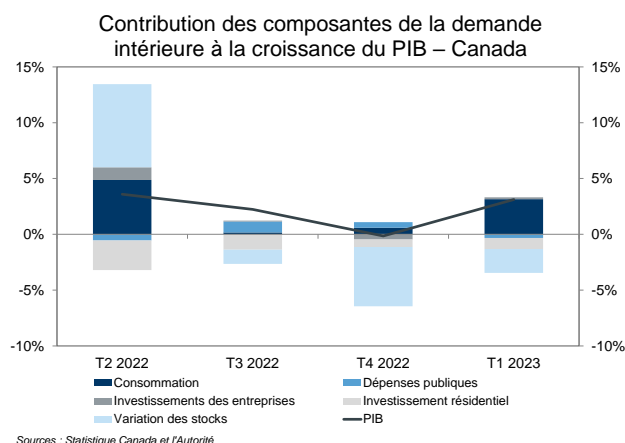
Plus largement, l'économie chinoise fait face à un certain nombre de problèmes structurels, tels que l'endettement des ménages et des gouvernements locaux, le vieillissement de la population et des relations commerciales tendues avec l'Occident.

Pour insuffler un nouvel élan à l'économie, la banque centrale chinoise a procédé à une baisse surprise de son taux directeur en juin, notamment dans le but de stimuler la consommation des ménages. En effet, l'inflation est quasi nulle en Chine, contrairement à ce qui prévaut ailleurs dans le monde.

## Canada

L'économie canadienne a débuté l'année sur une note positive. Le PIB a affiché une croissance de 3,1 %, soutenu principalement par un rebond fulgurant des dépenses de consommation. Alors qu'un ralentissement de l'économie est attendu en raison de la remontée des taux d'intérêt et du resserrement des conditions d'emprunt, cette performance a de quoi surprendre.

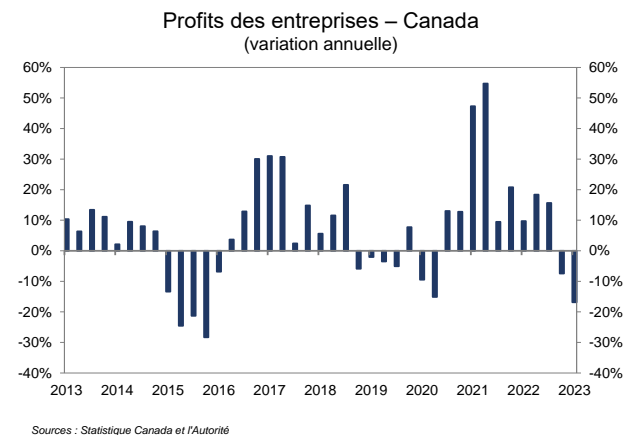
Hormis la consommation, les autres segments de la demande intérieure présentent un portrait plus terne. En effet, la contraction des investissements des entreprises et du secteur résidentiel contraste avec la résilience des consommateurs.



Cette performance de l'économie contribue à maintenir le marché du travail au plein emploi et illustre de belle façon la situation de demande excédentaire dans laquelle se trouve l'économie canadienne. Le rythme de création d'emploi a certes ralenti depuis le début de l'année, mais il demeure encore vigoureux.

Il est toutefois attendu que la création d'emploi ralentisse au cours des prochains mois, de concert avec l'ensemble de l'économie. En effet, les employeurs sont confrontés à une productivité faible, des salaires et des coûts unitaires de main-d'œuvre en forte hausse et une contraction conséquente des profits. Après

trois replis trimestriels successifs, les profits affichaient en effet un recul de 16,8 % au premier trimestre.



Dans un tel contexte de demande excessive et de plein emploi, il n'est pas surprenant que l'inflation se montre plus coriace que prévu. La Banque du Canada a pris la mesure de la situation dans laquelle se trouve l'économie canadienne et, après une pause de quelques mois, la Banque a procédé à deux nouvelles hausses de 25 points de base de son taux directeur, en juin et en juillet, le portant à 5 %.

Les autorités monétaires conservent un biais restrictif, signalant que d'autres hausses du taux directeur pourraient s'avérer nécessaires afin de calmer la demande et atténuer les pressions inflationnistes, si la vigueur de l'économie devait persister.

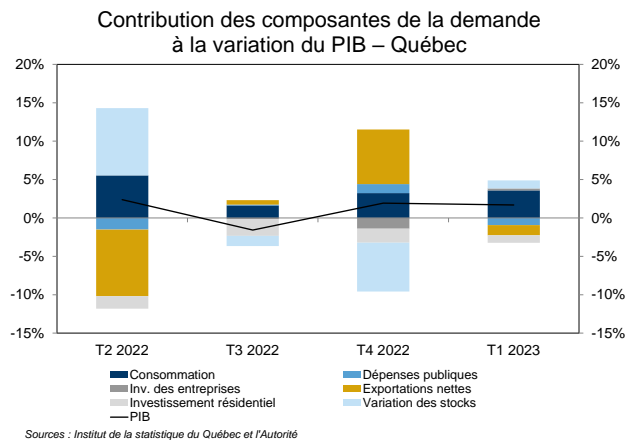
Les effets des hausses de taux se font généralement pleinement sentir sur l'économie avec un délai de 18 à 24 mois. Il est donc à prévoir que la hausse des coûts d'emprunt se répercutera tôt ou tard sur la croissance, l'emploi et la consommation.

De nombreux ménages ont déjà renouvelé leur emprunt hypothécaire à des taux d'intérêt plus élevés et d'autres devront le faire cette année et dans les années à venir. Cette ponction à même le revenu disponible les contraindra à faire des choix en matière d'épargne et de consommation et à ralentir leurs dépenses discrétionnaires.

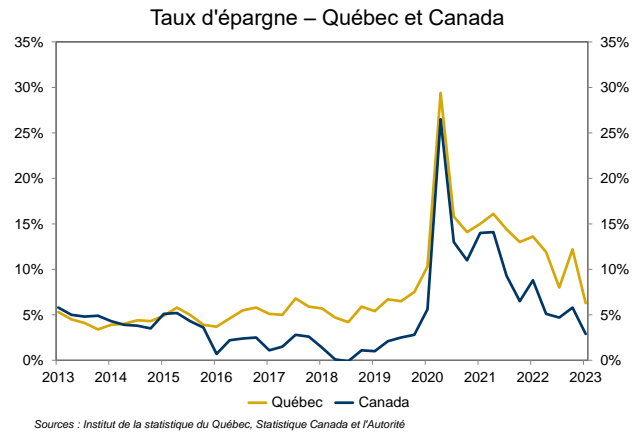
Dans ces conditions, un ralentissement de l'économie canadienne est attendu au cours des prochains mois. On ne peut d'ailleurs exclure une contraction de l'économie. Somme toute, une croissance plus faible se traduira par une remontée éventuelle du taux de chômage et mettra en place des conditions permettant à l'inflation de ralentir peu à peu la cadence.

## Québec

L'économie québécoise a commencé l'année en affichant une croissance de 1,7 %. Un résultat beaucoup plus faible que dans l'ensemble du Canada pour la même période. La progression du PIB est presque entièrement attribuable au rebond de la consommation, tandis que l'investissement montre des failles.



Soutenues par l'épargne élevée des Québécois, les dépenses des ménages ont affiché une hausse de 6 % au premier trimestre et ont été déterminantes dans la croissance du PIB. Les dépenses des ménages se sont principalement concentrées dans le secteur des services, alors que le secteur des biens a connu une activité plus morose. Le taux d'épargne a toutefois chuté de 12,2 % à 6,3 %.



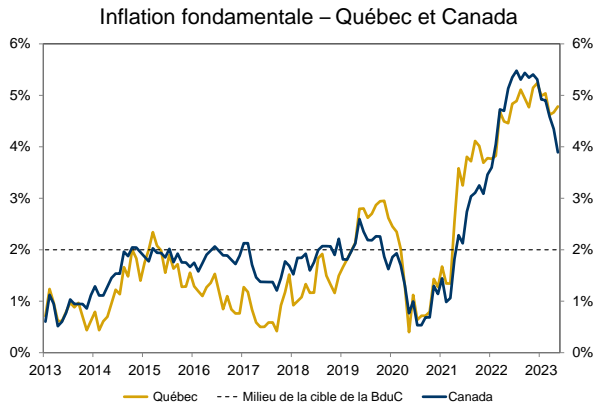
L'investissement des entreprises a affiché une hausse de 3 %, malgré la faiblesse des investissements en machines et matériel. En revanche, les reculs dans l'investissement résidentiel continuent de se succéder.

Les exportations nettes, tributaires d'une économie mondiale au ralenti, ont retranché 1,3 points de pourcentage à la croissance.

Le marché du travail a connu un léger ralentissement ces derniers mois. La création nette d'emploi sur les trois derniers mois affiche un gain de 3 700 emplois en juin. À l'exception des résultats d'avril, le rythme de création d'emploi cumulé connaît des baisses graduelles depuis février. Le taux de chômage s'élève maintenant à 4,4 %.

Sans pour autant effacer les signes d'une forte demande, le taux de postes vacants en baisse à 4,9 % indique une modeste atténuation des tensions sur le marché du travail. Cependant, ces tensions demeurent plus fortes au Québec qu'au Canada, où le taux de postes vacants s'établit à 4,4 %. La croissance des salaires a ralenti à 4,2 % en variation annuelle.

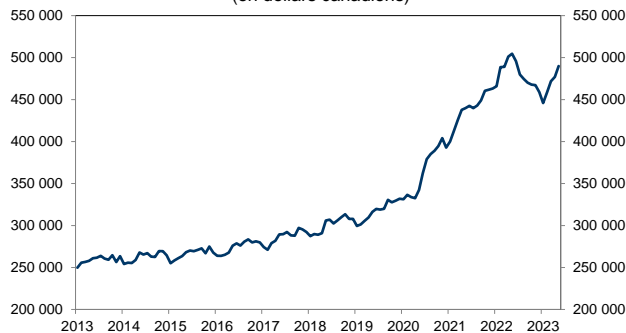
L'autre mention dont peut se prévaloir le Québec est celui de la province ayant une inflation fondamentale, c'est à dire excluant les prix de l'énergie et de l'alimentation, la plus forte. Atteignant 4,8 % en mai, elle est plus élevée qu'en avril.



Sources : Statistique Canada et l'Autorité

L'activité sur le marché immobilier résidentiel semble se stabiliser. Alors qu'une correction des prix avait été observé il y a un an, ceux-ci sont repartis à la hausse depuis février. Le prix moyen des propriétés n'est désormais que de 3 % inférieur à son sommet. Les ventes se sont aussi relevées, mais demeurent toujours en baisse d'environ 33 % par rapport au sommet atteint en 2021. Compte tenu du contexte global, il est peu probable que ce rebond soit réellement soutenable.

Prix moyen pondéré des propriétés – Québec  
(en dollars canadiens)



Sources : Centris et l'Autorité

Le Québec doit sa résilience à la vigueur des dépenses de consommation, qui ont fait contrepoids à la faiblesse relative des autres composantes de la demande. Pour ce faire, les ménages ont puisé abondamment dans leur épargne. Cette cadence n'est pas soutenable.

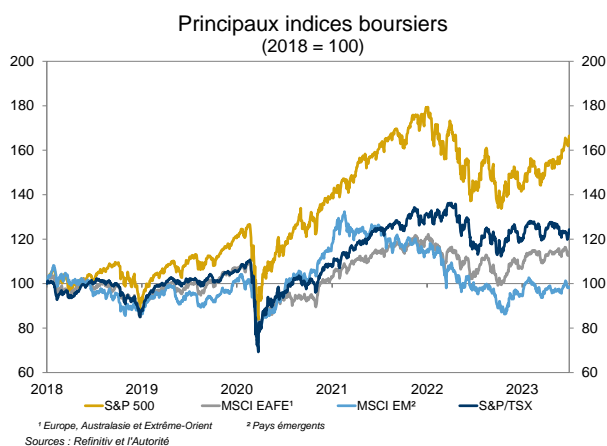
L'économie du Québec n'est pas à l'abri du ralentissement mondial et du resserrement des conditions d'emprunt. Ainsi, tout porte à croire que l'économie du Québec connaîtra un ralentissement au cours des prochains mois.



## Marchés financiers

Au cours du deuxième trimestre, les marchés boursiers se sont généralement inscrits en hausse, soutenus par la bonne performance des titres technologiques. Les investisseurs ont su naviguer dans un environnement difficile, caractérisé notamment par des tensions dans le secteur bancaire et l'incertitude entourant le relèvement du plafond de la dette aux États-Unis.

Sur les marchés obligataires, les taux sont repartis à la hausse, face à la résilience de l'économie mondiale, la persistance de l'inflation et la probabilité accrue de resserrements monétaires additionnels. Néanmoins, avec le durcissement des conditions monétaires et les risques de récession relativement élevés, l'évolution des marchés financiers au cours des prochains trimestres est empreinte de risques.



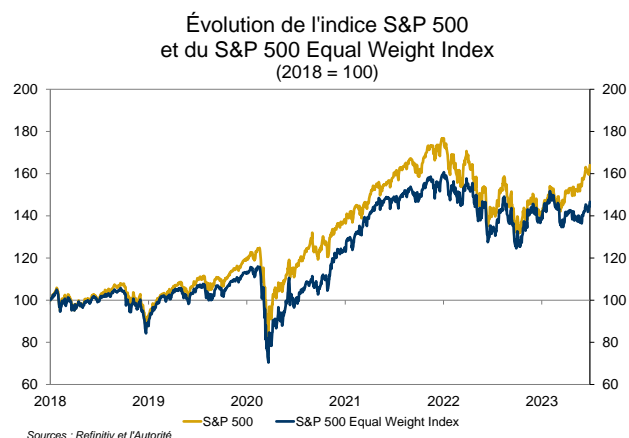
Aux États-Unis, la bonne performance des titres technologiques a permis au S&P 500 d'afficher une hausse de 8,3 % au deuxième trimestre. Au cours des dernières semaines, l'indice phare a affiché une hausse de plus de 20 % par rapport à son plus récent creux d'octobre dernier, entrant ainsi dans un marché haussier selon la définition communément utilisée.

Pour les mêmes raisons, le NASDAQ a su se démarquer au deuxième trimestre avec un gain impressionnant de 12,8 %. La bonne performance des titres technologiques s'explique entre autres par l'engouement des

investisseurs pour l'intelligence artificielle, dont les avancées semblent s'accélérer.

Pour illustrer la surperformance de quelques grands titres technologiques par rapport au reste du marché, on peut comparer l'évolution de l'ensemble de l'indice S&P 500 à l'indice à pondération égale S&P 500 Equal Weight Index. Ce dernier comprend les mêmes sociétés que le S&P 500, mais avec une répartition équipondérée au lieu d'une pondération basée sur la capitalisation de chaque société.

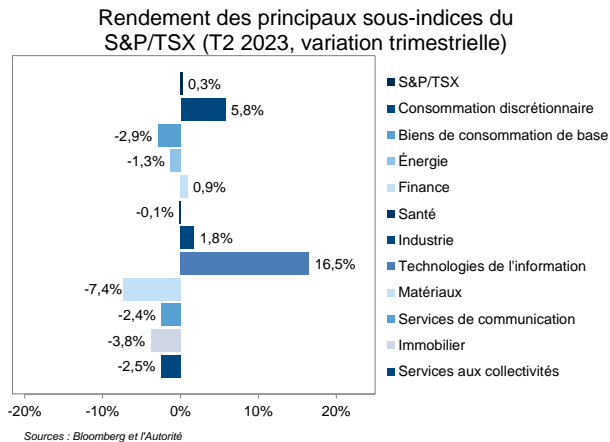
Depuis le début de l'année, le S&P 500 Equal Weight Index a généré un rendement de seulement 6 % par rapport à 16 % pour l'indice S&P 500. De fait, les niveaux de valorisation du secteur des technologies de l'information sont relativement élevés par rapport à l'ensemble du marché.



Au Canada, le S&P/TSX a fait moins bonne figure avec un rendement essentiellement nul au deuxième trimestre. Le secteur technologique du S&P/TSX a lui aussi très bien performé, mais son plus faible poids au sein de l'indice torontois par rapport au S&P 500 (8 % contre 28 %) fait en sorte qu'il a moins contribué à l'évolution de l'ensemble de l'indice.

Le secteur financier, le plus important du S&P/TSX avec un poids d'environ 30 %, affiche une légère hausse de 0,9 %. Cette faible croissance s'explique notamment par les résultats des banques canadiennes, qui ont

souffert du contexte économique moins favorable.



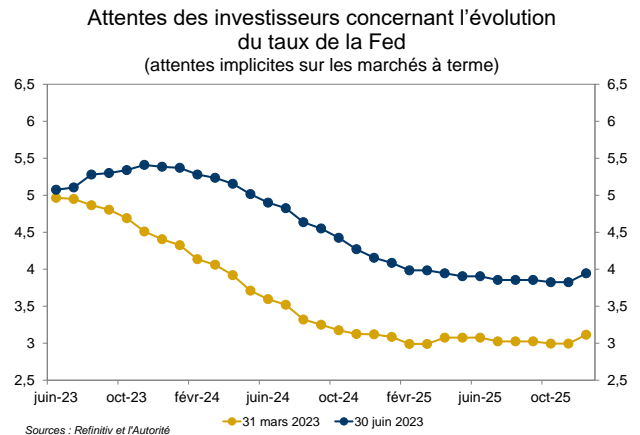
Le secteur de l'énergie du S&P/TSX a légèrement reculé. Conséquence de la faiblesse de la demande mondiale de pétrole, le cours de l'or noir s'est replié au cours des derniers mois, malgré les réductions de production de l'OPEP et de ses partenaires.

Finalement, les sociétés domiciliées au Québec ont offert, dans l'ensemble, un rendement similaire à l'indice S&P/TSX. L'indice Morningstar Banque Nationale Québec a ainsi affiché une légère croissance de 1,4 % au cours du trimestre, plombé notamment par un repli du secteur de la consommation de base.

Sur les marchés obligataires, les taux se sont inscrits en hausse lors du dernier trimestre, se rapprochant ainsi de leur plus récent sommet atteint en 2022. Les taux 10 ans du gouvernement américain ont terminé le trimestre à 3,8 %, en hausse d'environ 40 points de base, tandis que les taux 10 ans canadiens terminaient le trimestre à 3,3 %. Par ailleurs, les

taux 5 ans canadiens se situaient à 3,7 % en fin de trimestre, leur plus haut niveau depuis 2008.

La hausse des taux s'explique notamment par l'inflation plus persistante et la croissance économique plus vigoureuse qu'attendu, ce qui a incité les banques centrales à durcir le ton et à resserrer davantage leurs politiques monétaires. Les investisseurs ont ainsi révisé leurs attentes, escomptant maintenant des taux directeurs plus élevés pour plus longtemps, notamment aux États-Unis.



Au cours des prochains trimestres, l'évolution de l'inflation et de la politique monétaire demeurera un thème central sur les marchés financiers. Selon toute vraisemblance, l'actuel cycle de resserrement monétaire devrait perdurer encore un certain temps et peser sur la croissance économique mondiale ainsi que sur la valorisation des actifs financiers.

## Rendement des marchés

Marchés boursiers											
		Niveau		Variation en pourcentage					12 derniers mois		
		2023-06-30	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		821	5,28	5,95	12,89	20,79	14,36	32,97	40,02	678	821
MSCI EAFE <sup>1</sup>		1 356	3,45	3,19	10,08	19,33	14,22	29,18	19,82	1 135	1 368
MSCI Emerging Markets		59 844	2,88	0,72	4,11	10,45	0,37	4,11	2,27	52 493	62 451
S&P 500		4 450	6,47	8,30	15,91	24,12	17,57	43,55	63,72	3 577	4 450
S&P/TSX		20 155	2,98	0,28	3,97	9,28	6,86	29,91	23,82	18 206	20 767
Indice Morningstar Québec Banque Nationale		404	4,15	1,36	11,87	19,77	21,71	52,09	38,02	332	405

Marchés obligataires											
		Niveau		Variation en pourcentage					12 derniers mois		
		2023-06-30	-1 mois	-3 mois	-6 mois	-9 mois	-1 an	-3 ans	-5 ans	Min.	Max.
Québec	10 ans	3,97	3,90	3,65	4,03	3,94	3,95	1,32	2,79	3,35	4,47
Ontario	10 ans	3,97	3,91	3,65	4,06	3,95	3,99	1,32	2,81	3,37	4,49
Canada	10 ans	3,27	3,19	2,90	3,30	3,17	3,22	0,53	2,17	2,61	3,67
États-Unis	10 ans	3,84	3,65	3,47	3,88	3,83	3,02	0,66	2,86	2,58	4,24
Royaume-Uni	10 ans	4,38	4,18	3,49	3,66	4,08	2,23	0,17	1,28	1,81	4,50
Allemagne	10 ans	2,39	2,28	2,29	2,57	2,11	1,33	-0,46	0,30	0,78	2,75
Canada	Corpo AA (10 ans)	4,51	4,45	4,19	4,57	4,54	4,55	1,65	3,13	3,91	5,07
	Corpo BBB (10 ans)	5,35	5,25	5,04	5,37	5,46	5,33	2,58	3,81	4,72	6,01
	Écarts BBB - Gouv. 10 ans	2,09	2,06	2,15	2,08	2,29	2,11	2,05	1,64	1,89	2,40
États-Unis	Corpo AA (10 ans)	4,60	4,48	4,27	4,72	4,93	4,07	1,60	3,74	3,52	5,33
	Corpo BBB (10 ans)	5,53	5,53	5,29	5,73	6,04	5,14	2,38	4,50	4,66	6,47
	Écarts BBB - Gouv. 10 ans	1,69	1,88	1,82	1,85	2,21	2,12	1,72	1,64	1,62	2,28

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

<sup>2</sup>Rendements 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.