

4 novembre 2019

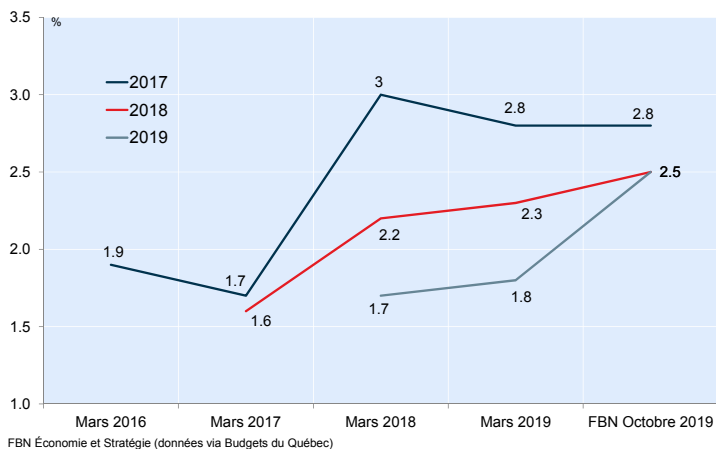
Québec doit résister à la tentation d'une politique budgétaire procyclique

Par Matthieu Arseneau

Ce jeudi, le gouvernement du Québec fera le point sur la situation économique et financière. C'est un secret de polichinelle que la situation financière pourrait être meilleure que prévue étant donné l'élan impressionnant de l'économie. Le PIB du Québec a connu en juillet dernier une dixième hausse mensuelle consécutive, soit la plus longue séquence depuis au moins 22 ans (voir [note](#) de notre collègue Marc Pinsonnault pour plus de détails). Au cours des 10 derniers mois, la croissance économique s'établit à 3.4% pendant que le reste du Canada a progressé à un rythme de seulement 1.5%. Au chapitre de l'emploi, l'enquête sur la population active indique la plus forte croissance depuis 2012 pour les 9 premiers mois de l'année corroborant la vigueur de la croissance. Alors que l'économie mondiale ralentit, une telle performance est d'autant plus spectaculaire qu'elle survient après deux années de fortes croissances. L'économie du Québec a en effet surpris les prévisions initiales du secteur privé par une marge significative au cours des 3 dernières années : 2.8% en 2017 (1.6% anticipé), 2.5% en 2018 (1.6% anticipé), 2.5% désormais attendu en 2019 (1.7% anticipé).

Québec: La croissance a outrepassé significativement les attentes

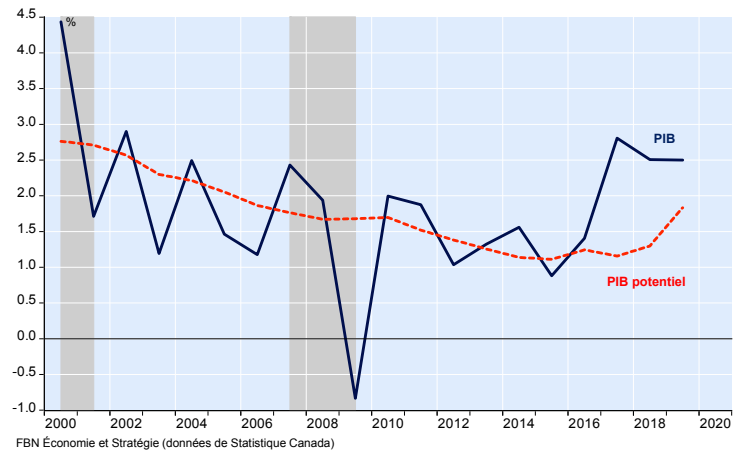
Croissance du produit intérieur brut (PIB) réel anticipée par le secteur privé



Ces performances sont impressionnantes car elles surviennent à un moment où la croissance potentielle du Québec est beaucoup plus faible que par le passé (environ 1.2% actuellement selon nos estimations), résultat d'une stagnation de la population des 15 à 64 ans et d'une croissance faible de la productivité (graphiques).

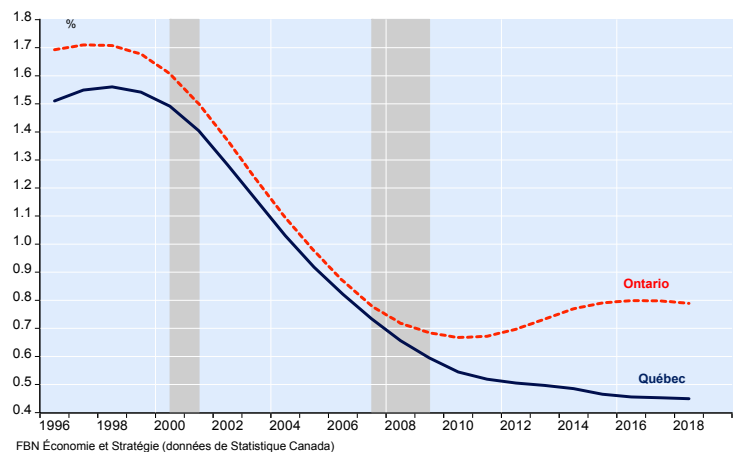
Québec: Une croissance bien au dessus du potentiel de 2017 à 2019

Croissance du PIB et du PIB potentiel



Québec: La productivité en tendance baissière

Croissance tendancielle de la productivité

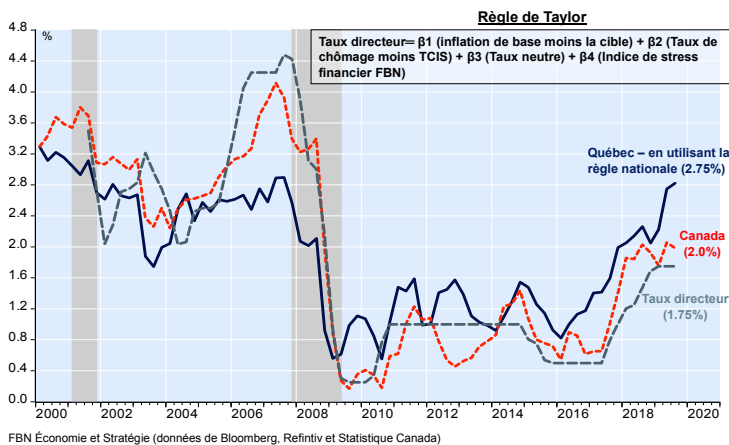


Différents facteurs peuvent expliquer la vigueur de l'économie québécoise depuis 2016. Alors que le prix du pétrole connaissait une chute vertigineuse de 2014 à 2016, la Banque du Canada a abaissé à deux reprises son taux directeur, appréhendant un ralentissement de l'économie canadienne dans son ensemble. Les provinces productrices d'énergie ont certes connu des temps difficiles, mais la contagion redoutée ne s'est pas matérialisée. Au contraire, durant cet épisode, les ménages québécois ont non seulement bénéficié de la baisse des taux d'intérêt, mais ont aussi vu leur facture de carburant diminuer.

En intégrant strictement les données économiques québécoises à notre modèle interne de prévision du taux directeur de la Banque du Canada, nous constatons que, depuis 2016, la situation économique dans la province aurait justifié une politique monétaire beaucoup moins

accommodante qu'au niveau national (graphique). Actuellement, le taux de chômage et l'inflation au Québec justifierait un taux directeur de 100 points de base au-dessus de son niveau actuel. Évidemment, ce décalage a contribué à stimuler la croissance dans la Belle province notamment en maintenant le dollar canadien faible. Par ailleurs, contrairement au Québec, la croissance en Ontario et en Colombie-Britannique a été affectée par les nombreuses mesures adoptées ces dernières années visant à freiner le secteur de l'immobilier. Les règles d'attribution de prêts hypothécaires plus restrictives ont effectivement eu beaucoup plus de mordant sur les marchés les plus onéreux, situés pour la plupart en Ontario et en Colombie-Britannique. Le marché du Québec, de son côté, a été relativement immunisé à ce chapitre, étant donné les prix des logements beaucoup plus abordables. Les ventes de logements sont en voie d'enregistrer un niveau record en 2019.

Taux directeur de la Banque du Canada vs. Règle de Taylor FBN

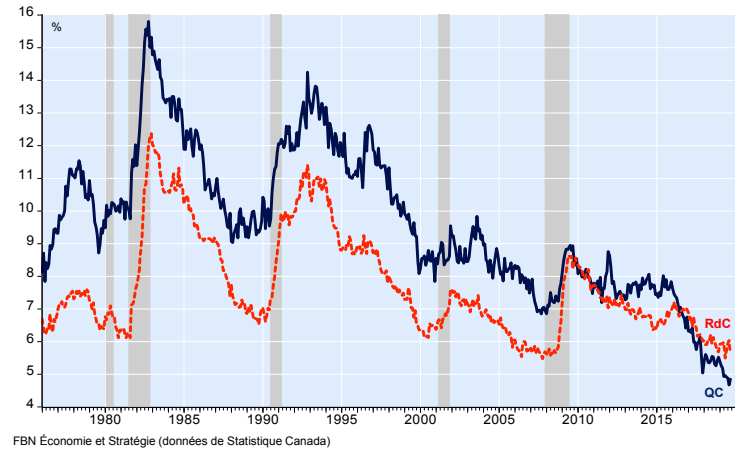


Une économie en surchauffe?

La croissance économique des dernières années au-delà du potentiel a provoqué une nette baisse du taux de chômage, qui pourrait atteindre en 2019 un creux record pour une quatrième année consécutive. Historiquement, le taux de chômage au Québec a été continuellement au-dessus de celui du reste du Canada. Entre 1976 et 2015, le taux de chômage a été au Québec de 2.1 points de pourcentage en moyenne supérieur au reste du pays. En septembre dernier, il se situait à 0.8 point de pourcentage sous celui des autres provinces (graphique).

Québec: Le taux de chômage le plus bas depuis au moins 1976

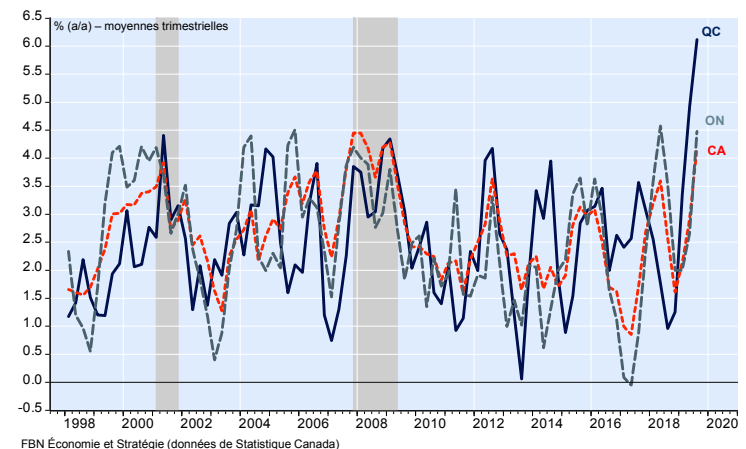
Taux de chômage au Québec et dans le reste du Canada (RdC)



Plusieurs indicateurs montrent que la rareté de main d'œuvre est très aiguë actuellement. En effet, les données de la Fédération canadienne de l'entreprise indépendante (FCEI) démontrent que c'est au Québec que la pénurie de travailleurs qualifiés et nonqualifiés sévit le plus au pays. Le nombre de postes vacants par chômeur y est d'ailleurs le plus haut de la fédération à l'exception de la Colombie-Britannique. La pression se fait d'ailleurs sentir sur les salaires qui affichent au cours de la dernière année de loin leur plus forte croissance depuis 1998 (graphique).

Canada: Perspective sur l'inflation salariale

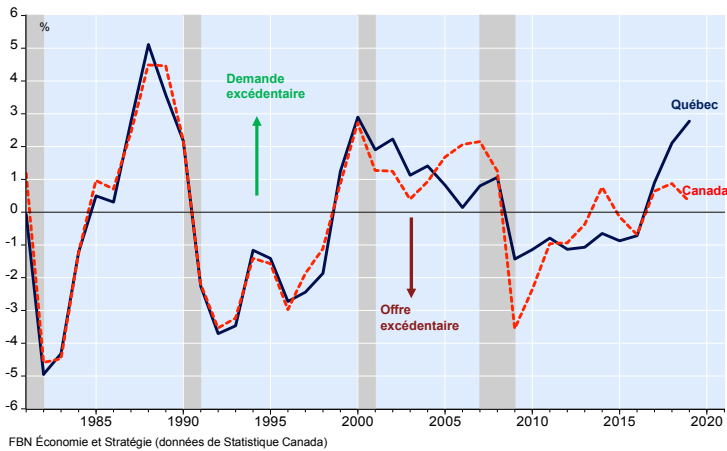
Salaires horaires moyens des employés permanents



Alors que la situation du marché du travail nous suggère que l'économie du Québec opère au-dessus de sa capacité, nos calculs abondent également en ce sens. Nous estimons que le PIB en 2019 est de 2.8% au-dessus de son potentiel, soit la situation la plus favorable en près de 20 ans (graphique).

Québec: L'économie opère au dessus de sa capacité

Écart en pourcentage entre le PIB et le PIB potentiel (Réel)

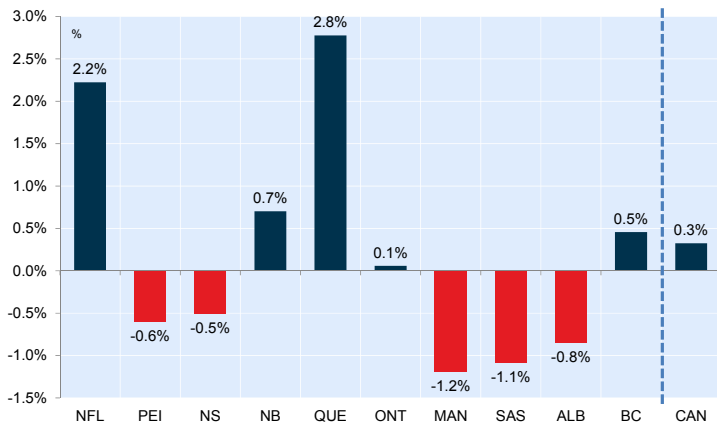


FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Bien que nous estimions que l'économie canadienne prise dans son ensemble opère quant à elle essentiellement à son potentiel en 2019, les divergences régionales sont considérables. Alors que l'activité économique dans les Provinces des Prairies tourne au ralenti, l'Ontario fonctionne essentiellement en ligne avec son PIB potentiel et la Colombie-Britannique légèrement au-dessus. Le Québec est la province qui affiche l'écart de production le plus élevé des provinces canadiennes (graphique).

Québec: L'écart de production le plus favorable au pays

Écart en pourcentage entre le PIB et le PIB potentiel (réel)



FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada)

Déficit structurel de retour?

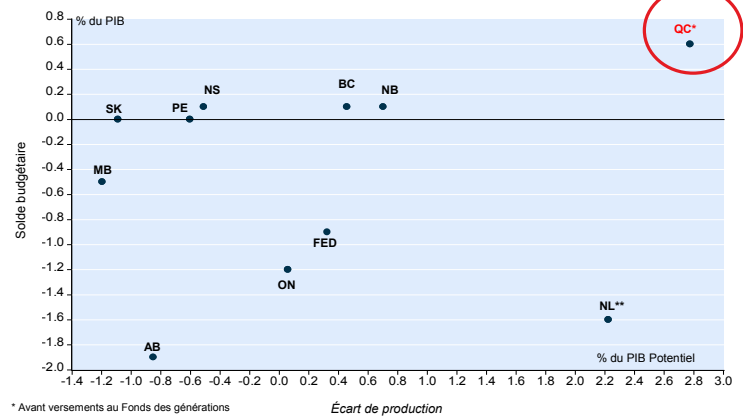
Une situation économique aussi formidable devrait se traduire par une situation financière tout aussi hors du commun. Le gouvernement du Québec affiche certes le plus imposant surplus parmi les provinces canadiennes¹¹. Toutefois, nous notons que la situation de l'équilibre budgétaire est à peine meilleure au Québec qu'en Colombie-Britannique, qu'au Nouveau-Brunswick, qu'en Nouvelle-Écosse, qu'à l'Île-du-

¹¹ Surplus avant versements au Fonds des générations par souci de comparaison avec les autres provinces.

Prince Édouard et qu'en Saskatchewan alors que leur écarts de production respectifs y sont beaucoup plus modestes (graphique).

Québec: Perspective sur l'équilibre budgétaire des provinces

Solde budgétaire en % du PIB (2019-2020) vs. écart de production en % du PIB (2019)



* Avant versements au Fonds des générations

Écart de production

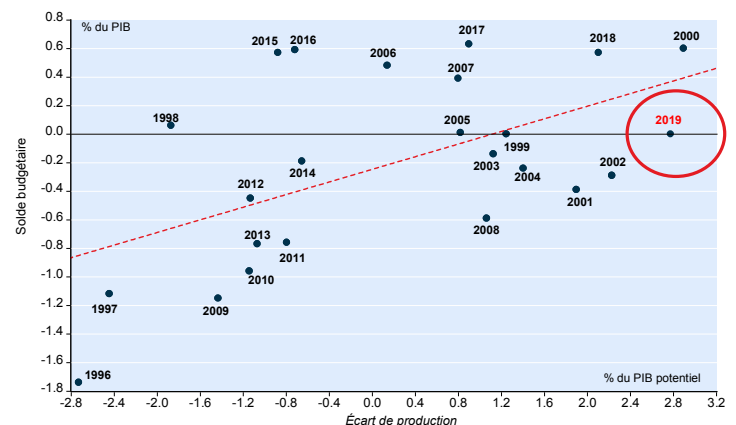
** Terre-Neuve enregistrera un surplus de 5.5% du PIB. Sans le revenu ponctuel relié à l'accord Atlantique, elle afficherait un déficit de 1.6% du PIB.

FBN Économie et Stratégie

Le budget du Québec de mars dernier indiquait un budget équilibré pour l'exercice en cours après versements au fonds des générations. Sur une base historique, un budget qui atteint l'équilibre budgétaire alors que l'économie opère à environ 3.0% au-dessus de son potentiel ne pêche pas par excès de prudence. En effet, depuis la mise en place de la loi sur l'équilibre budgétaire en 1996, la relation historique entre l'écart de production et l'équilibre budgétaire suggère que le gouvernement du Québec devrait même afficher en ce moment un surplus de l'ordre de 0.4% (graphique).

Québec: Perspective historique sur l'équilibre budgétaire*

Solde budgétaire en % du PIB (2019-2020) vs. écart de production en % du PIB (2019)



* Au sens de la loi sur l'équilibre budgétaire (après versements au Fonds des générations)

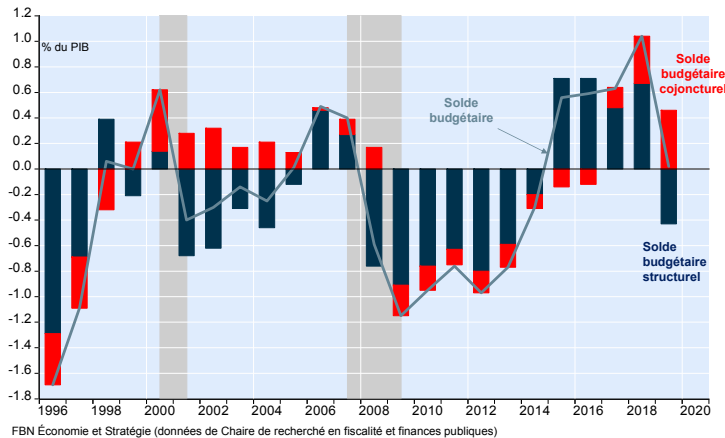
FBN Économie et Stratégie (données via Datastream)

D'ailleurs, Luc Godbout et Julie St-Cerny-Gosselin de la Chaire de recherche en fiscalité et finances publiques de l'Université de Sherbrooke concluaient cet été dans un **rapport** qu'après versement au fonds des générations, le

gouvernement du Québec affiche actuellement un déficit structurel, une première en 5 ans (graphique). Un tel constat signifie que si l'économie devait retourner à un niveau d'activité normal, un déficit réapparaîtrait.

Québec: Retour d'un déficit structurel cette année

Décomposition du solde budgétaire entre ses composantes cyclique et structurel (après versements au FdG)



FBN Économie et Stratégie (données de Chaire de recherche en fiscalité et finances publiques)

Conclusion

L'économie du Québec connaît des moments exceptionnels. La croissance a été vigoureuse lors des trois dernières années, une performance en partie attribuable à une politique monétaire trop accommodante étant donné la situation économique de la province. Plusieurs signes suggèrent que l'économie du Québec opère au-delà de sa capacité, notamment le taux de chômage à un creux record, la hausse des emplois vacants et l'accélération des salaires. Nous estimons que le PIB en 2019 est de 2.8% au-dessus du PIB potentiel, soit le niveau le plus élevé depuis 2000, et la situation la plus favorable parmi les provinces canadiennes. Bien qu'enviable sur une base relative, nous sommes d'avis que dans un tel contexte économique le gouvernement du Québec devrait afficher un surplus plutôt que l'équilibre. La Chaire de recherche en fiscalité et finances publiques concluait cet été que les finances publiques du Québec étaient en situation de déficit structurel. Cela signifie que l'équilibre budgétaire serait précaire si l'économie revenait à une situation plus normale.

Il ne serait donc pas étonnant que la mise à jour économique et financière du 7 novembre prochain annonce des revenus plus élevés que prévus étant donné la performance de l'économie qui a été encore au-delà des attentes cette année. À nos yeux, il est important que le gouvernement demeure prudent en ne déliant pas trop les cordons de la bourse avec de nouveaux engagements aux effets récurrents, qu'il s'agisse de réductions fiscales ou d'augmentation des dépenses. À moins que ceux-ci visent à améliorer la productivité du Québec qui déçoit actuellement. Il est indéniable que l'économie de la province n'a nul besoin à ce moment-ci d'une politique budgétaire procyclique.

Le gouvernement s'est donné pour objectif de hausser le niveau de vie des Québécois de façon à les rendre moins dépendants des paiements de péréquation dans le futur. Cet objectif ne saurait être atteint sans une augmentation de la productivité des entreprises et du gouvernement. À défaut d'y arriver, l'ampleur du déficit budgétaire structurel sera grandissante dans un contexte de changement démographique et exigera des correctifs douloureux pouvant compromettre la soutenabilité du filet de sécurité social québécois.

Économie et Stratégie

Bureau Montréal

514 879-2529

Stéfane Marion

Économiste et stratège en chef
stefane.marion@bnc.ca

Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint
matthieu.arseneau@bnc.ca

Krishen Rangasamy

Économiste principal
krishen.rangasamy@bnc.ca

Paul-André Pinsonnault

Économiste principal, Revenu fixe
paulandre.pinsonnault@bnc.ca

Marc Pinsonneault

Économiste principal
marc.pinsonneault@bnc.ca

Kyle Dahms

Économiste
kyle.dahms@bnc.ca

Jocelyn Paquet

Économiste
jocelyn.paquet@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Bureau Toronto

416 869-8598

Warren Lovely

Directeur général Chef, stratégie, FICC
warren.lovely@bnc.ca

Taylor Schleich

Associé, stratégie, FICC
Taylor.schleich@bnc.ca

Général

Le présent rapport a été élaboré par Financière Banque Nationale inc. (FBN), (courtier en valeurs mobilières canadien, membre de l'OCRCVM), filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la Bourse de Toronto.

Les renseignements contenus aux présentes ont été obtenus de sources que nous croyons fiables, mais ils ne sont pas garantis, peuvent être incomplets et modifiés sans préavis. Les renseignements sont à jour à la date indiquée dans le présent document. Ni le ou les auteurs ni FBN n'assument quelque obligation que ce soit de mettre ces renseignements à jour ou de communiquer tout fait nouveau concernant les sujets ou les titres évoqués. Les opinions exprimées sont fondées sur l'analyse et l'interprétation du ou des auteurs de ces renseignements, et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés dans les présentes, et rien dans le présent rapport ne constitue une déclaration selon laquelle toute stratégie ou recommandation de placement contenue aux présentes convient à la situation individuelle d'un destinataire. Dans tous les cas, les investisseurs doivent mener leurs propres vérifications et analyses de ces renseignements avant de prendre ou d'omettre de prendre toute mesure que ce soit en lien avec les titres ou les marchés qui sont analysés dans le présent rapport. Il importe de ne pas fonder de placement sur ce seul rapport, qui ne remplace pas un contrôle préalable ou les travaux d'analyse exigés de votre part pour motiver une décision de placement.

Le présent rapport ne peut être distribué que dans les cas permis par la loi applicable. Le présent rapport ne s'adresse pas à vous si FBN ou toute société affiliée distribuant le présent rapport fait l'objet d'interdiction ou de restriction de le mettre à votre disposition par quelque loi ou règlement que ce soit dans quelque territoire que ce soit. Avant de lire le présent rapport, vous devriez vous assurer que FBN a l'autorisation de vous le fournir en vertu des lois et règlements en vigueur.

Marchés financiers Banque Nationale du Canada est une marque de commerce utilisée par Financière Banque Nationale et National Bank of Canada Financial Inc.

Résidents du Canada

FBN ou ses sociétés affiliées peuvent appliquer toute stratégie de négociation décrite dans les présentes pour leur propre compte ou sur une base discrétionnaire pour le compte de certains clients; elles peuvent, à mesure que les conditions du marché changent, modifier leur stratégie de placement, notamment en procédant à un désinvestissement intégral. Les positions de négociation de FBN et de ses sociétés affiliées peuvent également être contraires aux opinions exprimées dans le présent rapport.

FBN ou ses sociétés affiliées peuvent intervenir comme conseillers financiers, placeurs pour compte ou preneurs fermes pour certains émetteurs mentionnés dans les présentes et recevoir une rémunération pour ces services. De plus, FBN et ses sociétés affiliées, leurs dirigeants, administrateurs, représentants ou adjoints peuvent détenir une position sur les titres mentionnés dans les présentes et effectuer des achats ou des ventes de ces titres à l'occasion, sur les marchés publics ou autrement. FBN, ses sociétés affiliées peuvent agir à titre de teneurs de marché relativement aux titres mentionnés dans le présent rapport. Le présent rapport ne peut pas être considéré comme indépendant des intérêts exclusifs de FBN et de ses sociétés affiliées.

Le présent rapport n'est pas considéré comme un produit de recherche en vertu des lois et règlements canadiens. Par conséquent, ce document n'est pas régi par les règles applicables à la publication et à la distribution de rapports de recherche, notamment les restrictions ou renseignements à fournir pertinents qui doivent être inclus dans les rapports de recherche.



Résidents du Royaume-Uni

Le présent rapport est un document de marketing. Il n'a pas été préparé conformément aux exigences prévues par les lois de l'Union européenne établies pour promouvoir l'indépendance de la recherche en matière de placement, et il ne fait l'objet d'aucune interdiction concernant la négociation préalable à la diffusion de la recherche en matière de placement. FBN a approuvé le contenu du présent rapport, dans le cadre de sa distribution aux résidents du Royaume-Uni (notamment pour l'application, au besoin, du paragraphe 21(1) de la *Financial Services and Markets Act 2000*). Le présent rapport est fourni à titre indicatif seulement et ne constitue en aucun cas une recommandation personnalisée ni des conseils juridiques, fiscaux ou de placement. FNB et sa société mère, ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle, ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des placements ou des placements connexes qui font l'objet du présent rapport, ou ils peuvent avoir détenu de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de contrepartistes ou de mandataires. Elles peuvent agir à titre de teneurs de marché pour ces placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre, ou peuvent agir à titre de banque d'investissement ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements et les revenus qui en découlent peuvent autant baisser qu'augmenter, et il se peut que vous ne récupériez pas la somme investie. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Si un placement est libellé en devises, les variations de change peuvent avoir un effet défavorable sur la valeur du placement. Il peut s'avérer difficile de vendre ou de réaliser des placements non liquides, ainsi que d'obtenir de l'information fiable concernant leur valeur ou l'étendue des risques auxquels ils sont exposés. Certaines opérations, notamment celles qui concernent les contrats à terme, les swaps, et autres produits dérivés, soulèvent un risque sérieux et ne conviennent pas à tous les investisseurs. Les placements prévus dans le présent rapport ne sont pas offerts aux clients particuliers, et le présent rapport ne doit pas leur être distribué (au sens des règles de la Financial Conduct Authority). Les clients particuliers ne devraient pas agir en fonction des renseignements contenus dans le présent rapport ou s'y fier. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription, ni la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription des titres décrits dans les présentes, ni n'en fait partie. On ne doit pas non plus se fonder sur le présent rapport dans le cadre d'un contrat ou d'un engagement quelconque et il ne sert pas, ni ne servira de base ou de fondement pour de tels contrats ou engagements.

Les présents renseignements ne doivent être communiqués qu'aux contreparties admissibles et clients professionnels du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. FBN est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni, et à son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD.

FBN n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority ou par la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

Résidents des États-Unis

En ce qui concerne la distribution du présent rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») qui est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC), membre du groupe de FBN, endosse la responsabilité du contenu du présent rapport, sous réserve des modalités susmentionnées. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis doivent communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Ce rapport n'est pas un rapport de recherche et ne s'adresse qu'aux grands investisseurs institutionnels des États-Unis. Ce rapport n'est pas assujéti aux normes d'indépendance et d'informations à fournir aux États-Unis applicables aux rapports de recherche.

Résidents de HK

En ce qui concerne la diffusion de ce document à Hong Kong par NBC Financial Markets Asia Limited (« NBCFMA »), titulaire d'un permis de la Securities and Futures Commission (« SFC ») qui l'autorise à mener des activités réglementées de type 1 (négociation de valeurs mobilières) et de type 3 (négociation avec effet de levier sur le marché de change), le contenu de cette publication est uniquement présenté à titre d'information. Il n'a pas été approuvé, examiné ni vérifié par aucune autorité de réglementation de Hong Kong, ni n'a été déposé auprès d'une telle autorité. Rien dans ce document ne constitue une recommandation, un avis, une offre ou une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'un produit ou d'un service, ni une confirmation officielle d'aucune transaction. Aucun des émetteurs de produits, ni NBCFMA ni aucun membre de son groupe, ni aucune autre personne ou entité désignée dans les présentes n'est obligé de vous aviser de modifications de quelque information que ce soit et aucun des susmentionnés n'assume aucune perte que vous auriez subie en vous en fondant sur ces informations.

Ce document peut contenir des informations au sujet de produits de placement dont l'offre au public de Hong Kong n'est pas autorisée par la SFC et ces informations seront uniquement mises à la disposition de personnes qui sont des investisseurs professionnels [au sens de « Professional Investors », tel que défini par la Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (« SFO »)]. Si vous avez des doutes quant à votre statut, vous devriez consulter un conseiller financier ou communiquer avec nous. Ce document n'est pas un document de marketing et n'est pas destiné à une distribution publique. Veuillez noter que ni ce document ni le produit qui y est mentionné ne sont visés par une autorisation de vente de la SFC. Prière de vous reporter au prospectus du produit pour des renseignements plus détaillés.

Des conflits d'intérêts concernant NBCFMA ou les activités de membres de son groupe sont possibles. Ces activités et intérêts comprennent des intérêts multiples en termes de conseils, transactionnels et financiers, dans les valeurs mobilières et instruments qui peuvent être achetés ou vendus par NBCFMA ou les membres de son groupe, ou dans d'autres instruments de placement qui sont gérés par NBCFMA ou les membres de son groupe qui peuvent acheter ou vendre de telles valeurs mobilières ou de tels instruments. Aucune autre entité au sein du groupe de la Banque Nationale du Canada, y compris la Banque Nationale du Canada et Financière Banque Nationale Inc., n'est titulaire d'un permis de la SFC ni n'est inscrite auprès de la SFC. Par conséquent, ces entités et leurs employés ne sont pas autorisés à ni n'ont l'intention de : (i) se livrer à une activité réglementée à Hong Kong; (ii) se présenter comme s'ils se livraient à une activité réglementée à Hong Kong; (iii) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

Droits d'auteur

Le présent rapport ne peut être reproduit en totalité ou en partie, ni distribué, publié ou mentionné de quelque manière que ce soit, ni ne le peuvent les renseignements, les opinions ou les conclusions qu'il contient sans, dans chaque cas, obtenir le consentement préalable et écrit de la FBN.