

REVUE

ÉCONOMIQUE et FINANCIÈRE

Vice-présidence
Stratégie, risques et performance

15 avril 2019



AUTORITÉ
DES MARCHÉS
FINANCIERS

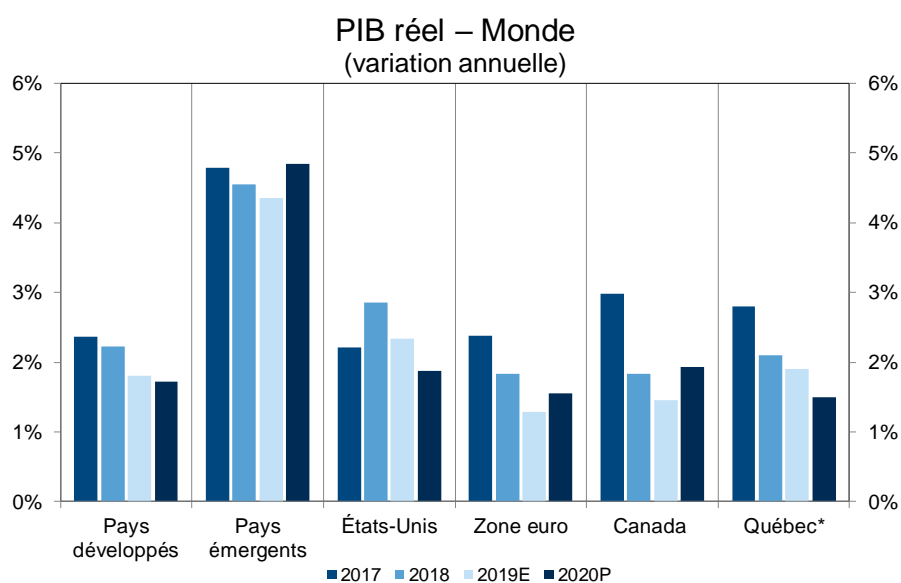
TABLE DES MATIÈRES

| | |
|--|----|
| Faits saillants | 1 |
| Contexte économique | 2 |
| Monde | 2 |
| États-Unis | 3 |
| Canada | 4 |
| Québec | 6 |
| Revue des marchés financiers | 8 |
| Marchés boursiers | 8 |
| Marchés obligataires | 9 |
| Dossier spécial | 12 |
| La réforme des indices de référence | 12 |

Mario Houle, chef économiste
 Philippe Bergevin, économiste principal
 Alexandre d’Aragon, économiste principal
 Catherine Morin, économiste
 Léa Leduc Berryman, économiste

FAITS SAILLANTS

- L'économie mondiale montre encore des signes d'essoufflement, notamment en Europe, en Chine et au Canada. Les tensions commerciales persistantes et le dénouement du Brexit ne font qu'ajouter à l'incertitude.
- Dans la zone euro, le ralentissement est particulièrement marqué en Allemagne et en Italie. La Banque centrale européenne a d'ailleurs indiqué que les taux directeurs resteront à leur niveau actuel aussi longtemps que nécessaire.
- Malgré un léger ralentissement, l'économie américaine continue de rouler à plein régime, soutenue par la croissance de l'emploi et des salaires ainsi que par la confiance élevée des ménages et des entreprises.
- Affaiblie par les difficultés du secteur de l'énergie dans l'Ouest et par un ralentissement généralisé de la demande intérieure, l'économie canadienne a ralenti tout au cours de 2018 et du début de 2019.
- Malgré un certain ralentissement, l'économie du Québec a connu une performance relativement enviable pour une deuxième année consécutive, affichant une croissance de 2,1 % en 2018.
- Les marchés financiers envoient des signaux contradictoires. Les bourses ont fortement rebondi au premier trimestre, alors que les rendements obligataires s'affichent en baisse.
- À la suite des cas de manipulation du LIBOR, les autorités réglementaires internationales s'affairent à renforcer et à remplacer les indices de référence. La Banque du Canada et les ACVM travaillent ainsi à la révision des indices CDOR et CORRA et de leur encadrement.



* Pour 2020, moyenne des prévisions des institutions financières canadiennes

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

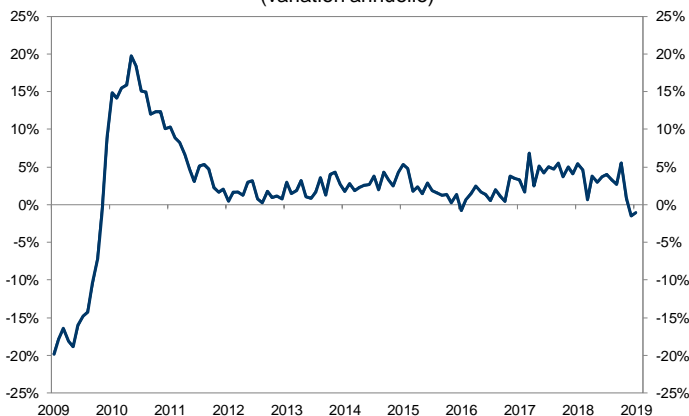
CONTEXTE ÉCONOMIQUE

MONDE

L'économie mondiale montre encore des signes d'essoufflement, alors que les indicateurs pointent vers un ralentissement un peu partout dans le monde, notamment en Europe, en Chine et au Canada. Les tensions commerciales persistantes et le dénouement du Brexit ne font qu'ajouter à l'incertitude. Le FMI, l'OCDE et plusieurs banques centrales ont d'ailleurs révisé leurs prévisions économiques à la baisse pour 2019.

Cette perte de dynamisme de l'économie mondiale s'observe notamment par la baisse du volume des exportations mondiales depuis le début de 2019. Les indices des directeurs d'achat, reflet de la vigueur d'une économie, affichent aussi une tendance baissière depuis des mois dans plusieurs pays. Dans la zone euro et au Japon, ces indices sont même passés sous le seuil critique de 50, pointant vers une contraction du secteur manufacturier et un ralentissement de l'ensemble de l'économie.

Volume des exportations – Monde
(variation annuelle)

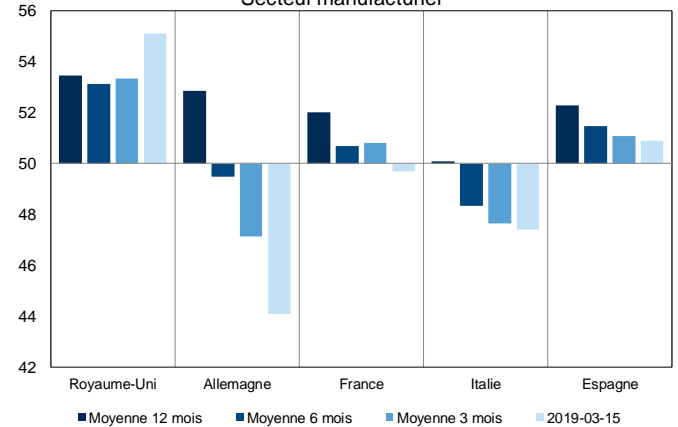


Sources : CPB et l'Autorité

La croissance économique dans la zone euro affiche une tendance baissière depuis plusieurs trimestres. Le ralentissement est particulièrement marqué en Allemagne et en Italie. La Banque centrale européenne a d'ailleurs abaissé ses prévisions et indiqué qu'il n'y aurait pas de hausse de taux d'ici la

fin de l'année. Alors qu'elle vient à peine de mettre un terme à son programme d'achats de titres, la banque centrale effectue un virage à 180 degrés et annonce la mise sur pied d'un nouveau programme de prêts long terme bon marché destinés aux banques afin de stimuler le crédit.

Indice des directeurs d'achat
Secteur manufacturier



Sources : Markit Economics et l'Autorité

Au Royaume-Uni, l'impasse persiste sur le Brexit au terme de plusieurs votes au Parlement britannique. L'accord conclu entre Londres et Bruxelles a été rejeté à trois reprises et aucun autre scénario de sortie de l'Union européenne ne permet de rallier une majorité des parlementaires. L'échéance du Brexit a été repoussée deux fois, d'abord au 12 avril, puis au 31 octobre afin d'éviter une sortie abrupte. Entre-temps, de part et d'autre de la Manche, les autorités et les entreprises ont lancé les préparatifs en vue d'un Brexit sans accord, qui verrait le rétablissement des contrôles réglementaires et tarifaires et entraînerait d'importantes perturbations dans les chaînes d'approvisionnement.

L'économie américaine a quelque peu ralenti la cadence, notamment en raison de la fermeture partielle du gouvernement en décembre et janvier. La Réserve fédérale américaine et la Banque du Canada n'ont procédé à aucune hausse de leurs taux directeurs au cours du premier trimestre. Les deux banques centrales ont revu à la baisse leurs prévisions économiques et décidé de marquer une pause dans la normalisation de leurs politiques

monétaires, compte tenu des perspectives économiques plus incertaines.

Les négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine se poursuivent et présentent certaines avancées. Les États-Unis ont donc décidé de ne pas mettre leur menace à exécution et de reporter l'augmentation des tarifs sur les importations chinoises qui devaient prendre effet le 1^{er} mars. Toutefois, l'administration américaine laisse toujours planer la menace de tarifs sur l'industrie automobile et dans ses négociations commerciales avec l'Union européenne.

De son côté, la Chine, qui souffre déjà des tarifs américains, doit faire face à un ralentissement prononcé de la demande intérieure et à une baisse de la demande sur ses marchés d'exportation. La croissance économique chinoise n'a en effet atteint que 6,6 % en 2018, son plus faible niveau depuis 1990. Le gouvernement chinois a maintenant abaissé sa cible de croissance pour 2019 à 6,0 %-6,5 %.



Enfin, les marchés financiers envoient des signaux contradictoires. Après la débâcle du dernier trimestre de 2018, les bourses ont rebondi au premier trimestre de 2019. La pause dans les hausses de taux de la Réserve fédérale, les avancées dans les négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine et la solidité de l'économie américaine semblent avoir redonné confiance aux investisseurs après un excès de pessimisme. En revanche, les rendements

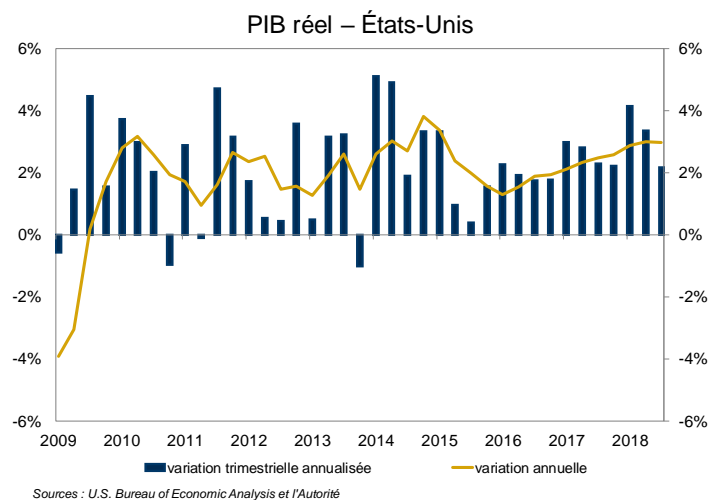
obligataires s'affichent en baisse en raison du ralentissement de l'économie mondiale.

Parallèlement, les cours du pétrole ont progressé de plus de 30 % depuis décembre en raison des réductions de production des pays membres de l'OPEP et des perturbations au Venezuela.

ÉTATS-UNIS

L'économie américaine a ralenti au cours de la seconde moitié de 2018, terminant l'année avec un taux de croissance de 2,2 % au quatrième trimestre. Sur l'ensemble de 2018, par contre, le PIB a affiché une hausse de 2,9 %, sa meilleure performance depuis 2015.

La bonne tenue de l'économie s'est appuyée sur une croissance vigoureuse de l'emploi et des salaires, sur un niveau de confiance élevé des ménages et des entreprises ainsi que sur une politique budgétaire très expansionniste.



Ainsi, l'essentiel de l'augmentation du PIB a reposé sur une hausse des dépenses de consommation, des investissements des entreprises et, dans une moindre mesure, des dépenses publiques.

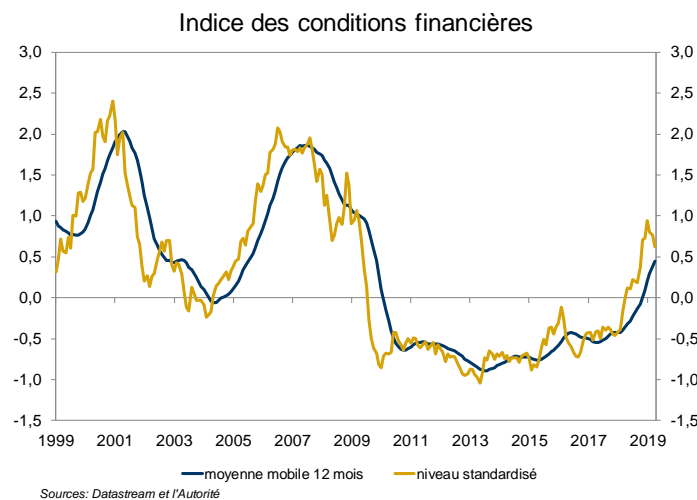
À la lumière des plus récentes données économiques, il s'avère que le ralentissement observé à la fin de 2018 s'est poursuivi au cours du premier trimestre de 2019. Ainsi, la production manufacturière et les commandes de biens d'équipement montrent des signes d'essoufflement, tandis que les ventes au détail ont fléchi. À l'opposé, l'activité résidentielle semble

bien vouloir se stabiliser après plusieurs mois de recul et l'indice des directeurs d'achat du secteur manufacturier envoie lui aussi des signaux favorables.

Malgré un léger ralentissement du rythme de création d'emploi au premier trimestre, le marché du travail demeure vigoureux. L'emploi a augmenté en moyenne de 180 000 par mois, le taux de chômage se chiffre à 3,8 %, la progression des salaires se raffermie et le nombre de postes vacants ne cesse d'augmenter.

La paralysie partielle du gouvernement fédéral en début d'année aura certes été source de difficultés considérables pour les fonctionnaires, privés de revenus pendant plusieurs semaines. Toutefois, les effets négatifs sur l'économie auront été modestes et temporaires.

Par ailleurs, les conditions financières se resserrent mais demeurent néanmoins très souples, en dépit des hausses du taux directeur décrétées par la Réserve fédérale (100 points de base au total en 2018), de la hausse des coûts d'emprunt pour les ménages et les entreprises et de l'augmentation de la prime de risque sur les actions.



La Réserve fédérale américaine a pris note du ralentissement en cours aux États-Unis et ailleurs dans le monde ainsi que de l'absence de pressions inflationnistes apparentes. Lors de la dernière rencontre du comité de la politique monétaire en mars, il a été décidé, par vote unanime, de maintenir le taux directeur inchangé à 2,25 %-2,50 %. Selon les attentes consensuelles, la Réserve fédérale prendra

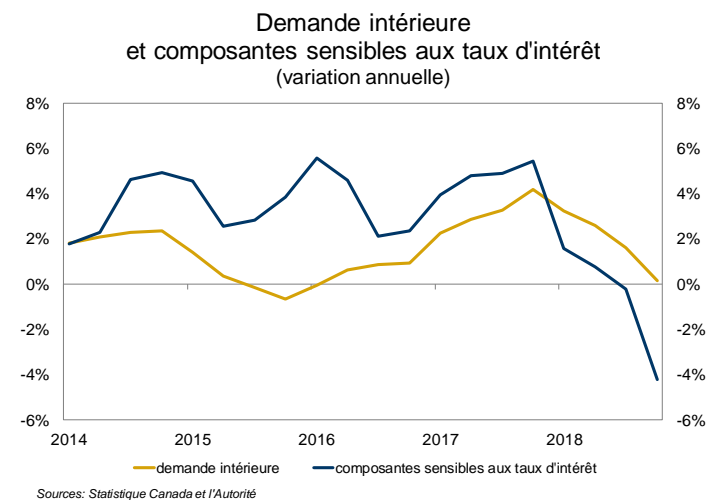
une longue pause, qui pourrait très bien durer toute l'année.

En effet, les développements économiques et financiers mondiaux récents et l'absence de pressions inflationnistes, voire la tendance baissière récente de l'inflation, donnent la marge de manœuvre nécessaire à la Fed pour faire preuve de patience. Néanmoins, dans un contexte de pleine utilisation des ressources et d'accélération des salaires, le vent pourrait tourner rapidement en faveur de resserrements monétaires additionnels.

CANADA

Affaiblie par les difficultés éprouvées dans le secteur de l'énergie dans l'Ouest et par un ralentissement généralisé de la demande intérieure, l'économie canadienne a ralenti et a terminé l'année 2018 sur une note plutôt terne. En effet, le quatrième trimestre s'est soldé par une croissance trimestrielle annualisée de 0,4 %, et pour l'ensemble de l'année 2018, la croissance s'est établie à 1,8 %.

La demande intérieure s'est contractée pour un deuxième trimestre consécutif. Les composantes de la demande sensibles aux taux d'intérêt (construction résidentielle et consommation de biens durables) ont été particulièrement touchées, et en variation annuelle, elles se sont contractées de 4,2 % au quatrième trimestre.



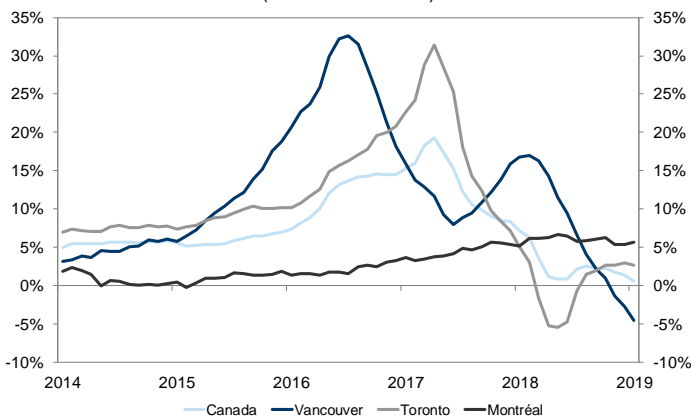
La consommation des ménages continue de ralentir. Elle affichait, au quatrième trimestre, sa croissance la plus faible depuis 2015.

L'investissement des entreprises s'est contracté au quatrième trimestre, en baisse de 10,9 % en rythme annualisé. Alors que le recul de l'investissement privé semblait n'être que ponctuel, étant donné la pleine utilisation des ressources, il perdure maintenant depuis trois trimestres. Ce recul est d'autant plus étonnant que l'incertitude reliée à la renégociation de l'ALENA s'est en partie dissipée et devrait normalement ouvrir la voie à une relance des investissements dans le secteur privé.

La construction résidentielle a elle aussi reculé au quatrième trimestre. L'ajustement des ménages à la hausse des taux hypothécaires ainsi qu'aux nouvelles mesures macroprudentielles fédérales et provinciales est vraisemblablement plus long et pénible qu'anticipé.

Le marché immobilier canadien continue de présenter des disparités géographiques importantes. Ainsi, dans la région de Vancouver, les prix reculent depuis trois mois et l'activité de revente est en baisse. Dans la région de Toronto, l'activité de revente a augmenté dans les derniers mois et les prix semblent s'être stabilisés.

Indice des prix des propriétés
(variation annuelle)



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

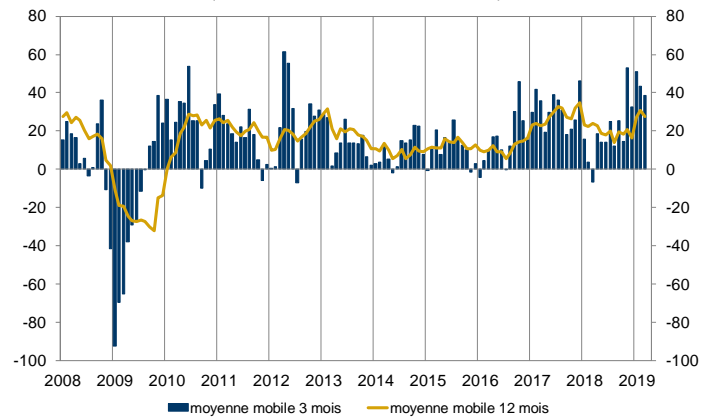
Les exportations nettes ont contribué positivement à la croissance économique au cours des trois derniers trimestres. Cette contribution s'explique à la fois par

une légère progression des exportations et par un recul des importations.

Par ailleurs, la croissance mondiale a ralenti et les incertitudes liées aux menaces protectionnistes à l'échelle mondiale demeurent. La guerre commerciale entre la Chine et les États-Unis n'est toujours pas résolue malgré des signaux positifs et pourrait toucher davantage la croissance mondiale, et du même coup, les exportations canadiennes.

Le marché du travail se porte relativement bien en dépit du ralentissement de l'économie. Le taux de chômage se situe toujours près de son creux historique et s'établissait à 5,8 % en mars.

Emploi – Canada
(variation mensuelle, en milliers)



Sources : Statistique Canada et l'Autorité

Après un début d'année pour le moins fulgurant, la création d'emploi devrait afficher une croissance plus modeste et plus conforme à une croissance plus lente de l'économie

L'économie canadienne traverse donc une période de ralentissement, qui pourrait n'être que passagère. En effet, le PIB pourrait se raffermir au deuxième trimestre, suivant le retour à la normale de l'industrie pétrolière.

Néanmoins, les risques semblent orientés à la baisse. L'économie mondiale pourrait se détériorer davantage si les conflits commerciaux entre les États-Unis et la Chine, notamment, devaient perdurer encore longtemps.

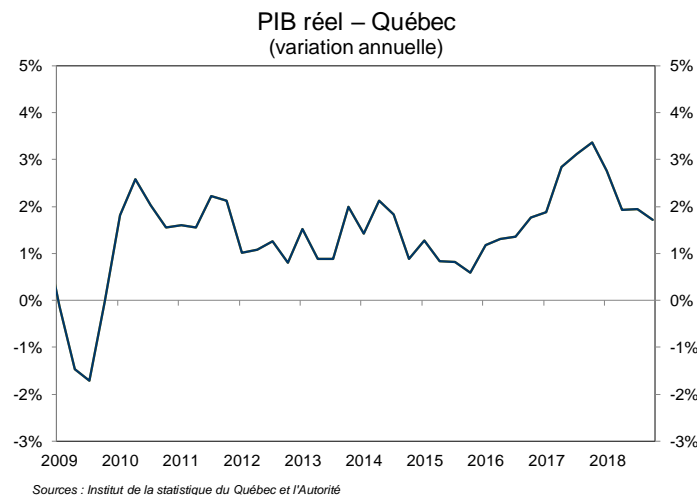
L'ajustement des ménages aux hausses de taux d'intérêt et aux mesures macroprudentielles sur le

marché immobilier pourrait aussi se prolonger et continuer de freiner les dépenses de consommation et l'investissement résidentiel.

L'économie canadienne affichera ainsi une croissance avoisinant 1,5 % en 2019, selon les attentes consensuelles. Dans ce contexte et en l'absence de pressions inflationnistes, il apparaît peu probable que la Banque du Canada procède à de nouvelles hausses du taux directeur d'ici la fin de l'année.

QUÉBEC

L'économie du Québec a affiché une croissance de 2,1 % en 2018, une performance relativement enviable pour une deuxième année consécutive, et ce, malgré un certain ralentissement au cours des derniers trimestres de l'année.



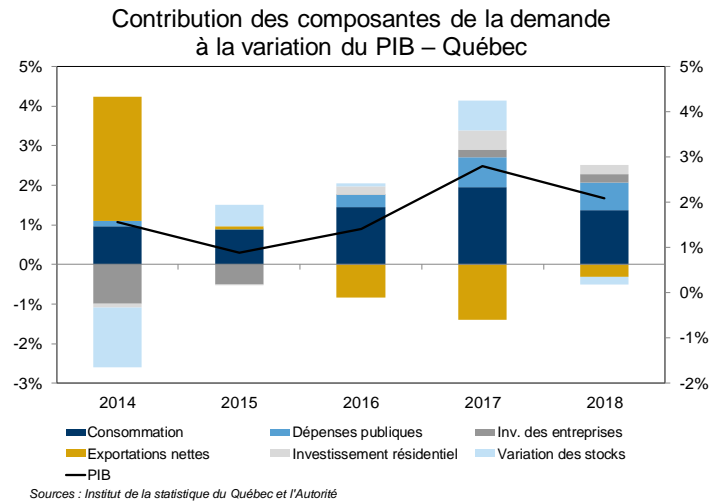
En effet, la plupart des composantes de la demande intérieure ont connu un ralentissement progressif, de telle sorte que la croissance économique a été plus modeste à la toute fin de l'année : le PIB a affiché une faible croissance de seulement 1,5 % en rythme annuel au quatrième trimestre.

La consommation des ménages a continué de faire rouler l'économie du Québec une nouvelle fois, grâce notamment au dynamisme du marché du travail et à une accélération de la croissance des salaires.

Toutefois, les consommateurs ont quelque peu ralenti la cadence en 2018. Il y a lieu de croire que ce ralentissement est temporaire, puisqu'il correspond à

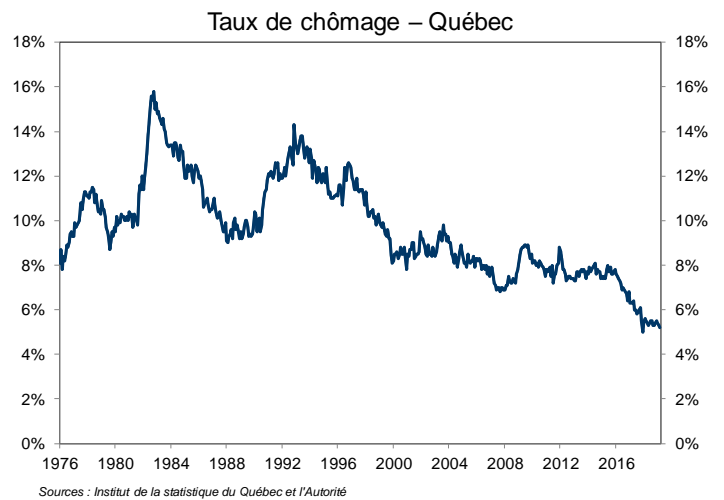
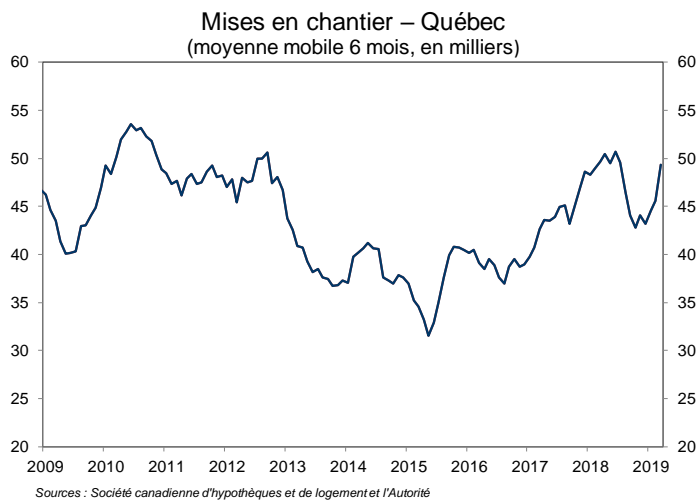
une pause dans la création d'emploi au beau milieu de l'année.

La consommation devrait donc reprendre un rythme un peu plus normal cette année, mais la remontée des coûts d'emprunt contribuera à freiner l'élan des ménages.



Le secteur résidentiel au Québec a fait bande à part cette année. Contrairement aux marchés en surchauffe de Vancouver et de Toronto, qui traversent une période d'ajustement et certaines difficultés, le marché québécois de la revente et de la construction s'est très bien tiré d'affaire. Le niveau des mises en chantier est demeuré élevé, tandis que la croissance des ventes et des prix reste ferme.

Le marché immobilier québécois a néanmoins ralenti par rapport aux deux dernières années et devrait afficher un niveau d'activité relativement plus modeste cette année, en raison d'un rythme de création d'emploi plus lent et du relèvement des coûts d'emprunt.



Malgré le maintien des tarifs américains sur l'acier et l'aluminium et le ralentissement mondial en cours, les exportations ont réussi tant bien que mal à tirer leur épingle du jeu. La progression a été relativement modeste, mais néanmoins supérieure à la tendance des dernières années.

La faiblesse du dollar canadien et les accords commerciaux récents¹ vont permettre d'ouvrir de nouveaux marchés et devraient favoriser l'expansion des exportations.

Le rythme de création d'emploi s'est accéléré au cours des six derniers mois, avec des gains nets totalisant près de 52 500 emplois. Le marché du travail a maintenu le rythme depuis le début de l'année. Par conséquent, le taux de chômage a légèrement reculé et se chiffrait à 5,2 % en mars.

L'amplification du phénomène de pénurie de main-d'œuvre résultant en partie du vieillissement de la population continuera de créer des pressions sur le marché du travail et sur le taux de chômage. En raison du rétrécissement du bassin de main-d'œuvre, le taux de chômage pourrait demeurer stable ou continuer de baisser, même si le rythme de création d'emploi doit ralentir en raison d'une hausse plus modeste du PIB.

Le contexte économique nord-américain, et notamment le ralentissement économique dans le reste du Canada, ne manqueront pas d'avoir des répercussions au Québec. L'économie québécoise devrait afficher une croissance plus modérée que l'an passé, mais continuera tout de même à fonctionner à son plein potentiel.

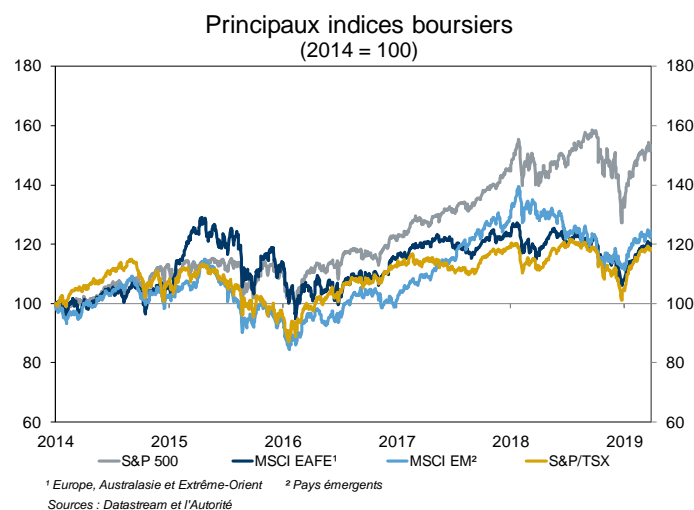
¹ L'Accord économique et commercial global entre le Canada et l'Union européenne, provisoirement en vigueur depuis le 21 septembre 2017; l'Accord de partenariat transpacifique global

et progressiste, en vigueur depuis le 30 décembre 2018 entre les pays qui l'ont ratifié; et l'Accord Canada-États-Unis-Mexique, signé le 30 novembre 2018, mais pas encore ratifié.

REVUE DES MARCHÉS FINANCIERS

MARCHÉS BOURSIERS

Après une fin d'année 2018 marquée par d'importants reculs, les principaux marchés boursiers mondiaux ont rebondi au cours du premier trimestre de 2019. Les craintes d'un ralentissement économique mondial, les tensions commerciales et l'attente de resserrements monétaires aux États-Unis avaient plombé l'optimisme des investisseurs, mais ces facteurs se sont quelque peu estompés depuis le début de l'année.



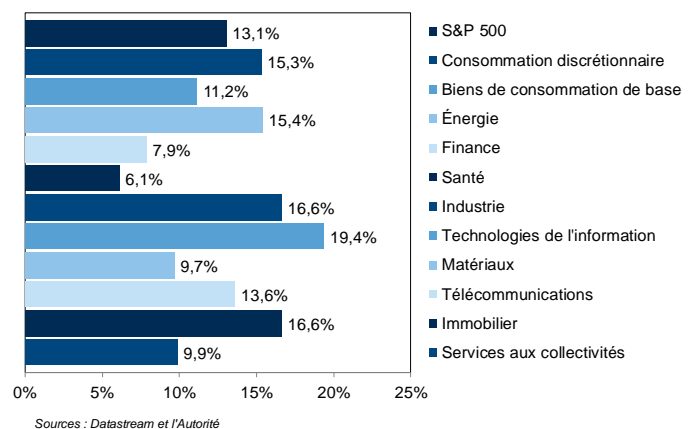
Aux États-Unis, le S&P 500 a affiché un rendement de 13,1 % au premier trimestre, effaçant ainsi presque toutes les pertes du dernier trimestre de 2018. L'économie américaine a connu une baisse de régime au cours des deux derniers trimestres, mais la croissance demeure tout de même solide, et les pires craintes concernant un ralentissement ne se sont pas matérialisées. Pareillement, la croissance des bénéfices des entreprises a fortement ralenti, mais le spectre d'une récession des bénéfices est pour l'instant écarté.

Le changement de ton de la Réserve fédérale a rassuré les investisseurs face aux risques d'une hausse trop importante des taux d'intérêt. En effet, la Fed a récemment indiqué qu'elle comptait laisser inchangé son taux directeur en 2019 et stopper la réduction de la taille de son bilan.

Par ailleurs, le ton parfois plus conciliant de l'administration américaine face à la Chine a laissé entrevoir une possible résolution du conflit commercial.

L'ensemble des secteurs du S&P 500 ont contribué au rebond du premier trimestre. Le secteur des technologies de l'information a fait particulièrement bonne figure avec un rendement de 19,4 % sur le trimestre, suivi des secteurs de l'immobilier et de l'industrie avec un rendement de 16,6 % chacun.

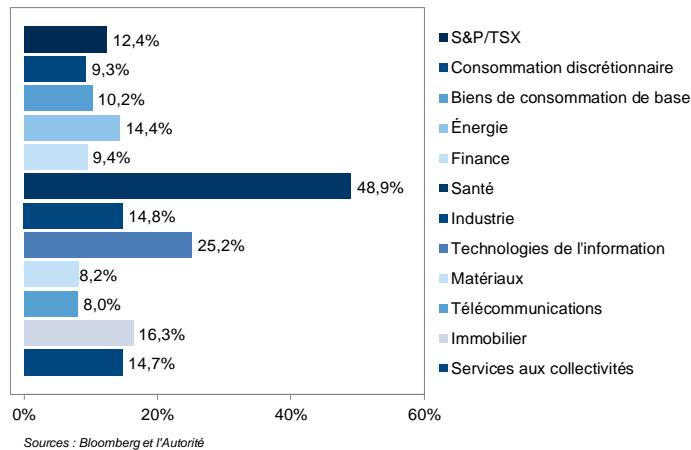
Rendement des principaux sous-indices du S&P 500 (T1 2019, variation trimestrielle)



Ailleurs dans le monde, les marchés boursiers s'incrinaient aussi en hausse au premier trimestre, malgré le ralentissement économique observé en Europe et en Chine. L'annonce de mesures budgétaires et monétaires plus expansionnistes aura permis de rassurer les investisseurs dans une certaine mesure.

Au Canada, le S&P/TSX a affiché un gain de 12,4 % depuis le début de l'année, se rapprochant ainsi tout près de son sommet de juillet dernier. Le rebond des cours du pétrole a fortement contribué à cette bonne performance, mais l'ensemble des secteurs ont affiché des gains. Le secteur de la santé se démarque avec un rendement de 48,9 %, propulsé par l'engouement pour les entreprises œuvrant dans le secteur du cannabis.

Rendement des principaux sous-indices du S&P/TSX (T1 2019, variation trimestrielle)

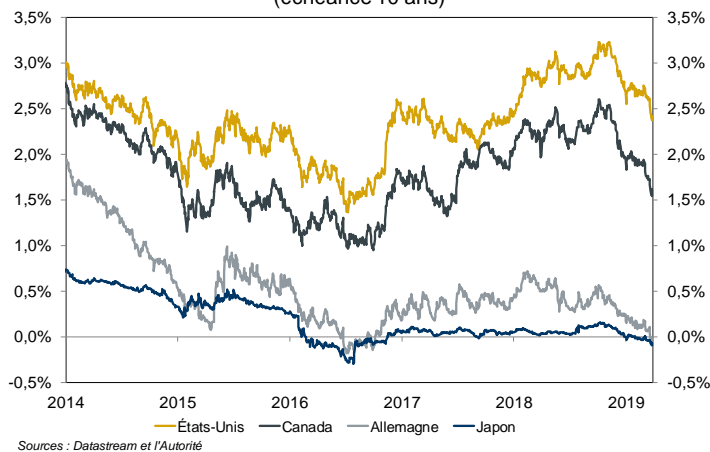


Au Québec, les entreprises composant l'indice Morningstar Québec Banque Nationale ont offert une performance légèrement supérieure à l'ensemble des entreprises du S&P/TSX avec un rendement de 13,6 % au premier trimestre. À l'instar de l'ensemble du S&P/TSX, le secteur de la santé a bien performé, de même que les secteurs des services aux collectivités et de la finance.

MARCHÉS OBLIGATAIRES

Au cours du premier trimestre, les taux obligataires des principaux marchés ont reculé de façon substantielle en raison du ralentissement de l'économie mondiale et du ton beaucoup plus accommodant des banques centrales. Dans l'ensemble, les signaux qu'envoient les marchés obligataires concernant la santé de l'économie mondiale sont plus négatifs que ceux provenant des marchés boursiers.

Taux des obligations gouvernementales (échéance 10 ans)



Les taux sur les obligations 10 ans du gouvernement américain terminent le trimestre à 2,4 %, en baisse d'environ 80 points de base par rapport à leur sommet de novembre dernier. Ce recul s'explique par le ralentissement de l'économie mondiale, ce qui a amené la Réserve fédérale à rectifier le tir, de même que par une baisse des anticipations d'inflation.

Anticipations d'inflation – États-Unis (écart de rendement entre les obligations d'État 10 ans et les obligations à rendement réel)



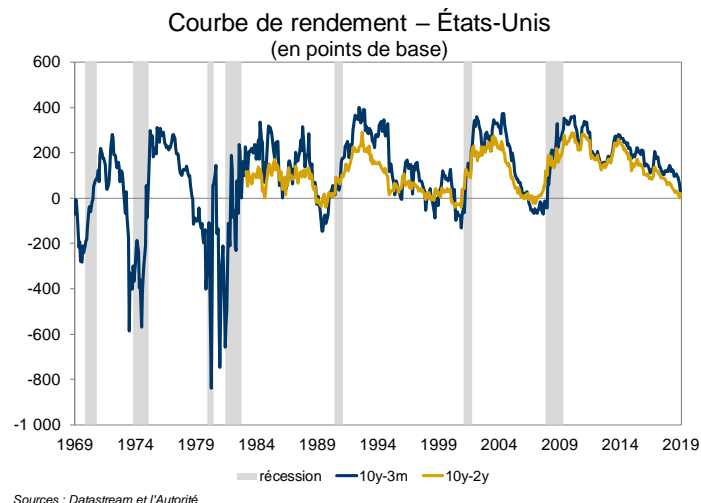
Selon la médiane des plus récentes projections des dirigeants de la Fed, il n'y aura aucune hausse du taux directeur en 2019, alors qu'en décembre dernier, deux hausses de 25 points de base étaient prévues. Les investisseurs accordent même une probabilité de plus de 60 % à une baisse du taux directeur cette année selon les marchés à terme.

Par ailleurs, la Fed a annoncé qu'elle allait stopper la réduction de la taille de son bilan dès septembre prochain, beaucoup plus tôt que prévu, et continuera donc de réinvestir des sommes considérables dans les obligations gouvernementales.

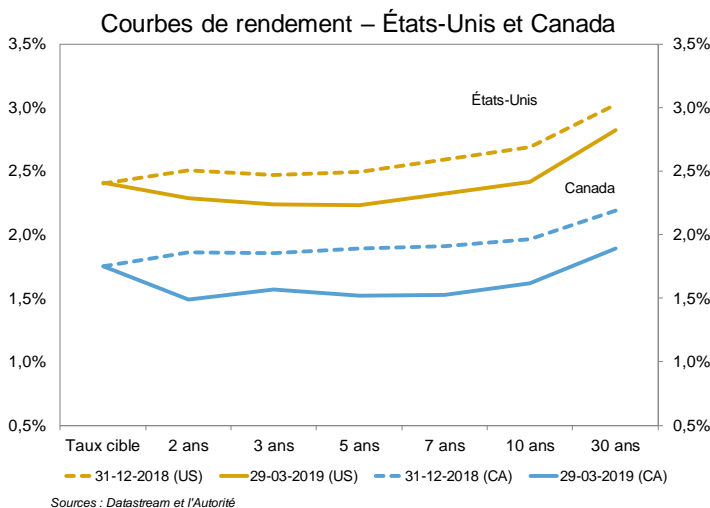
L'évolution des taux obligataires reflète aussi dans une certaine mesure la crainte d'un ralentissement économique plus marqué et même d'une récession. La probabilité d'une récession américaine sur un horizon d'un an se situe maintenant à 27 % selon un modèle de la Fed de New York basé sur les écarts de rendement, comparativement à 11 % il y a un an.

Rappelons qu'une inversion de la courbe de rendement est souvent annonciatrice d'une récession sur un horizon d'un à deux ans. Il est vrai, en effet, que

chacune des récessions aux États-Unis depuis 50 ans a été précédée par une inversion de la courbe de rendement. Cependant, les inversions de la courbe de rendement, particulièrement celles de brève durée et de faible amplitude, n'ont pas toutes été suivies d'une récession.



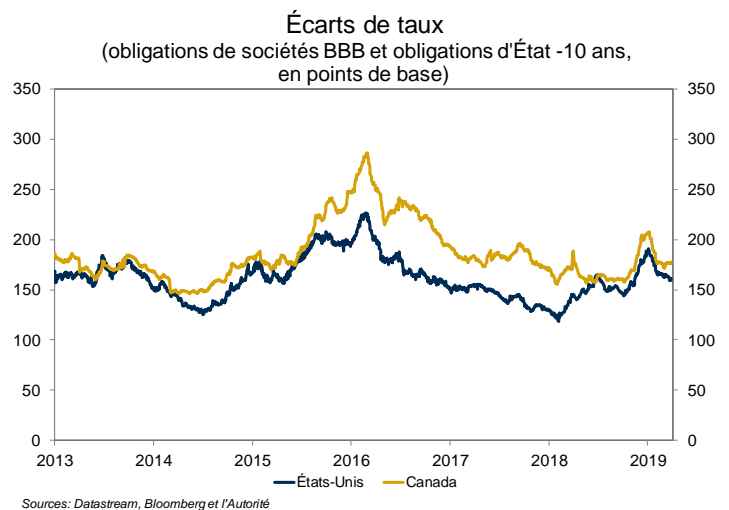
Au premier trimestre, les écarts entre les taux longs et les taux courts se sont fortement comprimés. L'écart entre les taux 3 mois et 10 ans est même devenu négatif momentanément, mais l'écart entre les taux 2 ans et 10 ans est demeuré positif.



En Europe, les taux obligataires se sont aussi inscrits en forte baisse au cours des derniers mois, leur recul étant exacerbé par une économie européenne affichant un important ralentissement et par la Banque centrale européenne, qui a notamment reporté toute hausse de son taux directeur au-delà de 2019. Les

taux obligataires 10 ans du gouvernement allemand ont reculé en territoire négatif au cours du dernier trimestre, une première depuis 2016.

Les taux obligataires canadiens ont suivi une tendance similaire. Les taux 10 ans du gouvernement canadien ont terminé le trimestre à 1,6 %, par rapport à 2,6 % en octobre dernier, et les écarts de taux Canada–États-Unis se sont quelque peu accentués, reflétant le ralentissement plus marqué de l'économie canadienne. Outre les impacts du ralentissement économique mondial, l'économie canadienne doit composer avec le ralentissement marqué du marché immobilier résidentiel, les difficultés dans le secteur de l'énergie et le fort niveau d'endettement des ménages. Dans ces circonstances, la Banque du Canada devrait rester sur la touche cette année.



Les écarts de rendement des obligations de sociétés par rapport aux obligations du gouvernement ont diminué depuis le début de l'année, après une hausse en fin d'année dernière. Les politiques monétaires plus souples et la remontée des cours du pétrole ont probablement contribué à diminuer les craintes des investisseurs concernant la santé financière des entreprises. Ces écarts demeurent tout de même légèrement supérieurs au creux des dernières années.

Rendement des marchés

| Marchés boursiers | | | | | | | | | | | |
|--|-------------------------|--------------------------|---------|---------|---------|---------|-------|--------------------|--------------------|------------------|--------|
| | | Variation en pourcentage | | | | | | | | 12 derniers mois | |
| | | Niveau 2019-03-29 | 1 mois | 3 mois | 6 mois | 9 mois | 1 an | 3 ans ² | 5 ans ² | Min. | Max. |
| MSCI All Country World Index | | 594 | 1,3 | 11,7 | -2,6 | 1,4 | 3,5 | 9,0 | 6,1 | 510 | 613 |
| MSCI EAFE ¹ | | 1 105 | 0,8 | 9,6 | -4,1 | -2,4 | -0,1 | 5,5 | 3,1 | 990 | 1 178 |
| MSCI Emerging Markets | | 58 488 | 1,2 | 9,5 | 0,9 | 0,0 | -4,3 | 8,7 | 4,6 | 52 056 | 62 319 |
| S&P 500 | | 2 834 | 1,8 | 13,1 | -2,7 | 4,3 | 7,3 | 11,2 | 8,6 | 2 351 | 2 931 |
| S&P/TSX | | 16 102 | 0,6 | 12,4 | 0,2 | -1,1 | 4,8 | 6,1 | 2,4 | 13 780 | 16 567 |
| Indice Morningstar Québec Banque Nationale | | 296 | 2,5 | 13,6 | 2,6 | 1,3 | 7,9 | 8,7 | 10,1 | 252 | 299 |
| Marchés obligataires | | | | | | | | | | | |
| | | Variation en pourcentage | | | | | | | | 12 derniers mois | |
| | | Niveau 2019-03-29 | -1 mois | -3 mois | -6 mois | -9 mois | -1 an | -3 ans | -5 ans | Min. | Max. |
| Québec | 10 ans | 2,3 | 2,6 | 2,8 | 3,0 | 2,8 | 2,7 | 2,2 | 3,4 | 2,3 | 3,2 |
| Ontario | 10 ans | 2,4 | 2,7 | 2,8 | 3,0 | 2,8 | 2,7 | 2,2 | 3,3 | 2,3 | 3,2 |
| Canada | 10 ans | 1,6 | 1,9 | 2,0 | 2,4 | 2,2 | 2,1 | 1,2 | 2,5 | 1,5 | 2,6 |
| États-Unis | 10 ans | 2,4 | 2,7 | 2,7 | 3,1 | 2,9 | 2,7 | 1,8 | 2,7 | 2,4 | 3,2 |
| Royaume-Uni | 10 ans | 1,0 | 1,3 | 1,3 | 1,6 | 1,3 | 1,3 | 1,4 | 2,7 | 1,0 | 1,7 |
| Allemagne | 10 ans | -0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,5 | 0,3 | 0,5 | 0,2 | 1,6 | -0,1 | 0,6 |
| Canada | Corpo AA (10 ans) | 2,7 | 3,0 | 3,2 | 3,3 | 3,1 | 3,0 | 2,7 | 3,2 | 2,6 | 3,5 |
| | Corpo BBB (10 ans) | 3,4 | 3,7 | 4,0 | 4,0 | 3,8 | 3,8 | 3,7 | 3,9 | 3,3 | 4,2 |
| | Écart BB - Gouv. 10 ans | 1,8 | 1,7 | 2,1 | 1,6 | 1,6 | 1,8 | 2,5 | 1,5 | 1,6 | 2,1 |
| États-Unis | Corpo AA (10 ans) | 3,1 | 3,4 | 3,7 | 3,8 | 3,7 | 3,6 | 2,7 | 3,3 | 3,1 | 4,0 |
| | Corpo BBB (10 ans) | 4,0 | 4,4 | 4,6 | 4,5 | 4,5 | 4,2 | 3,8 | 4,2 | 4,0 | 4,8 |
| | Écart BB - Gouv. 10 ans | 1,6 | 1,6 | 1,9 | 1,5 | 1,6 | 1,5 | 2,0 | 1,4 | 1,4 | 1,9 |

¹Europe, Australasie et Extrême-Orient²Rendements annualisés

Sources : Datastream, Bloomberg et l'Autorité

DOSSIER SPÉCIAL

LA RÉFORME DES INDICES DE RÉFÉRENCE

Les indices de référence sont essentiels au bon fonctionnement du système financier international. Ils sont utilisés dans un éventail d'instruments financiers, notamment dans les produits dérivés, pour déterminer une valeur ou un paiement à une date future précise, compte tenu des prix en vigueur sur le marché sous-jacent. La valeur de ces instruments financiers s'élève à plusieurs centaines de billions de dollars dans le monde.

Au lendemain de la mise à jour des premiers cas de manipulation de ces indices en 2012, touchant notamment le LIBOR, le Conseil de stabilité financière (FSB) a émis des recommandations sur la réforme des principaux indices de référence mondiaux et appelé à l'élaboration de nouveaux indices de référence fondés sur des taux sans risque et basés sur des transactions pour les remplacer au besoin.

Parallèlement, l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) a publié une série de principes portant sur la gouvernance et la qualité des indices de référence ainsi que sur la reddition de comptes. Ces principes favorisent l'utilisation de données provenant de transactions réelles pour établir des indices de référence. Les principes contiennent aussi des recommandations pour mieux encadrer les indices de référence basés sur des sondages.

Les recommandations du FSB et les principes de l'OICV ont guidé les principales améliorations réalisées à l'échelle mondiale ces dernières années. Dans un premier temps, les travaux ont principalement porté sur l'élaboration de taux sans risque à un jour. Les autorités s'intéressent maintenant au développement de taux sans risque à terme.

Plusieurs indices alternatifs ont ainsi été créés ou sont en voie de l'être (notamment le SOFR aux États-Unis, le SONIA au Royaume-Uni et l'ESTER dans la zone euro), à l'approche de la disparition annoncée du LIBOR en 2021. Au-delà de 2021, la Financial Conduct Authority du Royaume-Uni cessera d'obliger les banques à participer à la détermination du LIBOR.

En parallèle, certains régulateurs en valeurs mobilières ont également adopté un nouveau cadre réglementaire. En juin 2016, l'Union européenne a ainsi adopté le règlement sur les indices de référence utilisés dans le cadre d'instruments et de contrats financiers ou pour mesurer la performance de fonds d'investissement. La plupart des obligations liées à ce règlement sont entrées en vigueur le 1^{er} janvier 2018.

Au Canada, les indices de référence soulèvent les mêmes enjeux. Ces cinq dernières années, les autorités de réglementation canadiennes ont mis en place diverses mesures pour mieux encadrer les indices de référence canadiens et leurs efforts se sont intensifiés plus récemment. En 2014, Thomson Reuters Benchmark Services Limited, maintenant connu sous le nom de Refinitiv Benchmark Services Limited (RBSL), a ainsi été nommé administrateur des deux indices de référence canadiens, responsable de leur calcul et de leur diffusion.

Le Canadian Dollar Offered Rate (CDOR) est le plus utilisé des deux indices de référence canadiens. Le CDOR est basé sur un sondage quotidien auprès des six grandes banques canadiennes et indique le

taux auquel les répondants sont disposés à consentir des prêts aux entreprises. Le CDOR sert notamment dans les contrats de produits dérivés, incluant le BAX, le produit phare de la Bourse de Montréal, les prêts et les obligations à taux variables.

Le CDOR étant basé sur un sondage, il est relativement plus vulnérable à la manipulation, bien qu'il s'appuie sur un marché sous-jacent, les acceptations bancaires, dont la taille demeure relativement importante. Cette vulnérabilité a été atténuée ces dernières années grâce aux règles mises en place par le BSIF dans sa ligne directrice E-20 sur le processus de participation des banques au sondage sur le CDOR et grâce au code de conduite développé par RBSL de concert avec les banques participantes.

L'autre indice canadien important, le Canadian Overnight Repo Rate Average (CORRA) est le taux des opérations de pension à un jour. Il est notamment utilisé sur le marché des swaps indexés sur le taux à un jour. Dans la mesure où le CORRA est basé sur des opérations et non sur un sondage, le CORRA est moins susceptible d'être manipulé. Le volume des opérations qui sert à sa détermination est toutefois modeste à ce jour.

Les deux indices de référence canadiens sont utilisés dans des instruments financiers d'une valeur de 12 300 G \$ de dollars, selon des estimations récentes de la Banque du Canada.

En mars 2018, la Banque du Canada a mis sur pied le Groupe de travail sur le taux de référence complémentaire (TARCOM), qui a pour mandat de renforcer le taux sans risque à un jour existant ainsi que d'élaborer un taux sans risque à terme pour les opérations en dollars canadiens.

Jusqu'à présent, le TARCOM travaille sur un CORRA amélioré, qui serait calculé à partir d'un volume plus grand de transactions que le CORRA actuel. À cet effet, le groupe a publié un document de consultation qui propose certaines améliorations, notamment d'élargir l'éventail de transactions servant au calcul quotidien du CORRA en y incluant les opérations de pension à un jour effectuées par tout type de contreparties et garanties au moyen de bons du Trésor ou d'obligations du gouvernement du Canada. Les propositions comportent aussi une nouvelle méthode de calcul. Par ailleurs, le TARCOM a aussi émis les principes qui devraient guider la rédaction de la documentation afférente des produits et contrats basés sur des indices de référence pour assurer une transition harmonieuse des indices actuels vers des indices de rechange.

Le TARCOM souligne que, à l'heure actuelle, il n'est pas question d'abandonner le CDOR comme taux de référence sur le marché canadien, surtout pour les échéances à un mois et à trois mois, qui sont les plus courantes. Le TARCOM indique toutefois que le CDOR constitue une mesure basée sur un sondage volontaire et qu'il est menacé de disparition, tout comme les autres taux interbancaires offerts à l'étranger.

Parallèlement aux travaux du TARCOM, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) travaillent actuellement à l'élaboration du *Règlement 25-102 sur les indices de référence et les administrateurs d'indices de référence désignés*, qui viendra encore renforcer l'encadrement des indices. Ce projet de règlement a été publié pour consultation en mars 2019. Comme indiqué dans l'avis de consultation, les ACVM entendent, actuellement, désigner uniquement RBSL à titre d'administrateur et les taux CDOR et CORRA en tant qu'indices de référence (chacun comme indice de référence essentiel et taux d'intérêt de référence) en vertu du règlement. Parallèlement, certaines autorités de

réglementation doivent aussi modifier leur cadre législatif. Certaines des modifications nécessaires ont été adoptées au Québec en juin 2018 et la réglementation est en cours d'adoption.

Pour la suite des choses, une attention particulière devra être portée sur différents enjeux pour assurer une transition sans heurt vers de nouveaux indices, tant sur plan national que sur le plan international. Le passage à de nouveaux indices pourrait poser problème, notamment dans le cas de contrats de longue échéance basés sur des indices voués à être remplacés par des indices alternatifs qui n'ont pas exactement les mêmes caractéristiques – des mesures de transition devront être trouvées. La coordination internationale sera également essentielle vu le volume important de transactions internationales et l'existence de produits reposant sur des indices de référence multiples. Enfin, la transition implique des risques opérationnels substantiels, notamment l'adaptation des systèmes de négociation, de la gestion des risques et des systèmes administratifs connexes. L'OICV entend soutenir le processus de transition.

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.