

REVUE

ÉCONOMIQUE et FINANCIÈRE

1^{er} trimestre 2017

Direction principale des affaires
internationales et vigie stratégique

13 avril 2017

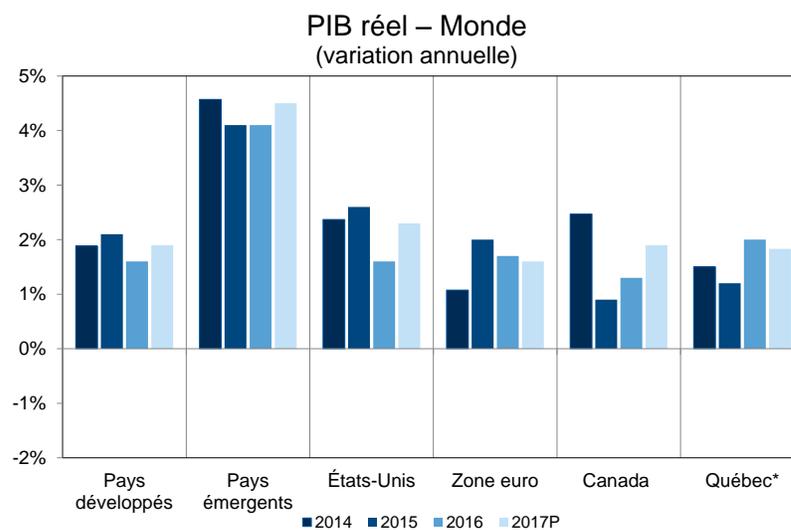
TABLE DES MATIÈRES

Faits saillants	1
Contexte économique	2
Monde	2
États-Unis	4
Canada	5
Québec	7
Revue des marchés financiers	11
Marchés boursiers	11
Marchés obligataires	13
Dossier spécial	15
La liquidité dans les marchés financiers : Un indice d'illiquidité appliqué au TSX	15

Mario Houle, chef économiste
Philippe Bergevin, économiste principal
Alexandre d'Aragon, économiste principal
Catherine Morin, économiste

FAITS SAILLANTS

- L'économie mondiale montre des signes encourageants. Dans plusieurs pays développés, les indicateurs économiques sont à la hausse et l'inflation commence à poindre sans toutefois être menaçante.
- L'ombre au tableau provient des risques politiques et géopolitiques, avec les débuts difficiles de l'administration Trump, le déclenchement des négociations sur le *Brexit* et l'élection présidentielle française à venir.
- L'économie américaine semble avoir trouvé un nouvel élan, soutenue par la croissance de l'emploi et des dépenses de consommation. La Réserve fédérale a haussé son taux directeur de 25 points de base en mars.
- Au Canada, l'économie entame 2017 sur une note positive. La consommation des ménages demeure le principal moteur de l'économie, alors que les exportations peinent toujours à décoller.
- Au Québec, la croissance économique a atteint 2,0 % en 2016, soit le taux le plus élevé en cinq ans. L'économie a été soutenue par la consommation des ménages et les exportations nettes alors que les investissements des entreprises ont cessé de retrancher à la croissance.
- Les principales places boursières mondiales ont continué sur leur lancée au cours des premiers mois de l'année alors que les rendements obligataires se sont stabilisés.
- Les enjeux liés à la liquidité de marché représentent une préoccupation importante des régulateurs financiers. À cet effet, l'Autorité a mis au point un indice d'illiquidité.



* Pour 2017, moyenne des prévisions des institutions financières canadiennes

Sources : Fonds monétaire international, Institut de la statistique du Québec et l'Autorité

CONTEXTE ÉCONOMIQUE

MONDE

Après avoir affiché l'an dernier sa plus faible croissance depuis la récession de 2008, l'économie mondiale commence finalement à montrer des signes encourageants.

Dans plusieurs pays développés, les indicateurs récents sont à la hausse, notamment la production industrielle, les exportations et la confiance des ménages et des entreprises.

Les enquêtes menées auprès des manufacturiers confirment que l'amélioration de la conjoncture se concrétise de manière généralisée, mais tout particulièrement aux États-Unis et en Europe.

En fait, bien qu'un redressement de l'activité ait été anticipé, les nouvelles économiques ont surpris à la hausse au premier trimestre.

Parallèlement, l'inflation pointe aussi à la hausse et les banques centrales commencent à changer le ton de leurs communications.

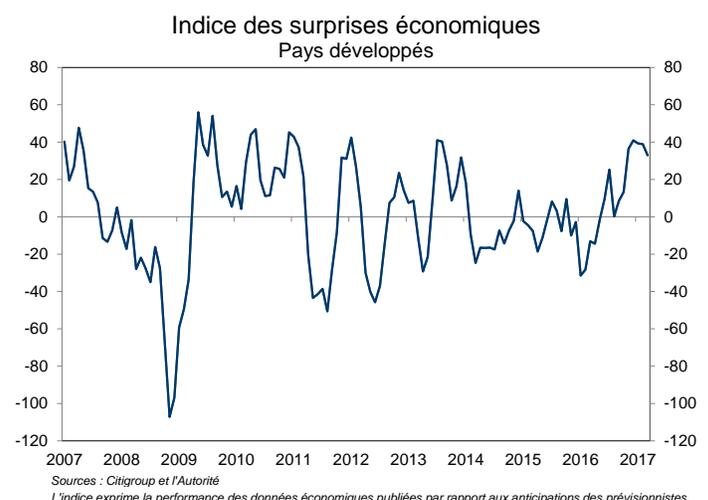
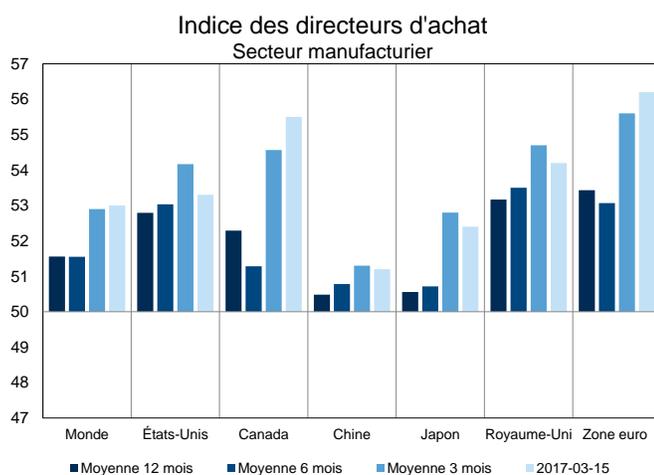
L'ombre au tableau provient toutefois des risques politiques et géopolitiques, dans la foulée du vote en faveur du *Brexit* et des élections américaines, dont les ramifications demeurent encore incertaines.

Il faudra voir si la vague populiste emportera d'autres pays dans son sillage, notamment en Europe. Les réalignements en cours pourraient avoir des répercussions dans les instances internationales et dans les zones de tension et de conflit.

Aux États-Unis, les premiers mois de la nouvelle administration à la Maison-Blanche se sont avérés plutôt chaotiques. Les mesures promises pour relancer l'économie, notamment les baisses d'impôt et le programme d'infrastructures, n'ont pas eu la priorité jusqu'à présent et ne pourraient voir le jour que l'an prochain.

L'économie semble néanmoins avoir trouvé un nouvel élan et la Réserve fédérale y est allée d'un autre resserrement de sa politique monétaire en mars. D'autres resserrements sont attendus d'ici la fin de l'année.

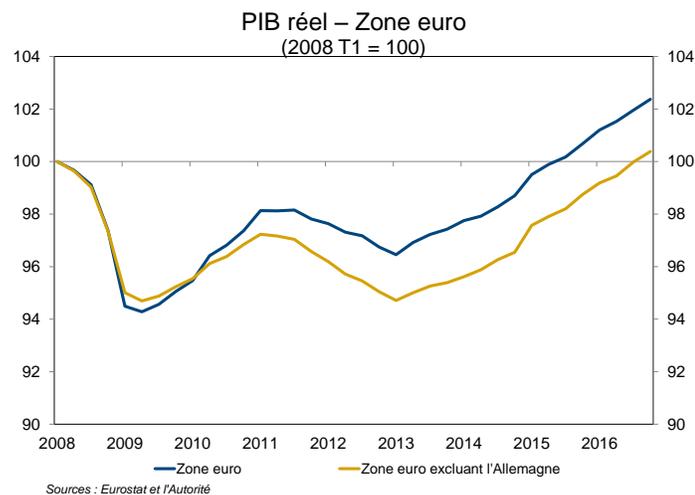
Au Royaume-Uni, le gouvernement a finalement entamé son retrait de l'Union européenne, en déclenchant le fameux article 50 à la fin de mars. L'issue des négociations apparaît très incertaine alors que Bruxelles et Londres semblent vouloir adopter la ligne dure.



De façon surprenante, l'économie britannique demeure résiliente depuis le vote, même si les entreprises adoptent une position attentiste dans leurs investissements.

Ailleurs en Europe, les yeux sont tournés vers une série d'élections qui pourraient signaler une avancée plus poussée des mouvements populistes. En mars, l'extrême droite a progressé aux Pays-Bas sans toutefois arriver en tête lors des élections législatives.

L'élection présidentielle française suscite plus d'inquiétude, même si les sondages donnent peu de chance au Front national à l'heure actuelle. L'élection de Marine Le Pen pourrait fragiliser la construction européenne, elle qui a promis de sortir la France de la zone euro, voire de l'Union européenne.



Entre-temps, la reprise s'est poursuivie dans la zone euro. Le PIB a crû de 1,7 % en 2016 et la croissance s'annonce tout aussi respectable cette année. Conséquence de cette embellie, à 9,6 %, le taux de chômage est à son plus bas en huit ans.

Plusieurs indicateurs laissent encore présager de meilleurs jours à venir. Les intentions des directeurs d'achat et l'emploi pointent en effet vers des conditions économiques plus favorables.

Par ailleurs, l'inflation est à la hausse et le risque de déflation a considérablement diminué, s'il n'a pas complètement disparu. La Banque centrale européenne conserve sa politique ultra-accommodante pour l'instant, mais a réduit ses achats d'actifs financiers en avril.

L'atterrissage en douceur se poursuit en Chine. Le gouvernement a abaissé ses prévisions de croissance à 6,5 % pour 2017. Le pays progresse tranquillement vers son objectif d'être moins dépendant de l'investissement et des exportations pour s'appuyer sur une demande intérieure plus robuste. Face à la hausse des taux d'intérêt américains, Pékin a pris certaines mesures pour réduire la dépréciation du yuan et la fuite des capitaux.

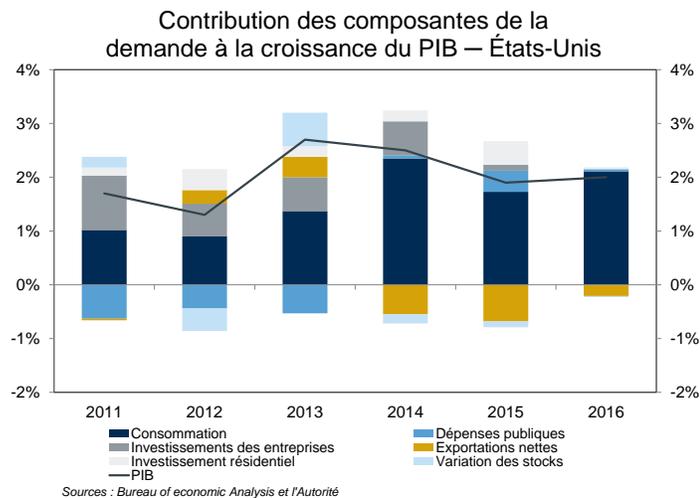
Parmi les autres pays émergents, la Russie semble finalement sur le point de sortir de la récession, tandis que le Brésil peine toujours à en sortir.

Les bourses ont poursuivi leur bonne performance au cours des premiers mois de l'année, mais ont commencé à fléchir à la fin du trimestre alors que des doutes commençaient à émerger sur le rythme des réformes promises et la capacité de l'administration Trump à les faire adopter.

Le prix du pétrole termine le trimestre aux alentours de 50 \$US le baril. Les inventaires importants et la reprise de la production de pétrole de schiste ont eu un effet à la baisse sur les cours en mars, et ce, malgré un accord pour réduire la production conclu l'automne dernier entre l'OPEP et d'autres pays producteurs.

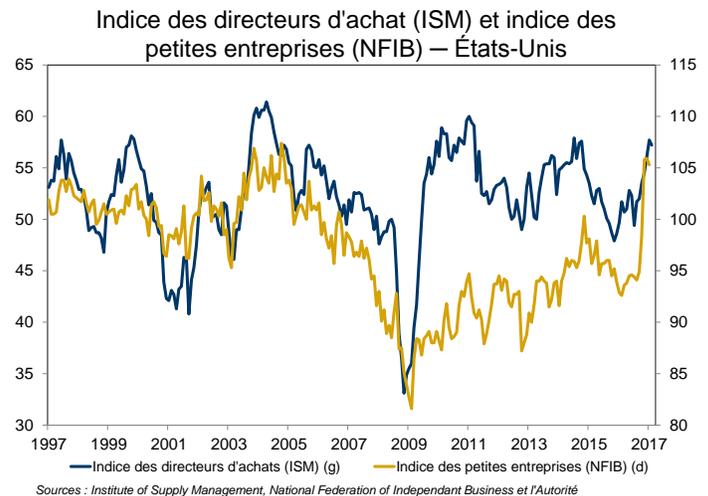
ÉTATS-UNIS

L'économie américaine a affiché une croissance de 2,0 % en 2016, soutenue principalement par les dépenses de consommation des ménages. Les autres composantes de la demande intérieure ont apporté un soutien beaucoup plus modeste à la croissance du PIB tandis que la force du billet vert et la faiblesse de la croissance de l'économie mondiale ont freiné celle des exportations.



Le deuxième semestre de 2016 a toutefois été dans l'ensemble plus vigoureux, même si le frein exercé par les exportations nettes a été plus important. La reprise des investissements des entreprises, après une glissade de plusieurs trimestres, constitue certes un élément positif et une tendance appelée à se poursuivre cette année.

L'année 2017 a commencé sur une note positive, avec une série d'indicateurs économiques pointant dans la bonne direction. En tout premier lieu, la remontée de l'indice des directeurs d'achat confirme la reprise du secteur manufacturier et la relative fermeté de l'ensemble de l'économie tandis que la remontée fulgurante de l'optimisme des dirigeants des petites entreprises (indice NFIB) donne l'assurance que la reprise est de mieux en mieux répartie dans l'ensemble des secteurs d'activité. Enfin, la hausse de l'indice précurseur du Conference Board suggère, quant à elle, une accélération de la croissance au cours des prochains mois.



Les ventes de maisons et les mises en chantier ont atteint récemment des niveaux jamais vus depuis 2007. Néanmoins, la contribution du secteur résidentiel à la croissance du PIB en 2016 a été plus modeste que par les années passées. Un marché de l'habitation encore relativement abordable, la santé du marché du travail et un faible stock de maisons neuves et existantes devraient soutenir l'activité résidentielle en 2017. Cependant, la progression rapide des prix, à un rythme annuel de près de 7 % depuis cinq ans, et la remontée des taux hypothécaires auront plutôt pour effet de freiner la demande.

Le marché du travail a affiché juste assez de vigueur pour faire glisser le taux de chômage à 4,5 % en mars, son plus bas niveau en dix ans. Le rythme de création d'emploi s'est établi à 178 000 au cours du premier trimestre de 2017 contre 197 000 à la fin de 2016.

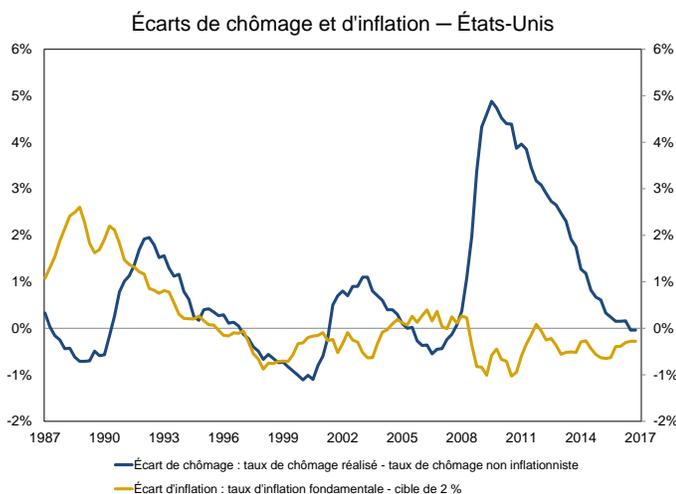
Plusieurs autres mesures confirment le dynamisme du marché du travail : les offres d'emploi sont en hausse et les postes vacants sont de plus en plus difficiles à combler, les départs volontaires s'accroissent et le travail à temps partiel involontaire diminue.

Enfin, les demandes de prestations d'assurance-chômage ont touché un creux jamais vu depuis près de 45 ans. De ces multiples signes de vigueur résulte une lente accélération des salaires, qui n'est toutefois pas alarmante pour le moment.

L'inflation a amorcé une lente remontée depuis déjà un certain temps. L'inflation fondamentale se chiffre maintenant à 1,8 % et se rapproche de la cible de long terme de 2 % de la Réserve fédérale.

Le comité de la politique monétaire de la Fed a relevé de 25 points de base le taux directeur, le portant à l'intérieur d'une fourchette cible de 0,75 % à 1 %. Deux autres tours de vis de même ampleur sont attendus d'ici la fin de l'année, et trois autres en 2018.

Même si l'économie a déjà atteint le plein emploi et l'inflation semble sur le point d'atteindre la cible de 2 %, la Fed espère encore être en mesure de procéder à une normalisation en douceur de sa politique monétaire. Comme le montre le graphique suivant, la Fed est près d'atteindre son double objectif de plein emploi et de stabilité des prix.



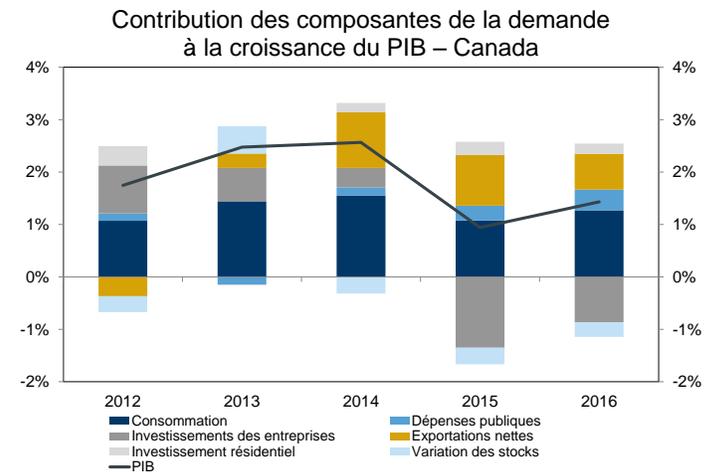
L'orientation future de la politique budgétaire américaine ajoute un degré d'incertitude à celle de la politique monétaire. Un changement de cap vers une politique budgétaire plus expansionniste pourrait forcer la main de la Fed et se traduire par des resserrements monétaires plus prononcés. En effet, une telle politique budgétaire serait forcément inflationniste, dans le contexte de plein emploi qui prévaut actuellement.

CANADA

L'économie canadienne a terminé l'année 2016 sur une note positive, retrouvant un certain élan dans la seconde moitié de l'année. Après avoir enregistré une croissance de 3,2 % au troisième trimestre, le PIB a progressé de 2,6 % au quatrième, porté encore et toujours par la consommation des ménages.

Au final, la croissance du PIB en 2016 n'a été que de 1,4 %, en raison d'un début d'année plus lent, marqué par les feux de forêt en Alberta, ce qui représente tout de même une certaine amélioration par rapport à 2015.

Sur l'ensemble de 2016, les dépenses de consommation sont demeurées le principal moteur de la croissance, en hausse de 2,2 %. Les consommateurs canadiens ont en effet contribué en ouvrant leurs portefeuilles, mais aussi en s'endettant davantage. L'effet de richesse provenant de l'immobilier résidentiel et une création d'emploi plus vive ont aussi contribué à cette solide performance.



Sources : Statistique Canada et l'Autorité

À l'opposé, les investissements des entreprises ont reculé considérablement, quoique dans une moindre mesure qu'en 2015. En baisse de 8,4 %, ils ont été l'élément central de la faiblesse de la demande intérieure. Les investissements des entreprises reculent en fait depuis la fin de 2014, avec la chute des cours du pétrole.

Enfin, les entreprises ont satisfait la demande globale en réduisant leurs inventaires plutôt qu'en accélérant la production. La variation des stocks a donc aussi retranché quelques points à la croissance de l'économie.

L'apport des exportations nettes à la croissance du PIB s'explique autant par le recul des importations que par la croissance très modeste des exportations.

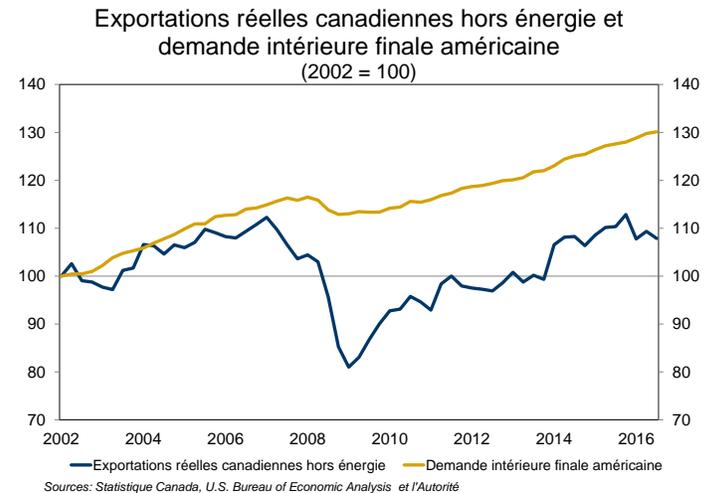
D'un point de vue sectoriel, l'activité économique a été soutenue au cours de la dernière année par le secteur des services, notamment par le commerce de détail, les services financiers et le secteur public, tandis que les secteurs de l'énergie et de l'exploitation des ressources ont continué de tirer la croissance vers le bas pour une deuxième année de suite.

La piètre performance des exportations canadiennes témoigne du fossé important qui s'est creusé au cours des dix dernières années entre les entreprises canadiennes et leurs concurrentes étrangères en matière de compétitivité.

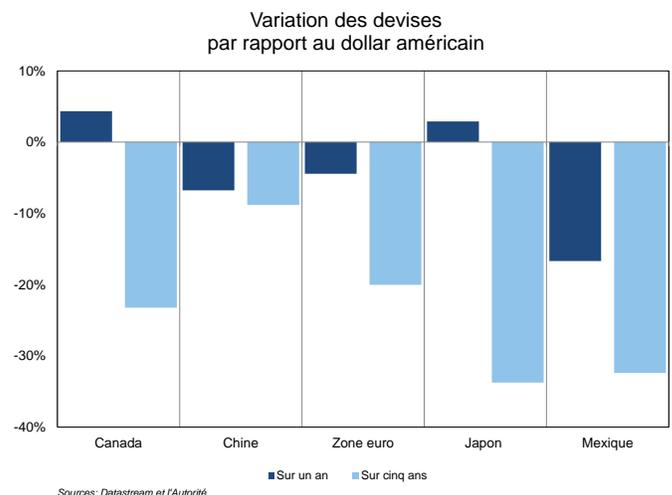
D'une part, la productivité du travail a augmenté beaucoup plus lentement au Canada qu'aux États-Unis. Ainsi, malgré une augmentation comparable de la rémunération du travail, les coûts unitaires de main-d'œuvre canadiens ont affiché une hausse de 45 % supérieure à ceux des États-Unis au cours de la dernière décennie.

D'autre part, la première décennie des années 2000 a été marquée par un important processus de délocalisation et de destruction des capacités de production dans le secteur de la fabrication au Canada. Au cours de cette période, les parts de marché du Canada sur le marché américain se sont considérablement effritées, tandis que le Mexique, la Chine et l'Allemagne, pour ne nommer que ceux-là, voyaient les leurs progresser.

Tous ces facteurs expliquent la faible progression des exportations malgré un contexte devenu plus favorable, grâce au recul du dollar canadien et à l'amélioration de la conjoncture économique aux États-Unis.



Il faut noter que le dollar canadien n'a pas été la seule devise à perdre des plumes face au billet vert au cours des dernières années. L'euro, la livre, le yen ont reculé d'autant, tandis que le recul du peso mexicain a été beaucoup plus important. Ceci contribue à relativiser considérablement l'avantage qu'a pu apporter la dépréciation du dollar canadien.



Du côté du marché du travail, l'économie canadienne a continué à créer des emplois de façon substantielle au début de 2017. Il s'est créé 83 000 emplois au cours des trois premiers mois de l'année tandis que le taux de chômage a reculé à 6,7 %.

Les pressions inflationnistes demeurent relativement modérées. L'indice des prix à la consommation a bien grimpé aux alentours de 2,0 % depuis le début de 2017, mais les mesures d'inflation fondamentales utilisées par la Banque du Canada pour établir sa politique monétaire demeurent plus faibles.

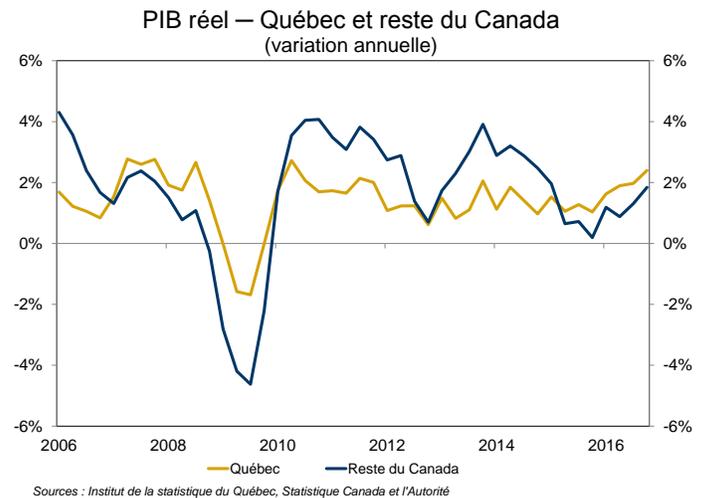
La banque centrale soutient qu'il demeure d'importantes capacités excédentaires dans l'économie canadienne et tout porte à croire que sa politique accommodante sera reconduite, laissant son taux directeur inchangé cette année. C'est du moins ce qu'indiquent les attentes consensuelles.

En somme, l'économie canadienne semble avoir retrouvé un certain élan depuis la fin de 2016. Toutefois, cette croissance repose plus que jamais sur la consommation des ménages, dont l'endettement ne cesse de croître. Pendant ce temps, les investissements des entreprises manquent toujours à l'appel et les exportations ne semblent pas répondre à l'amélioration de la conjoncture mondiale et à la dépréciation du dollar canadien.

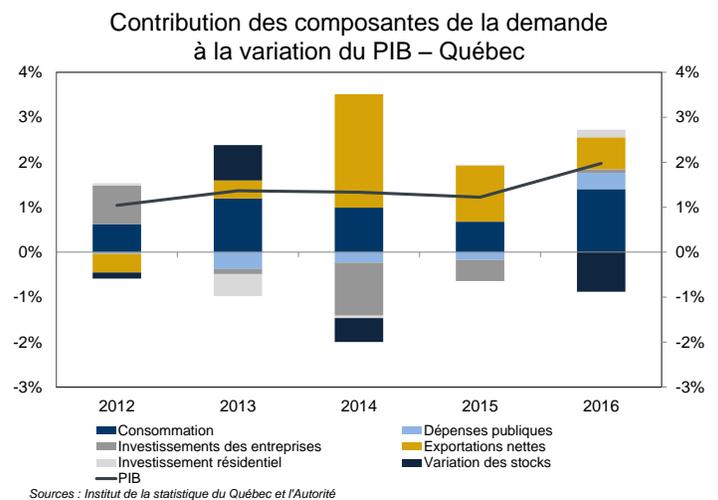
En tout état de cause, un certain degré de détente budgétaire devrait commencer à faire sentir ses effets cette année. La nouvelle administration Trump ajoute toutefois une ombre au tableau. Une éventuelle renégociation de l'ALÉNA ou une baisse des impôts des entreprises américaines pourraient remettre en cause le commerce transfrontalier et la compétitivité du Canada.

QUÉBEC

Après avoir affiché une croissance de 1,2 % en 2015, l'économie québécoise a crû de 2,0 % en 2016. Il s'agit du plus fort taux de croissance des cinq dernières années, permettant au Québec de surpasser une fois de plus la croissance de l'économie canadienne.



Sur l'ensemble de 2016, l'économie du Québec a été essentiellement soutenue par la consommation des ménages et les exportations nettes. Les investissements des entreprises ont cessé de retrancher à la croissance, affichant une première augmentation depuis 2012.



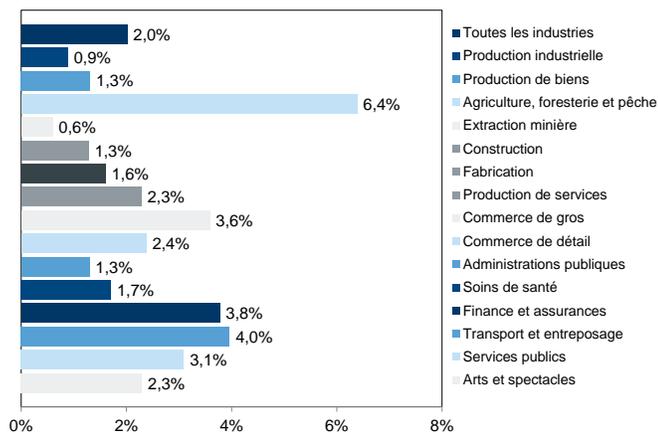
Enfin, les dépenses publiques ont connu une augmentation très modeste en 2016, mais qui contraste avec la contraction des années précédentes. La contribution du secteur public à la hausse du PIB s'est ainsi élevée à 0,4 %, illustrant la détente budgétaire progressive des divers paliers de gouvernement.

D'un point de vue sectoriel, la croissance a été particulièrement ferme dans le secteur des services, plus spécifiquement dans les secteurs du commerce de gros et de détail, de la finance et des assurances et du transport. On note également la poursuite de la reprise dans le secteur de la fabrication.

En effet, les investissements privés étaient en baisse depuis 2013, un phénomène rare en période d'expansion économique, puisque les dépenses en capital ont tendance à suivre de près les cycles économiques, c'est-à-dire, à progresser durant les périodes d'expansion et à se contracter en périodes de récession.

La croissance mondiale décevante depuis la Grande Récession de 2008 ainsi que la mollesse de la demande américaine ont fortement contribué à cette faiblesse peu commune.

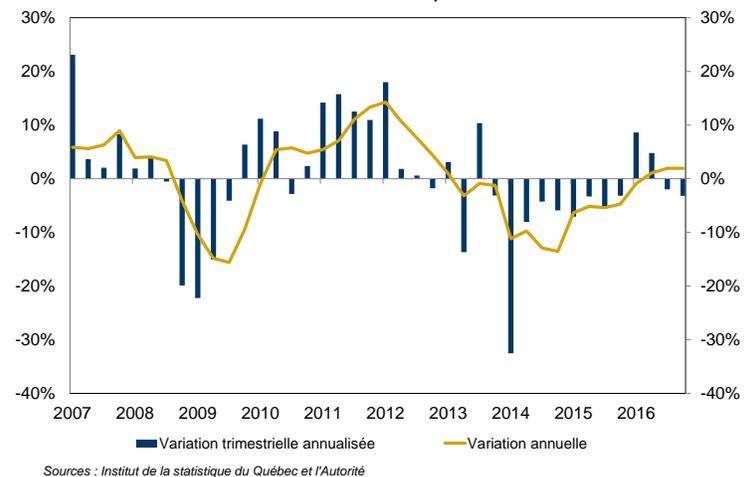
PIB par industrie en 2016 — Québec
(variation annuelle)



Le secteur financier a affiché une croissance de 3,8 % en 2016 et a contribué ainsi à tirer la croissance de l'ensemble de l'économie vers le haut. La taille relative du secteur financier au Québec, en proportion de l'ensemble de l'économie, se chiffre à 6,5 %, ce qui en fait le quatrième secteur d'activité en importance, après ceux de la fabrication, des administrations publiques et des soins de santé.

Les investissements des entreprises ont affiché une hausse de 1,0 % en 2016 et ont ainsi ajouté un maigre 0,1 point de pourcentage à la croissance du PIB cette année. Cette reprise est néanmoins bienvenue après des années de contraction des dépenses en capital productif.

Investissements des entreprises – Québec



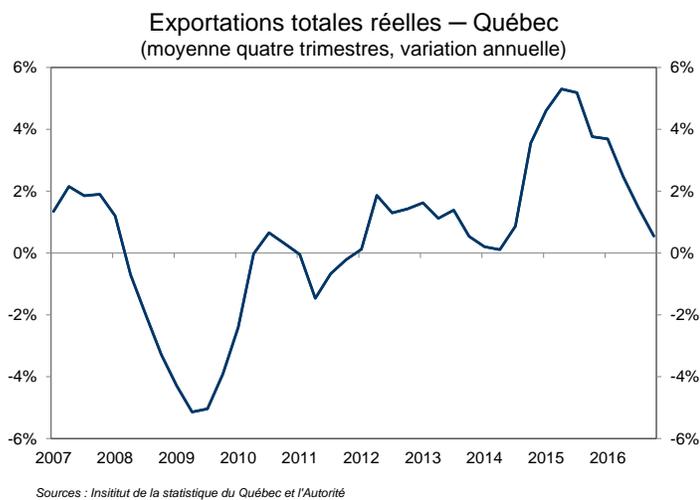
D'autres facteurs, comme le recul du prix des matières premières, ont nui au développement minier, causant une forte baisse des investissements dans ce secteur. La faiblesse anticipée de la demande, l'incertitude et la présence de capacités de production excédentaires ont également toutes contribué à la faiblesse des investissements.

Récemment, la confiance des entreprises est repartie à la hausse, stimulée par le raffermissement de la demande intérieure québécoise, mais aussi par l'amélioration de la conjoncture au Canada et aux États-Unis. La résorption des capacités excédentaires devrait elle aussi inciter les entreprises à augmenter leurs dépenses en capital.

Toutefois, la possible renégociation de l'ALÉNA crée un climat d'incertitude et pourrait freiner les élans du secteur privé ou retarder la réalisation de certains projets d'investissement.

De leur côté, les investissements publics devraient connaître une augmentation plus marquée à la suite des mesures annoncées dans les derniers budgets.

Après une hausse importante en 2015, la croissance des exportations a ralenti considérablement en 2016. Cependant, avec le raffermissement de l'économie mondiale et de la demande américaine, les exportations pourraient rebondir en 2017. Cette reprise pourrait toutefois être remise en cause si le gouvernement américain décide d'imposer des tarifs à la frontière ou de diminuer substantiellement les impôts des entreprises, compromettant la compétitivité des entreprises québécoises.



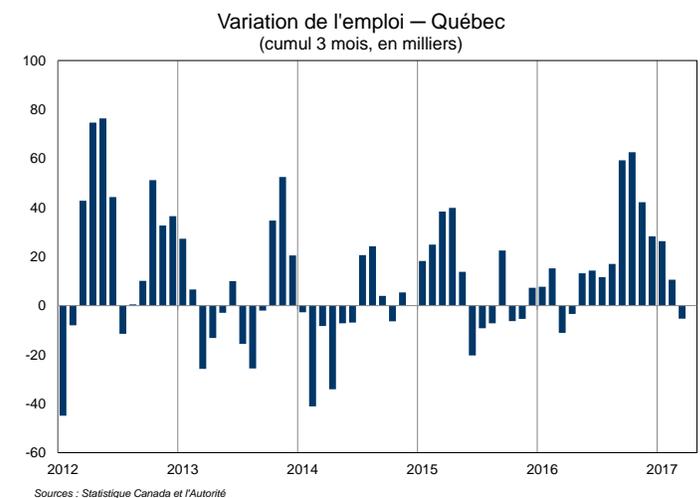
En 2016, le marché du travail a cumulé des gains nets de 90 800 postes. La création d'emploi s'est accélérée considérablement en deuxième moitié d'année, ce qui a mis fin à plus de deux ans d'évolution en dents de scie. Le taux de chômage a terminé 2016 à 6,5 %, en baisse de plus d'un point de pourcentage par rapport à 2015.

L'accélération récente de l'emploi n'a pas été le seul facteur derrière le recul du taux de chômage et son maintien à un niveau historiquement bas. La croissance de la population active affiche un déclin tendanciel important, qui est maintenant amplifié par le vieillissement de la population. En effet, alors que la croissance de la population active s'élevait à 1,5 % en 2010, elle n'était plus que de 0,3 % en 2016. Une croissance de l'emploi plus faible que par le passé

suffit dorénavant à maintenir ou à faire reculer le taux de chômage.

Au cours des trois premiers mois de 2017 toutefois, le marché du travail a affiché un léger recul. Malgré cette petite pause, les gains cumulés depuis un an demeurent considérables et contribueront à soutenir la consommation.

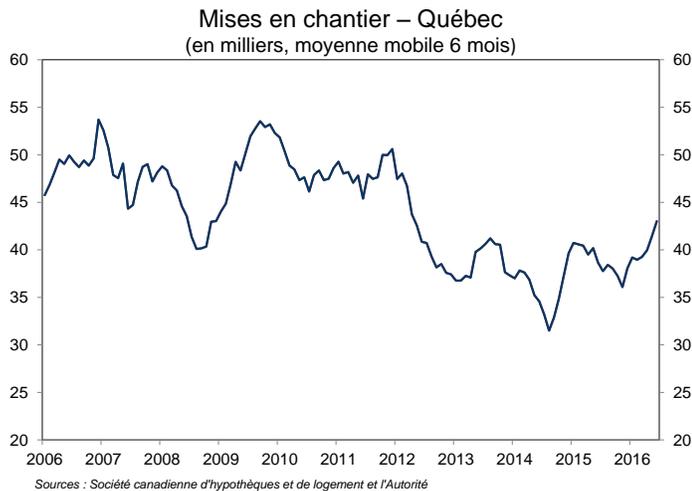
Le resserrement du marché du travail devrait créer une légère pression à la hausse sur les salaires. D'ailleurs, on note déjà une progression plus ferme des salaires au Québec qu'ailleurs au Canada. Cette hausse des revenus devrait avoir un effet positif sur la croissance économique du Québec.



Le marché immobilier résidentiel, sans connaître une année faste, tire tout de même son épingle du jeu. De toute évidence, les mesures macroprudentielles imposées l'automne dernier par le gouvernement fédéral n'ont pas eu d'impacts marquants sur le marché québécois.

Le contexte favorable aux ménages, forte création d'emploi et faibles coûts de financement hypothécaire, a soutenu le marché immobilier. Les prix des propriétés ont connu une croissance plus ferme au cours de la dernière année et cette tendance s'est poursuivie au début de 2017. L'offre de propriétés a continué de diminuer et les ventes ont progressé.

On observe également une augmentation en continu des mises en chantier. De fait, le marché immobilier s'est plutôt raffermi au cours des six derniers mois.



Il faut noter que le marché immobilier au Québec dans son ensemble a affiché une tendance nettement différente au cours des dernières années que ceux des marchés en surchauffe de l'Ontario et de la Colombie-Britannique.

La croissance de l'économie a été largement tributaire de la consommation des ménages au cours des dernières années. Ceci ne saurait se poursuivre indéfiniment. Le taux d'endettement des ménages est déjà très élevé et ceux-ci devront tôt ou tard rééquilibrer les livres.

L'environnement de faibles taux d'intérêt leur a permis de soutenir une dette plus élevée que par le passé sans que le service de la dette ne soit trop alourdi. Néanmoins, le niveau élevé d'endettement rend les ménages plus vulnérables à un relèvement

brutal des taux d'intérêt. Ce scénario est peu probable sur un horizon de moyen terme. Néanmoins, il mérite une attention particulière, surtout dans le contexte de plein emploi qui prévaut aux États-Unis et qui milite en faveur de resserrements de politique monétaire, lesquels pourraient entraîner un rehaussement du coût du crédit de ce côté-ci de la frontière.

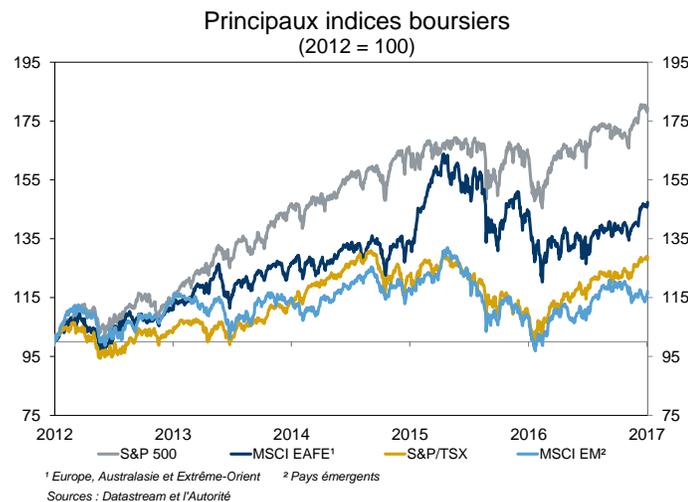
Tout comme celle du Canada, l'économie du Québec devra diversifier ses sources de croissance au cours des prochaines années. Elle devra entre autres choses pouvoir compter sur un apport plus solide des exportations. On l'a vu, le raffermissement de l'économie américaine et la dépréciation du dollar canadien n'auront pas suffi à raviver les exportations aussi facilement qu'elles ont pu le faire par le passé. Dans ce contexte, le vent de protectionnisme qui souffle présentement sur l'administration américaine constitue un risque non négligeable.

La croissance de l'économie du Québec devrait maintenir la cadence, toujours soutenue par la consommation des ménages, mais aussi par la reprise des investissements privés et un certain degré de détente budgétaire. La poursuite de la reprise au Canada et le maintien d'une croissance ferme de la demande intérieure américaine devraient contribuer à soutenir les exportations.

REVUE DES MARCHÉS FINANCIERS

MARCHÉS BOURSIERS

Les principaux marchés boursiers ont continué sur leur lancée au cours des premiers mois de l'année. Les changements proposés par la nouvelle administration américaine et le renforcement de l'économie mondiale semblent avoir insufflé un vent d'optimisme sur les marchés.

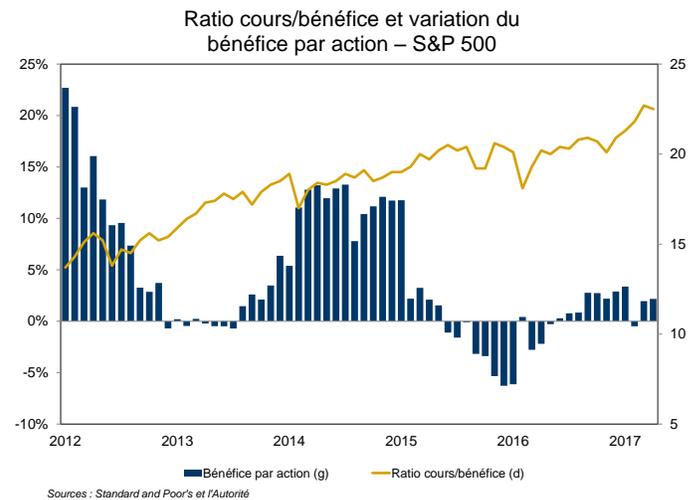


Toutefois, l'échec de la réforme du secteur de la santé aux États-Unis laisse planer un doute sur la capacité du nouveau président à mettre en œuvre ses promesses électorales, ce qui a contribué à freiner l'élan des marchés au cours des dernières semaines. Les principaux indices terminent tout de même le trimestre en territoire positif. Le MSCI All Country World Index affiche ainsi un rendement de 5,2 % depuis janvier.

L'indice S&P 500 a affiché une hausse de 5,5 % depuis le début de l'année, et de 10,4 % depuis l'élection américaine de novembre dernier. Les données économiques sont solides aux États-Unis et les politiques annoncées de Donald Trump, qui touchent notamment une réforme de la fiscalité et la déréglementation de certains secteurs, devraient avoir un impact positif sur les bénéfices des entreprises, si elles viennent à se concrétiser.

La croissance des bénéfices par action sur le S&P 500 s'est redressée en 2016, mais demeure relativement modeste, si bien que la hausse récente des marchés s'explique essentiellement par une remontée des valorisations.

Le ratio cours/bénéfice du S&P 500 sur 12 mois s'établit maintenant à environ 22, bien au-dessus de la moyenne historique. Les marchés semblent ainsi tabler sur une croissance plus rapide des bénéfices cette année.

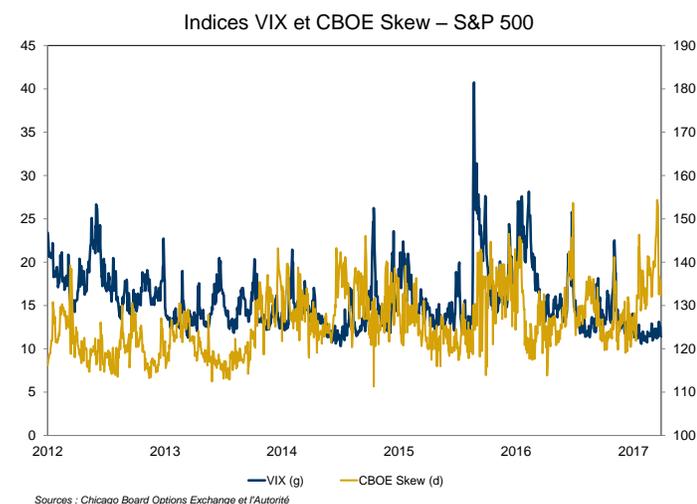


Malgré un contexte politique incertain, la volatilité sur les marchés boursiers est faible et en baisse. L'indice VIX du S&P 500, qui fait état du niveau de volatilité implicite, s'inscrit en baisse depuis l'élection américaine et atteint maintenant des niveaux rarement observés depuis la Grande Récession de 2008.

Cette baisse de la volatilité laisse croire à un certain niveau de complaisance de la part des investisseurs. Préoccupée, la Réserve fédérale souligne d'ailleurs que le faible niveau de volatilité apparaît incompatible avec l'incertitude considérable sur le plan des politiques publiques.¹

Au Canada, le S&P/TSX a aussi bénéficié du vent d'optimisme sur les marchés depuis l'élection américaine. Toutefois, la chute du cours du pétrole en février est venue effacer une partie des gains du TSX depuis le début de l'année. L'indice termine ainsi le trimestre avec un léger gain de 1,7 %.

Rappelons que le cours de l'or noir s'était raffermi de façon importante en seconde moitié de 2016 dans la foulée d'un accord entre l'OPEP et d'autres pays producteurs pour réduire l'offre de pétrole. Toutefois, alors même que des doutes subsistent sur l'application de cet accord, d'autres producteurs, notamment les États-Unis, en ont profité pour augmenter leur production.

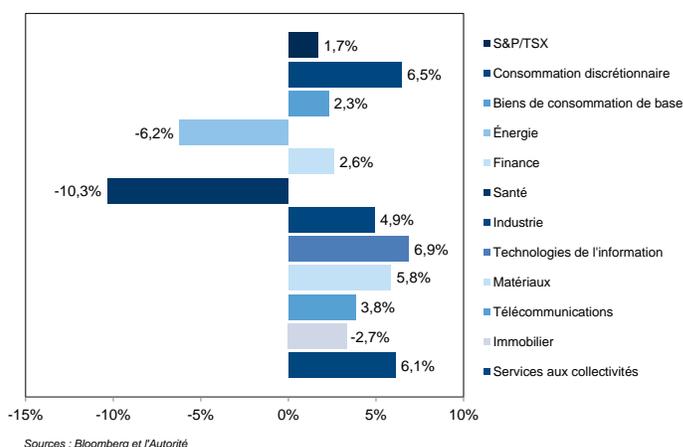


Malgré ce calme apparent, les investisseurs s'inquiètent de plus en plus du risque de correction des marchés. Par exemple, le CBOE Skew Index était à la hausse ces derniers mois. Cet indice reflète les probabilités de rendements négatifs extrêmes, implicites dans le prix des options sur le S&P 500.

En Europe, l'amélioration de la conjoncture est telle que l'incertitude politique – liée notamment au déclenchement du processus du *Brexit* et la montée du populisme – est passée au second plan. Les marchés européens font fi des risques politiques et le MSCI Europe termine le premier trimestre en hausse de 5,3 %.

¹ Minutes of the Federal Open Market Committee, January 31-February 1, 2017

Rendement des principaux sous-indices du S&P/TSX au T1 2017



Le secteur des services financiers, qui représente maintenant plus de 35 % de la capitalisation boursière de l'indice S&P/TSX, s'était fortement apprécié dans la foulée de l'élection américaine. Ce rebond fut de courte durée puisque le secteur termine le trimestre avec un rendement de 2,6 %.

Les entreprises québécoises transigées sur le TSX ont affiché une performance similaire à l'ensemble de l'indice avec un rendement de 1,8 %, selon l'Indice Morningstar Québec Banque Nationale. Comme pour l'ensemble du TSX, l'indice des entreprises québécoises a bénéficié du rendement du secteur des services financiers, de même que du secteur de la consommation discrétionnaire, reflétant en partie un renforcement des conditions économiques.

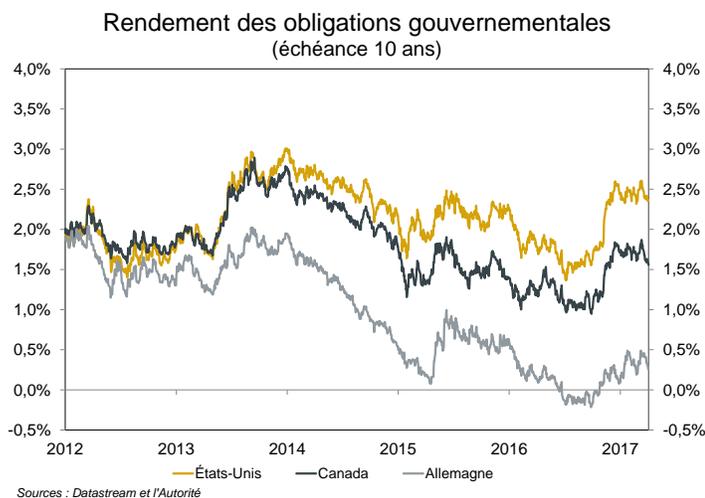
En somme, les principaux indices boursiers ont grandement bénéficié d'un renforcement des conditions économiques des derniers mois. Plusieurs indices, notamment le S&P 500, présentent par contre des niveaux de valorisation élevés, ce qui les rend plus vulnérables à certains risques de nature politique ou économique.

MARCHÉS OBLIGATAIRES

Les rendements obligataires ont monté en flèche à la suite de l'élection américaine de novembre dernier, en raison d'un rehaussement des anticipations d'inflation et d'un relèvement des primes à terme.

Toutefois, depuis le début de l'année, ils ont évolué à l'intérieur d'une fourchette relativement étroite, mais se sont tout de même repliés en fin de trimestre.

Le rendement des obligations américaines 10 ans termine ainsi le trimestre à 2,4 %, là où il avait débuté l'année et en deçà de son sommet de 2,6 % atteint en mars.



Ce changement de perception des marchés est aussi notable dans la valeur du dollar américain et, dans une moindre mesure, dans les anticipations d'inflation. Le dollar américain s'est replié légèrement par rapport aux principales devises depuis le début de l'année, tandis que les anticipations d'inflation, implicites aux obligations à rendement réel, sont maintenant légèrement sous la barre des 2 %.

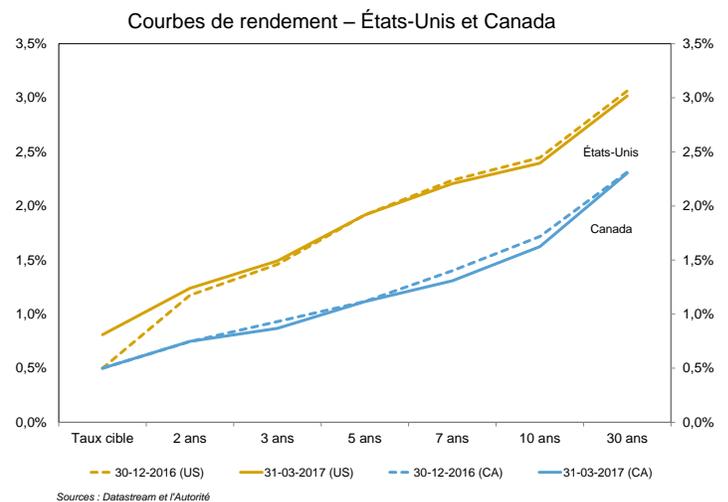
Les marchés anticipent toujours deux autres resserrements monétaires de la Fed d'ici la fin de l'année, reflétant la vigueur de l'économie américaine, notamment sur le plan de l'emploi.

Un autre développement qui risque de toucher les rendements obligataires concerne la gestion des actifs de la Réserve fédérale. Rappelons que le bilan de la banque centrale américaine a explosé à la suite de la crise de 2008.

Bien qu'elle n'achète plus de nouveaux actifs, la Réserve fédérale continue de refinancer les obligations qui viennent à échéance. Elle pourrait toutefois mettre un terme à cette pratique au cours de la prochaine année, ce qui risque de tirer à la hausse les rendements obligataires.

Par ailleurs, la Banque centrale européenne a réduit le montant de ses achats d'actifs mensuels de 80 G€ à 60 G€ au début d'avril, et pourrait encore réduire ce montant dès l'année prochaine.

Les conditions monétaires demeurent néanmoins très accommodantes en zone euro, ce qui se reflète dans les rendements obligataires des principaux pays, notamment l'Allemagne. En France, l'incertitude politique liée à l'élection présidentielle a favorisé l'élargissement de l'écart de rendement entre les obligations françaises et allemandes.



Au Canada, le rendement des obligations 10 ans a suivi de très près celui des obligations américaines et termine le trimestre à 1,6 %, en légère baisse par rapport à son niveau de 1,7 % du début de l'année. L'économie canadienne a surpris par sa vigueur depuis le début de l'année, mais elle présente toujours d'importantes capacités excédentaires et l'inflation sous-jacente demeure sous les 2 %.

Le cours du pétrole continue de peser sur l'économie canadienne, alors que la reprise attendue des exportations et de l'investissement des entreprises tarde à se concrétiser. Dans ce contexte, la Banque du Canada devrait rester sur la touche cette année.

Les écarts de rendement des obligations de sociétés des principaux marchés par rapport aux obligations gouvernementales ont continué de rétrécir, mais se sont par la suite stabilisés au cours des premiers mois de 2017.

Le resserrement des écarts que l'on observe depuis le début de 2016 reflète notamment la réduction du risque de défaut des entreprises du secteur de

l'énergie grâce au redressement des prix du pétrole et une certaine stabilisation des conditions économiques mondiales.

Écarts de rendement entre les obligations de sociétés (BBB) et les obligations gouvernementales (10 ans)
(en points de base)



Sources : Bloomberg et l'Autorité

Avec la chute des prix du pétrole, le Canada et les États-Unis ont vu leurs écarts diverger étant donné la place plus importante des entreprises du secteur pétrolier dans l'économie canadienne. La divergence entre les deux pays a commencé à se résorber.

Rendement des marchés (variation en pourcentage)

		Marchés boursiers									
		Niveau								12 derniers mois	
		2017-03-31	1 mois	3 mois	6 mois	1 an	3 ans*	5 ans*	Min	Max	
MSCI World		1 431	0,7	4,9	9,5	14,9	6,3	9,3	1 195	1 441	
MSCI Europe		1 547	3,1	5,3	10,7	16,0	4,1	7,1	1 245	1 547	
S&P 500		2 363	0,0	5,5	9,0	14,7	8,1	10,9	2 001	2 396	
S&P/TSX		15 548	1,0	1,7	5,6	15,2	2,7	4,6	13 266	15 922	
Indice TSX Québec		252	1,8	1,8	3,2	8,9	11,1	--	223	256	
		Marchés obligataires									
		Niveau								12 derniers mois	
		2017-03-31	-1 mois	-3 mois	-6 mois	-1 an	-3 ans	-5 ans	Min	Max	
Québec	10 ans	2,3	2,3	2,4	1,8	2,2	3,4	3,1	1,7	2,5	
Ontario	10 ans	2,3	2,4	2,5	1,8	2,3	3,2	3,1	1,8	2,6	
Canada	10 ans	1,6	1,6	1,7	1,0	1,2	2,5	2,1	1,0	1,9	
États-Unis	10 ans	2,4	2,4	2,4	1,6	1,8	2,7	2,2	1,4	2,6	
Royaume-Uni	10 ans	1,1	1,1	1,2	0,7	1,4	2,7	2,2	0,5	1,7	
Allemagne	10 ans	0,3	0,2	0,2	-0,1	0,2	1,6	1,8	-0,2	0,5	
Canada	Corpo AA (10 ans)	2,7	2,7	2,9	2,3	2,7	3,2	3,1	2,2	3,0	
	Corpo BBB (10 ans)	3,5	3,5	3,6	3,2	3,7	3,9	4,1	3,2	3,8	
	Écart BBB - Gouv. 10 ans	1,8	1,8	1,9	2,3	2,5	1,5	2,0	1,8	2,5	
États-Unis	Corpo AA (10 ans)	3,3	3,2	3,3	2,5	2,7	3,3	3,0	2,3	3,5	
	Corpo BBB (10 ans)	4,0	3,9	3,9	3,2	3,8	4,2	4,1	3,1	4,2	
	Écart BBB - Gouv. 10 ans	1,6	1,5	1,5	1,7	2,0	1,4	1,9	1,5	2,0	

* Rendements annualisés

Sources : Datastream, Bloomberg et l'Autorité

DOSSIER SPÉCIAL

LA LIQUIDITÉ DANS LES MARCHÉS FINANCIERS : UN INDICE D'ILLIQUIDITÉ APPLIQUÉ AU TSX

La liquidité de marché est un concept central au bon fonctionnement des marchés financiers. Néanmoins, il n'existe aucune définition universellement acceptée. De façon générale, la liquidité de marché peut être définie comme étant la facilité avec laquelle un investisseur peut acheter ou vendre un actif sans grand impact sur les prix. Un marché est habituellement considéré liquide lorsqu'un investisseur peut transiger un titre au prix qui prévaut à ce moment sur les marchés, et lorsque ce prix reflète des facteurs dits fondamentaux, notamment les perspectives de flux financiers liés à ce titre. La liquidité peut ainsi contribuer à l'efficacité des marchés et au processus de détermination des prix des titres transigés.

Ainsi, les marchés qui sont considérés comme étant liquides possèdent habituellement cinq caractéristiques principales ²:

De faibles coûts de transaction, à savoir un faible écart entre les cours acheteurs et vendeurs.

L'instantanéité fait référence à la vitesse à laquelle une transaction peut être exécutée et compensée.

La profondeur fait référence à l'existence d'un grand nombre de transactions diversifiées en termes de prix.

L'ampleur fait référence à la capacité d'absorber des transactions de grande taille sans impact majeur sur les prix.

La résilience fait référence à la capacité d'un marché de corriger rapidement des déséquilibres entre le prix de transaction et la valeur fondamentale ou intrinsèque d'un titre.

Ces caractéristiques ne sont pas toujours directement observables. De plus, elles ne sont pas mutuellement exclusives et s'entrecroisent dans une certaine mesure. Cela rend souvent difficile la quantification du niveau de liquidité d'un marché donné.

L'Autorité présente ici un indice d'illiquidité composite visant à capter, dans la mesure du possible, ces caractéristiques pour les marchés boursiers canadiens.

Description de l'indice

L'indice couvre l'ensemble des actions transigées sur le marché boursier TSX. Il s'inspire fortement d'un indice similaire développé par l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA)³.

² FMI 2002

³ Voir : ESMA Risk Dashboard, disponible à www.esma.europa.eu/

L'indice est composé de six indicateurs :

1. Coefficient d'illiquidité (Amihud) : ratio entre le rendement absolu d'un titre et son taux de rotation au cours d'une même séance.

Cet indicateur vise à mesurer l'ampleur d'un marché, et plus spécifiquement l'impact d'un grand volume d'ordres sur la fluctuation des prix, et dans une certaine mesure le niveau de résilience du marché.

$$\text{coefficient d'illiquidité} = \text{moyenne} \left(\frac{|r_t|}{\text{taux de rotation}} \right)$$

où r_t est le rendement de l'action

2. Cours acheteurs et vendeurs : écart entre les cours acheteurs et vendeurs.

Cet indicateur vise à mesurer les coûts de transaction.

$$\text{écart} = \frac{(P_V - P_A)}{(P_V + P_A)/2}$$

où P_V est le prix de vente et P_A est le prix d'achat

3. Le ratio Hui-Heubel (HHL) : ratio d'une mesure de dispersion des prix sur une période de cinq jours sur le taux de rotation d'un titre.

Cet indicateur est similaire au coefficient d'illiquidité (Amihud), mais sur une plus longue période.

$$\text{HHL} = \frac{\frac{(P_{MAX} - P_{MIN})}{P_{MIN}}}{\text{taux de rotation}}$$

4. Volume : la somme quotidienne de toutes les transactions.

Cet indicateur vise à mesurer la profondeur et l'ampleur du marché.

5. Le taux de rotation : le ratio du volume sur la capitalisation boursière.

Cet indicateur vise à mesurer la profondeur et l'ampleur du marché.

$$\text{taux de rotation} = \frac{\text{volume}}{\text{capitalisation boursière}}$$

6. Coefficient d'efficacité du marché (MEC) : le ratio de la volatilité d'un titre sur une longue période, sur la volatilité de ce même titre sur une période plus courte.

Cet indicateur vise à mesurer le niveau de résilience du marché.

$$\text{MEC} = \frac{\text{Var}(R_t)}{T \times \text{Var}(r_t)}$$

où $\text{Var}(R_t)$ est la variance du rendement de l'action sur une longue période (20 jours), $\text{Var}(r_t)$ est la variance du rendement de l'action sur une courte période (5 jours) et T est le nombre de courtes périodes dans la longue période.

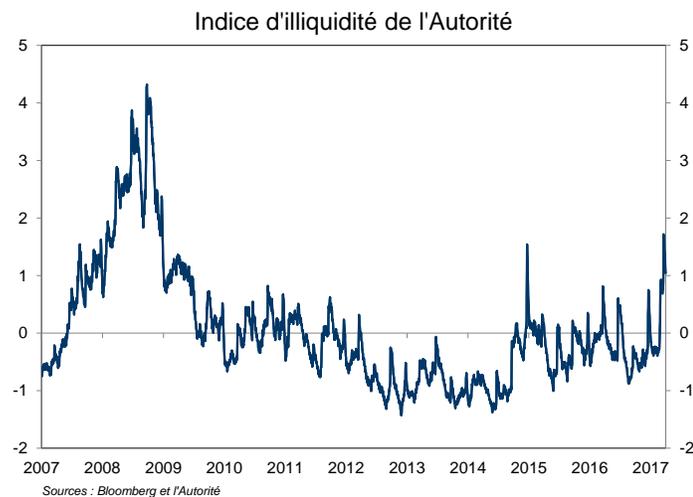
Nous appliquons ces six indicateurs à chacune des actions qui sont transigées sur le TSX depuis le début des années 2000. Ensuite, afin d'agréger ces six indicateurs en un seul indice composite, nous utilisons l'analyse en composantes principales. Cette analyse consiste en une procédure mathématique qui permet de repérer les comouvements dans les grands ensembles de données. La méthode permet d'extraire les facteurs qui entraînent la covariance d'un groupe de variables. Le raisonnement sur lequel repose cette méthode suppose que le niveau de liquidité est le principal facteur ayant une incidence sur la covariance de nos indicateurs. Cette hypothèse est raisonnable dans la mesure où chaque indicateur a été choisi en raison de sa capacité à saisir des aspects différents d'un seul et même phénomène.

Utilisation de l'indice

Notre indice peut aider les parties prenantes, notamment les organismes de réglementation, à repérer rapidement des épisodes d'illiquidité, et justifier des analyses plus poussées et l'application de mesures réglementaires au besoin. Le graphique

suisant présente une version historique de notre indice⁴. Comme on pouvait s’y attendre, on observe une hausse marquée du niveau d’illiquidité lors de la dernière crise financière. Plus récemment, notre indice suggère un niveau de liquidité plus près de la moyenne historique, bien que l’on observe quelques chocs ponctuels depuis 2014, reflétant potentiellement les variations des cours du pétrole

De façon continue, cet indice peut être utilisé afin de pouvoir détecter des changements au niveau de la liquidité du TSX. Il est aussi important de noter ici les limites de cet indice. Notamment, il représente le niveau de liquidité à un moment dans le temps, mais ne possède pas nécessairement de pouvoir prédictif.



Dans certains cas, un haut niveau de liquidité peut être illusoire dans la mesure où il peut dissimuler ou même contribuer à l’accumulation de risques systémiques, qui peuvent découler par exemple d’une certaine complaisance de la part des investisseurs par rapport aux risques latents d’illiquidité. En d’autres termes, la liquidité actuelle n’est pas nécessairement garante de l’avenir et elle peut se détériorer rapidement advenant une période de tension financière.

⁴ Nous présentons ici une version historique de l’indice sur une base mensuelle. L’indice peut aussi être calculé de façon quotidienne.

Pour cette raison, il est important d’utiliser cet indice, ainsi que d’autres indices similaires, en tenant compte du contexte plus large. Notamment, le niveau de liquidité dépend aussi forcément d’autres facteurs plus qualitatifs.

Les caractéristiques propres à un titre sont importantes. Le niveau de complexité, la transparence, le niveau d’uniformité et la vulnérabilité des titres face à des événements extrêmes sont autant de facteurs qui doivent être pris en compte afin de jauger de manière adéquate le niveau de liquidité d’un marché. Les caractéristiques propres à un marché sont aussi importantes, par exemple son niveau de transparence par rapport aux investisseurs.

Conclusion

Les enjeux relatifs à la liquidité de marché occupent une place de plus en plus importante dans les préoccupations des régulateurs financiers. Cet indice peut s’avérer utile afin de détecter en temps opportun des changements importants sur le plan de la liquidité et inciter à une analyse plus approfondie de ces changements. Cet indice s’inscrit dans une volonté plus large de mieux comprendre et quantifier les enjeux de liquidité pour les différents marchés financiers au Québec et au Canada.

* * *

Références

Bank of England, Financial Stability Report, December 2014

Da Silva, Paulo Pereira (2013), “Modeling and Forecasting Liquidity using Principal Component Analysis and Dynamic Factor Models: An Illiquidity Composite Indicator Proposal,” Portuguese Securities Commission (CMVM) Working Paper, N. 03

European Securities and Markets Authority (ESMA), Risk DashBoard

Sarr, Abdourahmane and Lybek, Tonny (2002), “Measuring Liquidity in Financial Markets,” International Monetary Fund, WP/02/232

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.