

REVUE

ÉCONOMIQUE et FINANCIÈRE

2^e trimestre 2016

Direction principale des affaires
internationales et vigie stratégique

14 juillet 2016



AUTORITÉ
DES MARCHÉS
FINANCIERS

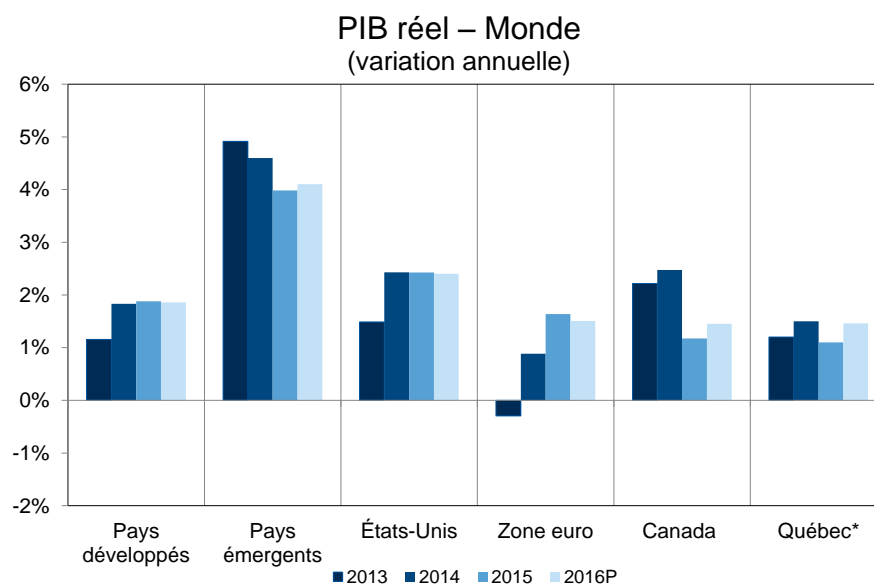
Table des matières

Faits saillants	3
Contexte économique	4
Monde	4
États-Unis	5
Canada	7
Québec	9
Revue des marchés financiers	12
Marchés boursiers	12
Marchés obligataires	14
Dossier spécial	17
Les innovations technologiques appliquées au secteur financier	17

Mario Houle, Chef économiste
Philippe Bergevin, Économiste principal
Alexandre d’Aragon, Économiste principal
Catherine Morin, Économiste
Mylène Laroche, Analyste à la réglementation

FAITS SAILLANTS

- Le vote des Britanniques en faveur de la sortie de l'Union européenne a secoué les marchés mondiaux et ouvert la voie à une période prolongée d'incertitude.
- L'économie américaine a commencé l'année lentement, mais donne des signes encourageants. La Réserve fédérale maintient néanmoins la détente monétaire compte tenu de l'incertitude pesant toujours sur l'économie mondiale.
- Les banques centrales de la zone euro et du Japon ont elles aussi adopté une position attentiste, préférant mesurer l'impact de leurs politiques d'assouplissement monétaire. Dans les deux régions, la croissance demeure jusqu'à présent modeste.
- La Chine poursuit son ralentissement économique contrôlé, affichant une croissance de 6,7 % au premier trimestre. Les pays émergents ont connu une certaine embellie avec la remontée des prix des produits de base et le report de la normalisation de la politique monétaire américaine.
- Après un bon début d'année, les perspectives de l'économie canadienne ont été assombries par les feux de forêt en Alberta, la baisse continue des investissements privés et l'incertitude qui plane sur l'économie mondiale.
- L'économie du Québec affiche une croissance plus ferme, presque entièrement attribuable à l'accélération des dépenses de consommation, alors que l'investissement des entreprises recule encore.
- Les marchés boursiers ont évolué sans direction claire au cours des derniers mois. La fin du trimestre a été caractérisée par une forte recrudescence de la volatilité provoquée par le vote en faveur du *Brexit*.
- Les rendements obligataires ont poursuivi leur recul. Le rendement des obligations allemandes 10 ans est passé en territoire négatif en juin. Sur le plan mondial, un encours imposant d'obligations souveraines génère désormais un rendement négatif.



* Pour 2016, moyenne des prévisions des institutions financières canadiennes

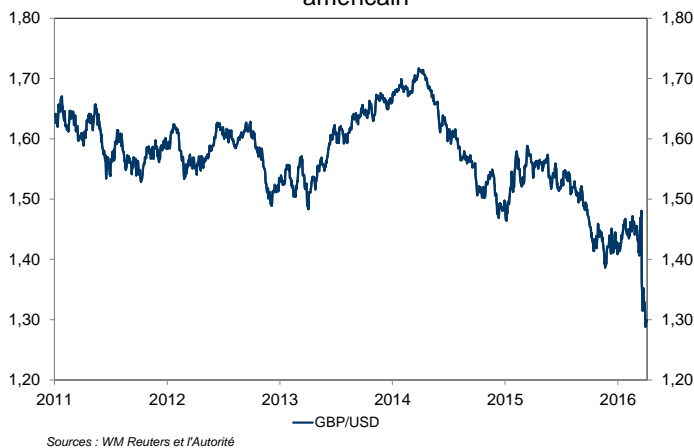
Sources : Fonds monétaire international, Institut de la statistique du Québec et l'Autorité

CONTEXTE ÉCONOMIQUE

Monde

Alors que la reprise mondiale s'annonce déjà modeste, le vote en faveur du *Brexit* est venu rajouter à l'incertitude sur l'économie et les marchés mondiaux à la fin du deuxième trimestre. Les Britanniques ont voté par une mince majorité la sortie de leur pays de l'Union européenne, une décision ouvrant la voie à une période d'instabilité prolongée, à la fois économique et politique. Le vote a fait plonger la livre sterling et les marchés mondiaux, alors que les investisseurs trouvaient refuge dans des valeurs sûres, telles que le dollar américain, l'or et les obligations souveraines. Deux agences de notation ont aussi abaissé la cote de crédit du pays. À court terme, la tourmente semble relativement contenue et limitée au Royaume-Uni et à l'Europe, bien que les conséquences à long terme soient encore difficiles à évaluer.

Évolution de la livre sterling par rapport au dollar américain

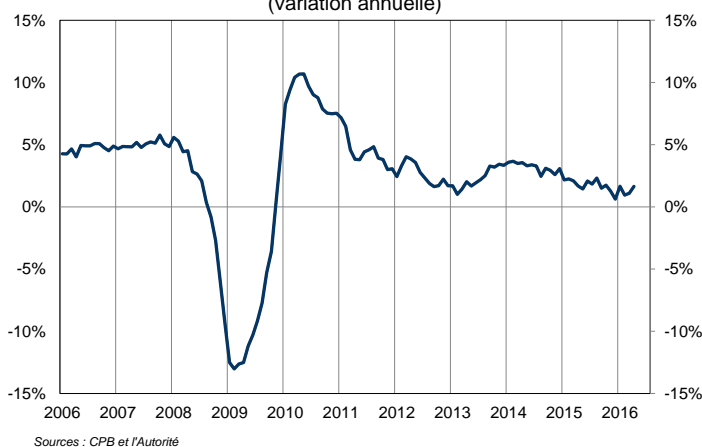


Selon les scénarios les plus extrêmes, le vote pourrait provoquer une récession au Royaume-Uni, mener l'Écosse à l'indépendance et l'Union européenne à l'éclatement. À l'inverse, d'autres pensent que le *Brexit* ne sera jamais enclenché ou que les impacts négatifs sur l'économie seront limités. La nouvelle première ministre britannique Theresa May a indiqué qu'elle n'entend pas lancer la procédure de sortie de l'Union européenne avant la fin de l'année. Une fois la procédure enclenchée, les

négociations pourraient s'étendre sur deux ans, ce qui pourrait faire perdurer le climat d'incertitude économique et politique.

Déjà, au cours du deuxième trimestre, les prévisions de croissance mondiale ont une nouvelle fois été revues à la baisse par les grandes institutions internationales. Le FMI et l'OCDE se sont publiquement inquiétés de l'enlisement dans une croissance faible, signalant le ralentissement du commerce mondial, l'endettement public élevé et les limites des politiques monétaires expansionnistes.

Production industrielle mondiale (variation annuelle)



L'économie américaine continue d'envoyer des signaux équivoques. Après une croissance modeste en début d'année, un rebond se dessine au deuxième trimestre. Dans ce contexte et compte tenu de l'incertitude mondiale, la Réserve fédérale américaine a préféré repousser la hausse de son taux d'intérêt directeur. C'est aussi sans compter l'élection présidentielle de novembre, qui suscite certaines inquiétudes en raison des prises de position nationalistes et protectionnistes des principaux candidats.

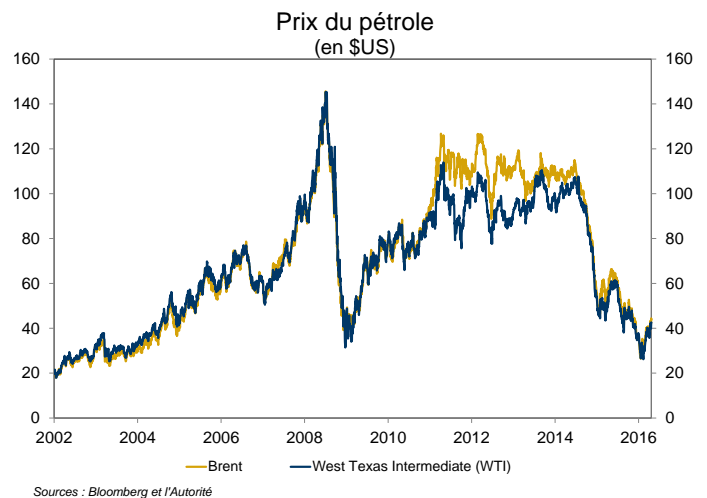
La zone euro et le Japon ont eux aussi adopté une position attentiste préférant mesurer l'impact de leurs politiques d'assouplissement monétaire. Dans les deux cas, la croissance est jusqu'à présent demeurée modeste. Pendant ce temps, le rendement des obligations allemandes 10 ans est passé en territoire négatif en juin, rejoignant ainsi le rendement obligataire japonais. Sur le plan mondial, quelque

11 700 G\$US d'obligations souveraines génèrent désormais un rendement négatif.

La Chine a poursuivi son ralentissement économique contrôlé, affichant une croissance de 6,7 % au premier trimestre. La volatilité sur les marchés boursiers chinois s'est estompée à la suite des mesures prises par le gouvernement. Plus généralement, les pays émergents ont connu une certaine embellie avec la remontée des prix des produits de base et le report de la normalisation de la politique monétaire américaine. Le Brésil demeure en mauvaise posture avec une récession, qui dure maintenant depuis plus de deux ans, et la procédure de destitution, qui vise la présidente Dilma Rouseff.

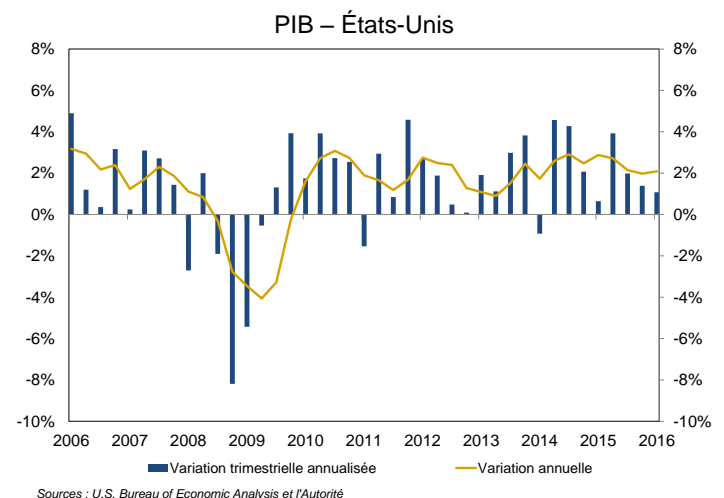


Les cours du pétrole ont rebondi après le creux atteint en janvier et se situaient près des 50 \$US le baril à la fin du trimestre, en raison notamment d'un resserrement de l'offre mondiale. Pareillement, les marchés boursiers se sont redressés durant la même période. En fin de trimestre, le vote sur le *Brexit*, a eu un impact substantiel sur les marchés boursiers, qui ont néanmoins rapidement récupéré les pertes, alors que les investisseurs se repliaient sur les obligations souveraines.



États-Unis

L'économie américaine a une fois de plus débuté l'année mollement, affichant une faible croissance de 1,1 % au premier trimestre. Ce *pattern* de faible croissance en début d'année se répète depuis quelques années. Quoi qu'il en soit, l'économie américaine a véritablement connu un léger ralentissement au cours des derniers trimestres, mais un renversement de tendance semble sur le point de s'amorcer, appuyé sur de solides fondements.



Les dépenses de consommation sont demeurées le principal moteur de l'économie en début d'année et les données récentes pointent vers une accélération en cours au deuxième trimestre. La progression des salaires, le maintien de conditions financières souples et le niveau de confiance élevé des ménages assurent une solide contribution de la consommation à la croissance du PIB au deuxième trimestre. Cette tendance pourrait bien se maintenir dans la seconde moitié de l'année.

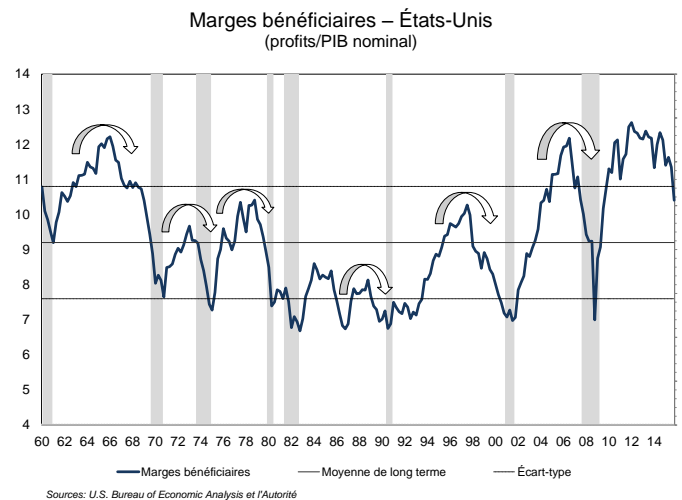
Depuis le début de l'année, l'économie américaine a créé en moyenne 172 000 emplois par mois, ce qui a amplement suffi à maintenir le taux de chômage sous le seuil des 5 %. Quelque 287 000 emplois ont été créés en juin, de quoi ramener la confiance après un creux de seulement 38 000 emplois créés en mai. Le taux de chômage a terminé le trimestre à 4,9 %.

Deuxième moteur de la croissance économique américaine, la construction résidentielle continue de progresser à une cadence constante, mais modérée. Les ventes de maisons neuves et existantes demeurent en hausse, mais le rythme des mises en chantier tend à se stabiliser autour de 1,1 million depuis quelques mois. Des inventaires réduits soutiennent toutefois une solide progression des prix et assurent le maintien de l'activité dans le secteur résidentiel.

À l'opposé, les investissements privés ont continué d'exercer un frein important à la croissance en début d'année. Le recul des investissements dans le secteur du pétrole et du gaz a fortement contribué à ce ralentissement, mais le contexte de faible reprise au niveau mondial semble aussi dissuader les entreprises d'accroître leur capacité de production, et ce, malgré de très faibles coûts de financement.

Nous avons assisté au cours des dernières années à un repli des marges bénéficiaires des entreprises sous l'effet de l'accélération des coûts unitaires de main-d'œuvre et d'une faible progression de la croissance nominale de l'économie. Avec, d'une part, une accélération progressive de la rémunération des

travailleurs et, d'autre part, une faible progression de la productivité, il est peu probable que l'on assiste à un revirement soudain de cette tendance. Dans ce contexte, les pressions à la baisse sur les marges bénéficiaires pourraient persister et la croissance des profits demeurer relativement modeste.

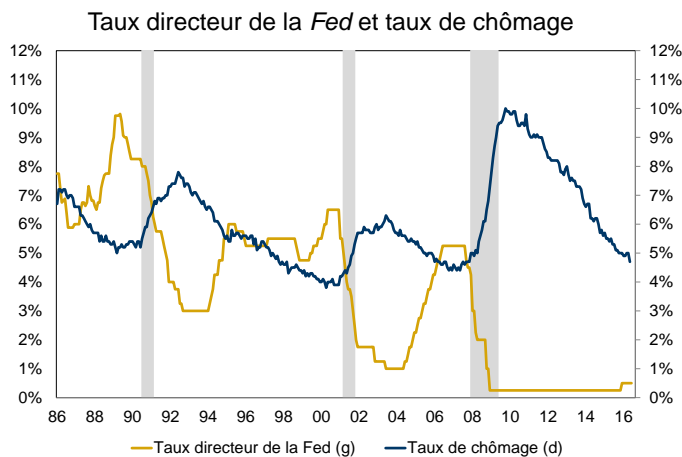


L'inflation s'est redressée peu à peu, alors que se dissipe l'effet déprimant de l'appréciation du billet vert et de la chute des prix de l'énergie sur le niveau général des prix. Néanmoins, l'inflation demeure sous la cible de 2 % de la Réserve fédérale, et l'inflation fondamentale¹ affichait une hausse de 1,6 % en mai. Les anticipations d'inflation, escomptées par les marchés financiers ou mesurées par les diverses enquêtes, demeurent également sous la cible de 2 %. Par contre, l'accélération des salaires et des coûts unitaires de main-d'œuvre pourraient exercer des pressions en amont sur les prix si elles devaient persister voire s'amplifier.

¹ Indice des prix des dépenses personnelles de consommation (PCE price index), excluant les aliments et l'énergie.

Considérant tous ces facteurs, il été décidé de maintenir le statu quo et de laisser le taux directeur à l'intérieur de la fourchette de 0,25 % - 0,50 % lors de la dernière réunion du comité de politique monétaire tenue en juin dernier.

Le maintien du statu quo fait en sorte que la Fed n'aura jamais maintenu une politique monétaire aussi expansionniste avec un taux de chômage inférieur à 5 %. L'approche prudente de la Réserve fédérale a été défendue par sa présidente lors de son témoignage devant le Congrès². Janet Yellen a ainsi déclaré qu'il serait aisé de resserrer la vis advenant une surchauffe de l'économie, mais que si, à l'opposé, l'économie devait ralentir, il y aurait peu de marge de manœuvre pour assouplir, alors que le taux directeur demeure tout près du plancher de 0 %.



Ainsi, la Réserve fédérale n'aura jusqu'à maintenant haussé ses taux qu'une seule fois, en décembre dernier. Toutefois, la forte création d'emplois en juin pourrait bien relancer le débat sur la nécessité de

² Semiannual Monetary Policy Report to the Congress Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, Washington, D.C., June 21, 2016.

poursuivre dans les plus brefs délais la normalisation de la politique monétaire et faire passer au second plan les inquiétudes soulevées par le *Brexit*.

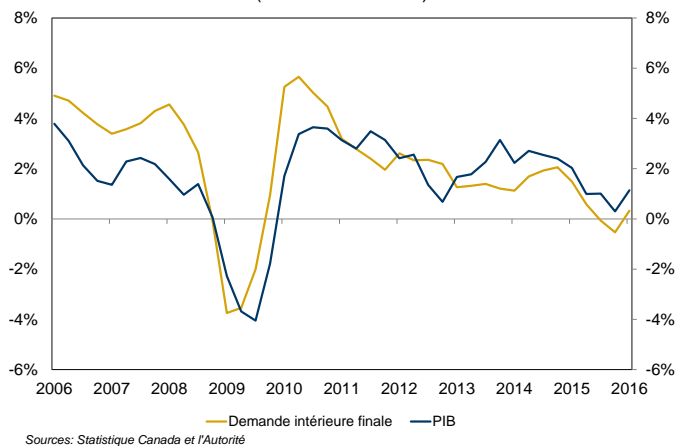
Canada

L'ajustement de l'économie canadienne à la baisse des prix des produits de base se poursuit tant bien que mal. Après un bon début d'année, les perspectives ont été assombries quelque peu par les feux de forêt en Alberta, la baisse continue des dépenses des entreprises et l'incertitude qui plane sur l'économie mondiale.

Le PIB réel a affiché une croissance trimestrielle annualisée de 2,4 % au cours des trois premiers mois de l'année. Il s'agit certes d'une amélioration par rapport au résultat enregistré à la fin de 2015, mais l'évolution en dents de scie de l'économie depuis un an met aussi en relief la transition difficile vers une reprise soutenable du secteur manufacturier et des exportations, et les difficultés de l'économie canadienne à s'ajuster à la chute des cours des produits de base.

Au premier trimestre, la croissance a été principalement attribuable à la hausse des dépenses de consommation, à l'investissement résidentiel et aux exportations nettes ainsi que, dans une moindre mesure, aux dépenses publiques. À l'opposé, la contraction des investissements des entreprises et la variation des stocks ont agi comme un frein, retranchant plus d'un point de pourcentage à la croissance du PIB. Au final, la demande intérieure a progressé de 1,3 % au cours du trimestre et a très peu augmenté par rapport à son niveau d'il y a un an (+0,3 %).

PIB et demande intérieure finale – Canada
(variation annuelle)



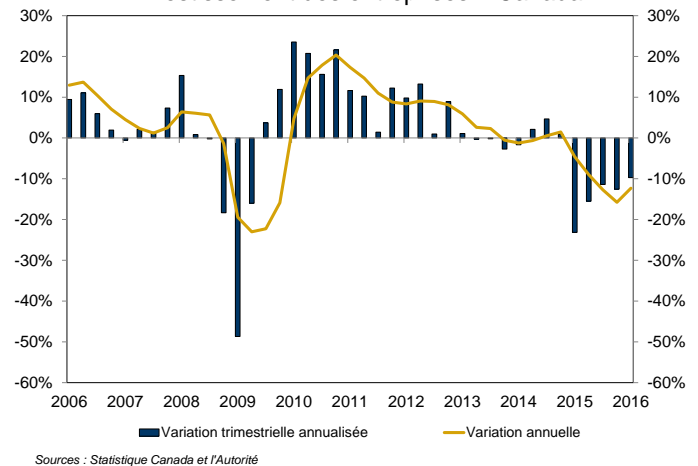
L'hésitation des entreprises à relancer leurs dépenses en capital explique en grande partie la faiblesse persistante de la demande intérieure. Ce recul des investissements des entreprises pour un cinquième trimestre consécutif est une fois de plus attribuable à la baisse des investissements dans le secteur du pétrole et du gaz, mais aussi au peu d'empressement d'ajouter des capacités ou de moderniser l'équipement dans les autres secteurs de l'économie. L'enquête sur les perspectives des entreprises publiée récemment par la Banque du Canada³ confirme d'ailleurs que les entreprises continuent de faire preuve de retenue dans leurs intentions d'accroître les dépenses d'investissement.

Le volume des exportations a augmenté au premier trimestre, après avoir diminué au cours du trimestre précédent et connu des ratés en 2015. En effet, malgré la dépréciation du dollar canadien et le raffermissement de la demande américaine, la reprise des exportations tarde à se manifester.

³ Banque du Canada, Enquête sur les perspectives des entreprises, Vol. 13.2, 4 juillet 2016

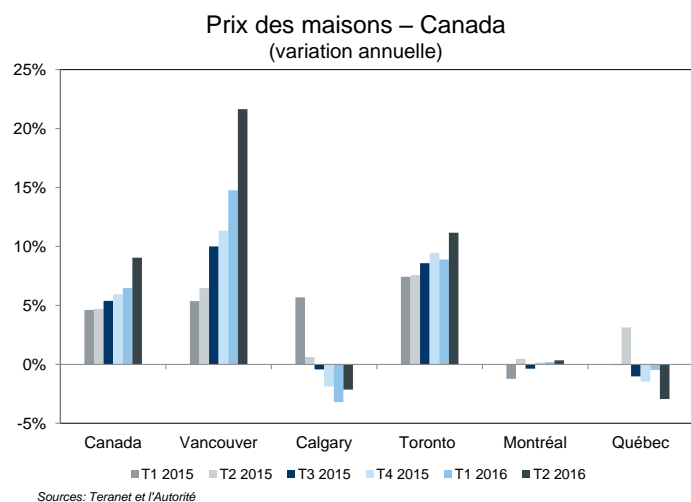
Cela dit, au cours des six derniers mois, le dollar canadien s'est redressé de pair avec les prix du pétrole et offre donc un soutien un peu moins grand aux exportations. Après être passé sous la barre des 0,70 \$US en janvier, le dollar canadien s'est redressé et se transigeait à un peu plus de 0,77 \$US à la fin du deuxième trimestre.

Investissement des entreprises – Canada



Les principales vulnérabilités de l'économie canadienne, à savoir l'endettement des ménages et les déséquilibres du marché immobilier, se maintiennent voire s'accroissent. L'endettement des ménages demeure à un sommet, avec un ratio de la dette sur le revenu disponible qui dépasse les 165 %. Certains ménages, parmi les plus endettés, se retrouveraient donc dans une position de vulnérabilité advenant un ralentissement économique majeur ou une remontée abrupte des taux d'intérêt. La probabilité de tels scénarios est toutefois très faible sur un horizon de court terme.

Quant à l'immobilier, l'envolée des prix se poursuit sur les marchés de Vancouver et de Toronto, où les hausses atteignent 22 % et 11 % respectivement sur une base annuelle. Ces hausses pourraient bien se poursuivre, compte tenu de l'offre limitée de logements et de la demande, soutenue par la croissance de l'emploi et les mouvements migratoires. Cela dit, les prix sont à la baisse dans les régions touchées par la chute des prix des produits de base et sont stables ailleurs au pays.



Le portrait du marché du travail canadien est moins reluisant que celui des États-Unis. Le ralentissement amorcé il y a un an s'est poursuivi de plus belle ces derniers mois. Reflet de l'état général de l'économie, la création d'emplois a été quasi nulle au deuxième trimestre. En raison d'une faible progression de la population active, le taux de chômage a néanmoins légèrement diminué et s'établissait à 6,8 % en juin.

Sans grande surprise, la Banque du Canada a maintenu son taux directeur à 0,5 %, alors que l'inflation demeure sous la cible des 2 % et que l'économie canadienne poursuit sa transition. Dans ce contexte, le statu quo pourrait se poursuivre jusqu'en 2017.

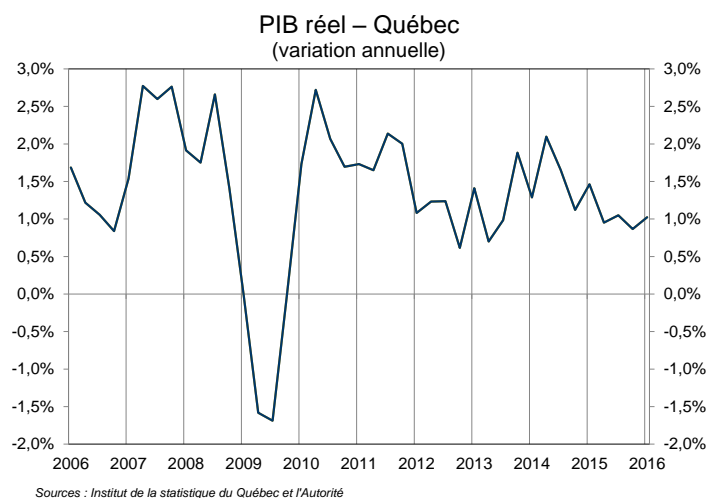
Au final, la croissance aura été plus faible au deuxième trimestre, en raison notamment des feux de forêt en Alberta. Cela dit, même en faisant abstraction de cette catastrophe, l'économie canadienne aurait tout de même affiché un affaiblissement significatif au deuxième trimestre. En effet, les données mensuelles du PIB par industrie montrent que l'économie canadienne a commencé à perdre de son élan dès février dernier.

Dans un avenir prévisible, la poursuite de l'expansion aux États-Unis combinée à une devise plus concurrentielle depuis quelques années apportera un soutien à l'économie canadienne. Bien que les entreprises tardent à accroître leurs dépenses en capital, les investissements privés n'exerceront plus un frein aussi important à la croissance maintenant

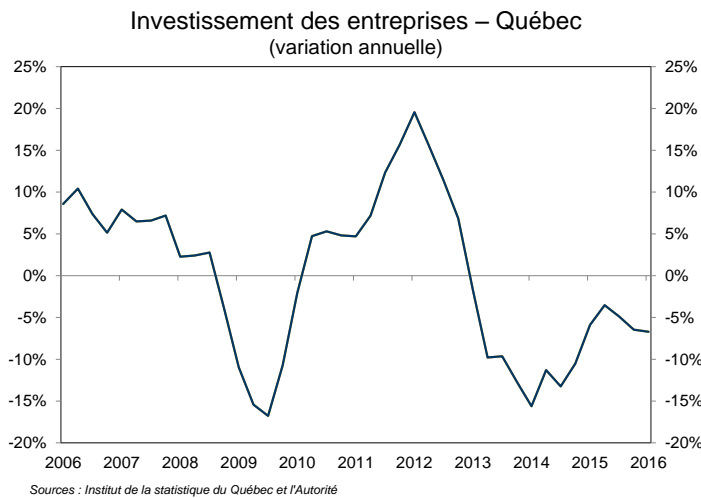
que l'ajustement dans le secteur des ressources a été en grande partie effectué. À très court terme, la reprise de la production pétrolière en Alberta et la reconstruction de Fort McMurray redonneront un élan à la croissance, après quoi la reprise graduelle de l'économie canadienne devrait se poursuivre, soutenue par une politique monétaire expansionniste et une politique budgétaire assouplie.

Québec

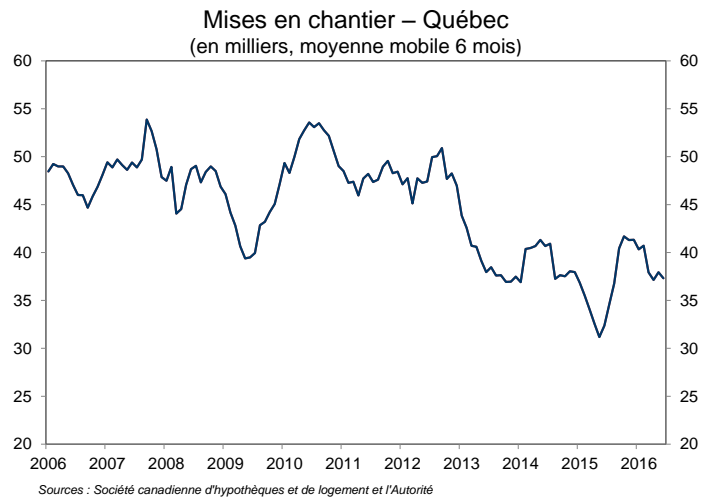
Au premier trimestre, l'économie du Québec a affiché une croissance de 2 % en rythme annualisé, croissance qui fut presque entièrement attribuable à une accélération des dépenses de consommation. En effet, le redressement du marché du travail et la progression du revenu disponible réel (en partie attribuable aux allègements fiscaux) ont soutenu les dépenses de consommation, qui ont progressé de 3,3 % en rythme annualisé contre seulement 1,3 % le trimestre précédent.



Tout comme dans l'ensemble du Canada, les investissements des entreprises ne sont pas encore au rendez-vous, affichant un autre recul important. De fait, les investissements des entreprises sont en baisse depuis plus de deux ans. Toutefois l'enquête annuelle de Statistique Canada sur les intentions d'investissement annonce un redressement des montants à investir par les entreprises privées et le secteur public au Québec en 2016.



La construction résidentielle a également fléchi au cours du premier trimestre, retranchant quelques dixièmes à la croissance de l'économie. Le secteur de la construction semble néanmoins se stabiliser après quelques années au ralenti. Le niveau des mises en chantier est plus élevé qu'il y a un an, oscillant aux environs de 38 000 unités depuis plusieurs mois, tandis que l'activité de la revente reprend progressivement de la vigueur en réaction à la faiblesse des taux d'intérêt et à l'amélioration graduelle des perspectives économiques.



Depuis le début de l'année, les ventes de propriétés pour l'ensemble du Québec ont affiché une progression de 6 % par rapport à la même période l'an passé, tandis que les nouvelles inscriptions de propriétés à vendre ont chuté de 4 %.⁴ Ce resserrement des conditions de marché a permis d'éponger l'offre élevée de propriétés à vendre et d'assurer une certaine stabilité des prix.

Les dépenses des administrations publiques ont très peu augmenté, tandis que les investissements publics ont fléchi. La demande intérieure n'a ainsi fait que de mince progrès après avoir stagné à la fin de 2015.

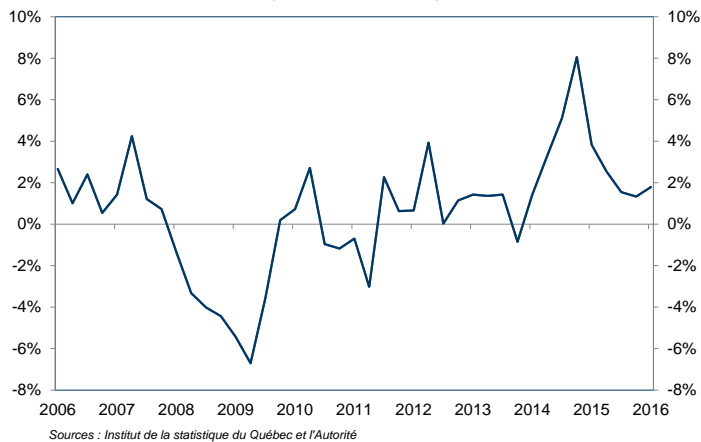
Toutefois, plusieurs programmes d'infrastructures publics sont en cours de réalisation et d'autres annonces ont récemment été faites, ce qui devrait donner un coup de pouce à la croissance de l'économie.

Le volume des exportations a diminué au premier trimestre, face à une économie américaine au ralenti. Toutefois, en raison d'un repli plus important des importations, le secteur extérieur a contribué positivement à la croissance du PIB en début d'année.

L'amélioration attendue de la conjoncture américaine est, sans équivoque, une des conditions à un redressement des exportations du Québec au cours des prochains mois et préfigure un raffermissement des investissements dans le secteur manufacturier.

⁴ Source : FCIQ par le système Centris®; données de mai 2016.

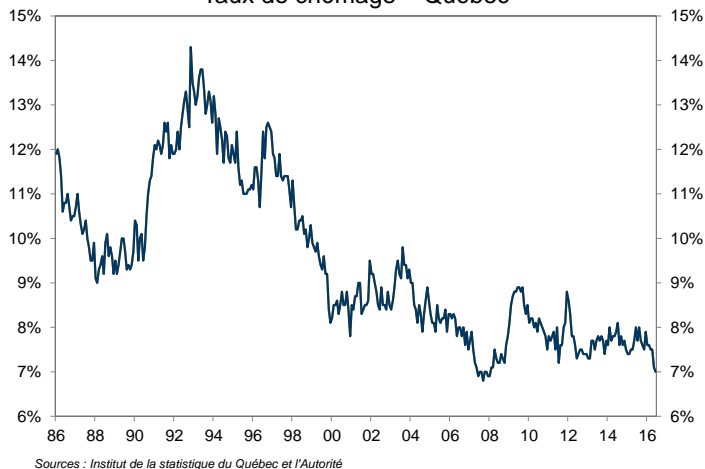
Volume des exportations – Québec
(variation annuelle)



Dans les mois à venir, une économie américaine plus robuste, une devise concurrentielle, le maintien d'une politique monétaire souple et un certain relâchement de la rigueur budgétaire à tous les paliers de gouvernement donnera un peu d'air à l'économie du Québec. Les dépenses de consommation devraient continuer leur ferme progression à la suite du redressement de la confiance et du raffermissement de la croissance du revenu disponible.

Le marché du travail a fait du surplace au cours des six premiers mois de l'année, alors que la création d'emplois a évolué en dents de scie. Les gains des trois derniers mois (+12 000) auront permis tout au mieux d'effacer les pertes enregistrées en début d'année. L'emploi s'est néanmoins accru de 0,8 % depuis un an et le taux de chômage a reculé de 8 % à 7 %.

Taux de chômage – Québec



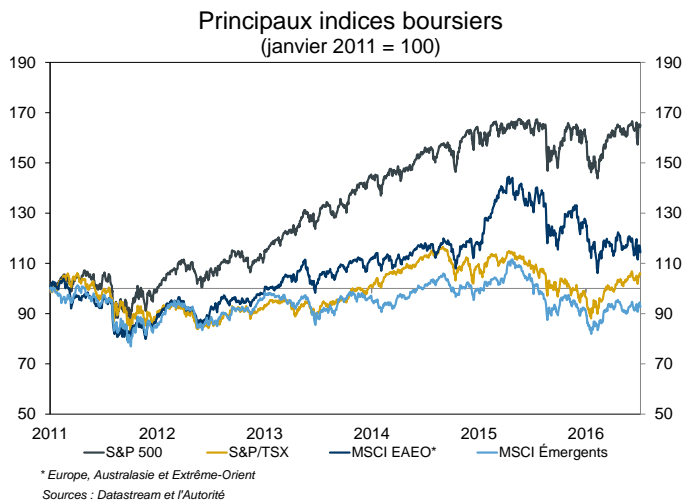
Les effets directs du *Brexit* sur l'économie du Québec s'annoncent relativement limités, mis à part le sort incertain de l'accord de libre-échange entre le Canada et l'Union européenne, maintenant que Bruxelles a décidé que l'accord devra être approuvé par les parlements des 28 pays membres. Les échanges commerciaux entre le Québec et le Royaume-Uni pourraient aussi souffrir si ce dernier devait tomber en récession.

REVUE DES MARCHÉS FINANCIERS

Marchés boursiers

Les marchés boursiers ont évolué sans direction claire au cours des derniers mois. De plus, la fin du trimestre a été caractérisée par une importante recrudescence de la volatilité provoquée par l'incertitude entourant les conséquences du vote favorable au *Brexit*.

Au final, l'indice des marchés développés MSCI World a affiché un rendement de 0,6 % au cours du deuxième trimestre. Les marchés émergents terminent quant à eux le trimestre avec un léger recul de 0,3 %.



Aux États-Unis, le S&P 500 termine le trimestre en légère hausse avec un rendement de 1,9 %, affichant ainsi un rendement de 2,7 % depuis le début de l'année. Il faut dire que la bourse américaine évolue dans une fourchette relativement étroite depuis environ deux ans. Rappelons que cette relative stagnation fait suite à un marché haussier sans précédent, de mars 2009 à juin 2015, période au cours de laquelle l'indice a enregistré des rendements annuels moyens de plus de 20 %.

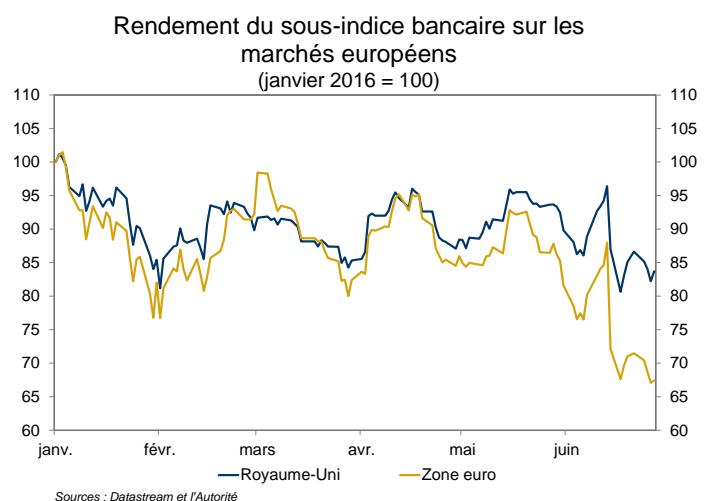
Les indices européens font un peu moins bonne figure avec un léger recul de 0,4 %. Ces derniers ont été particulièrement touchés par le référendum au Royaume-Uni. Le MSCI Europe a reculé d'environ 8 % dans les deux jours suivant le référendum;

toutefois, une bonne partie du terrain perdu a été regagné depuis.

Après le choc initial, les pires craintes quant aux conséquences du *Brexit* semblaient s'être dissipées dans une large mesure. Par ailleurs, l'anticipation de politiques monétaires plus expansionnistes au Royaume-Uni et ailleurs a fourni un support additionnel au marché.

Le choc lié au vote sur le *Brexit* a été particulièrement prononcé dans le secteur financier. Les cours de plusieurs grandes banques britanniques ont chuté drastiquement dans la foulée du référendum, notamment en raison de l'incertitude entourant leur capacité à continuer d'opérer librement dans l'Union européenne.

L'impact n'a pas été limité au Royaume-Uni; le sous-indice du secteur bancaire dans la zone euro (*Euro Stoxx Banking Index*) a reculé de près de 23 % dans les deux jours qui ont suivi le vote. De façon générale, la baisse des taux et le contexte économique incertain lié au *Brexit* contribuent à rendre plus précaire la santé financière de certaines institutions financières. Il faut dire que plusieurs banques européennes étaient déjà fragilisées suite à la Grande Récession de 2008 et, plus récemment, à la crise de la dette dans la zone euro.



À la fin du trimestre, un haut niveau d'incertitude, et même de confusion, régnait toujours quant aux conséquences politiques et économiques du vote en

faveur du *Brexit*. Cette instabilité devrait se traduire par une persistance de la volatilité sur les marchés au cours des prochains mois.

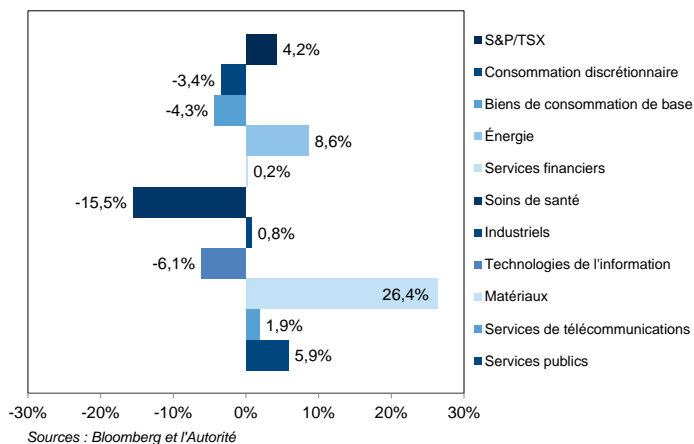
Au Canada, après plusieurs années de contreperformance, la Bourse de Toronto tire mieux son épingle du jeu depuis le début de l'année. L'indice S&P/TSX se démarque avec un rendement respectable de 4,2 % au deuxième trimestre, amenant ainsi à 8,1 % ses gains depuis le début de l'année. Le redressement des cours du pétrole, sous l'influence d'une réduction de l'offre, a permis au secteur de l'énergie de rebondir après plusieurs trimestres de fortes baisses. Malgré ce redressement, les cours du pétrole encore faibles continuent de représenter des défis importants pour la rentabilité de plusieurs entreprises de l'industrie.

Le secteur aurifère a aussi beaucoup contribué à la bonne tenue du secteur des matériaux et de l'indice dans son ensemble. Le prix de l'or s'inscrit en forte hausse depuis le début de l'année en raison de son statut de valeur refuge en période d'incertitude.

les services financiers. Deuxièmement, les faibles cours du pétrole pourraient continuer d'avoir un impact sur le bilan des banques au cours des prochains trimestres, même si les pertes sur prêts demeurent relativement faibles jusqu'à présent. Les institutions financières pourraient aussi être touchées par une correction dans le secteur immobilier advenant un choc économique d'envergure, compte tenu du niveau élevé des prix et de l'endettement des ménages.

Par ailleurs, les entreprises québécoises transigées sur le TSX affichent un rendement négatif de 0,4 % au deuxième trimestre, selon l'Indice Morningstar Québec Banque Nationale. Au cours des dernières années, la faible exposition des entreprises québécoises au secteur de l'énergie avait contribué à une surperformance de ces dernières par rapport à l'ensemble des entreprises composant l'indice du S&P/TSX. Mais on observe depuis le début de l'année l'effet contraire, si bien que l'indice affiche un rendement de 3,6 % au cours de cette période, en deçà des 8,1 % enregistré pour l'ensemble du S&P/TSX.

Rendement des principaux sous-indices du S&P/TSX au T2 2016



Le secteur des services financiers, qui pèse lourd dans l'indice composite, présente un rendement essentiellement nul au cours du dernier trimestre. Ce rendement reflète certains des défis et des risques auxquels doivent faire face les institutions financières canadiennes.

Premièrement, l'économie canadienne croît à un rythme modéré, ce qui vient limiter la demande pour

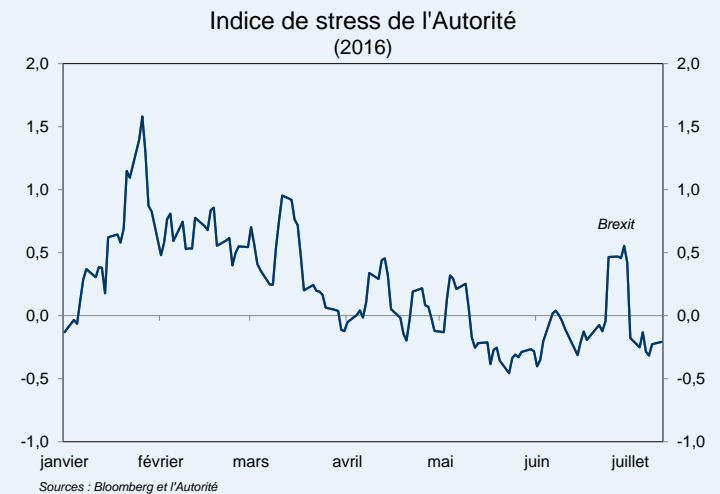
Indice de stress de l'Autorité

Comme nous l'avons exposé dans la dernière édition de la Revue, l'Autorité s'est dotée d'un indice de stress financier qui permet de suivre l'évolution du niveau d'instabilité financière au sein du système financier canadien.

Le graphique qui suit montre l'évolution de l'indice depuis le début de l'année. On note généralement une diminution du niveau de stress financier au Canada depuis février dernier, grâce notamment au redressement des cours du pétrole. En effet, le mois de janvier avait été caractérisé par une baisse marquée des prix de l'or noir et par une période de grande instabilité sur les marchés mondiaux.

Plus récemment, on note une recrudescence du niveau de stress suite au vote en faveur du *Brexit*. Le choc a quand même été limité, tant par son ampleur que par sa durée. Par ailleurs, les sous-composantes de l'indice montrent que les marchés obligataires et les marchés des changes ont été particulièrement

affectés par le vote sur le *Brexit*. Cela s'explique notamment par des mouvements de capitaux importants vers les principales monnaies, comme le dollar américain, et par un réajustement soudain des attentes à l'égard de l'orientation des politiques monétaires.

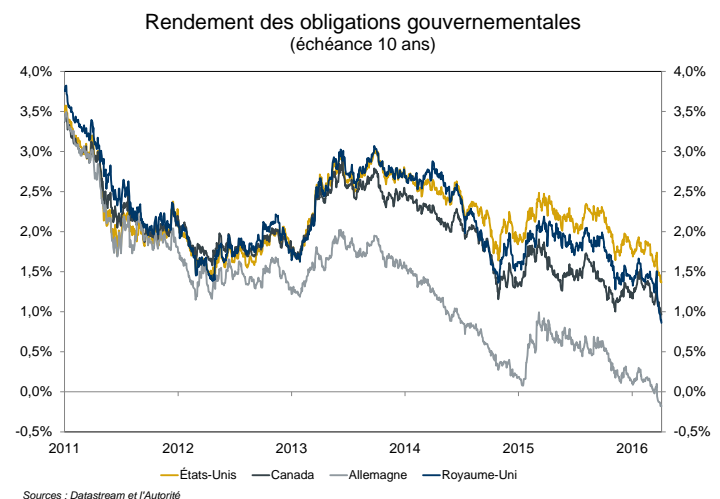


L'indice de stress de l'Autorité mesure les tensions sur les marchés financiers canadiens, en synthétisant les données des marchés monétaires, boursiers, obligataires et des changes, ainsi que des intermédiaires financiers. Une valeur sous zéro indique un niveau de stress sous la moyenne historique et vice versa.

Marchés obligataires

Les taux d'intérêt dans les pays développés ont continué leur glissade au cours du deuxième trimestre, un mouvement qui s'est d'ailleurs accéléré au lendemain du *Brexit*. L'encours des obligations d'État qui offrent des rendements négatifs a fortement augmenté au cours des derniers mois. Notamment, les investisseurs doivent maintenant payer pour le privilège de détenir des obligations allemandes et japonaises pour la plupart des échéances. En effet, depuis juin, les rendements obligataires allemands affichent pour la première fois un rendement négatif jusqu'à l'échéance de 10 ans, imitant ainsi les rendements japonais qui se retrouvent dans cette même situation depuis février dernier.

Les actions des banques centrales expliquent en bonne partie ces rendements anormalement bas. Les achats massifs d'obligations d'État par la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque du Japon au cours des derniers mois créent forcément une



pression à la baisse sur les rendements. Dans le cas du Japon par exemple, la banque centrale détient maintenant plus de 30 % de l'ensemble de l'encours des obligations d'État du pays.

Les rendements des obligations américaines n'ont pas échappé à cette tendance. En effet, le rendement 10 ans se chiffrait à environ 1,5 % à la fin du trimestre, bien en deçà des 2,3 % observés en début d'année. Ce recul s'explique notamment par la baisse des attentes des investisseurs concernant la normalisation de la politique monétaire américaine. En début d'année, les marchés tablaient sur environ deux hausses du taux des fonds fédéraux pour 2016; ils accordent maintenant une forte probabilité au statu quo.

Le recul des rendements des principales obligations d'État – qui font office de valeur refuge – reflète aussi un repli de l'appétit pour le risque de la part des investisseurs. Cet effet s'est amplifié de façon dramatique avec le vote en faveur du *Brexit*. Le rendement américain 10 ans a perdu plus de 25 points de base dans les deux jours suivant le vote, tandis que ceux de l'Allemagne et du Japon s'enlisaient en territoire négatif. Les obligations britanniques ont été particulièrement affectées, avec un rendement 10 ans glissant rapidement sous la barre de 1 %.

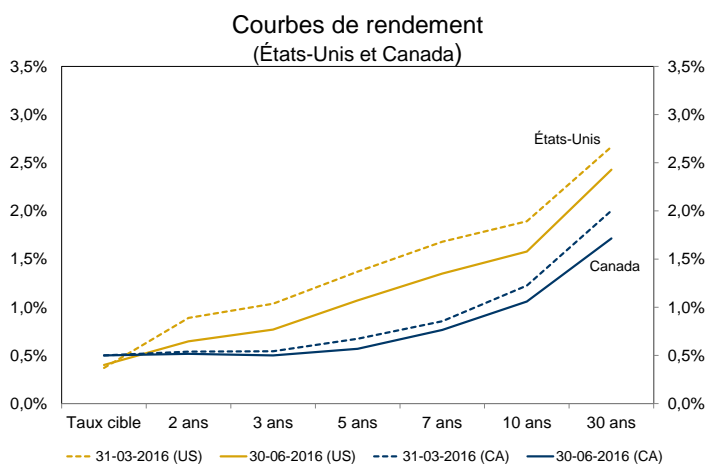
Le haut niveau d'incertitude entourant les répercussions économiques et politiques du référendum britannique devrait continuer de favoriser des rendements très bas pour les principales obligations d'État au cours des prochains mois.

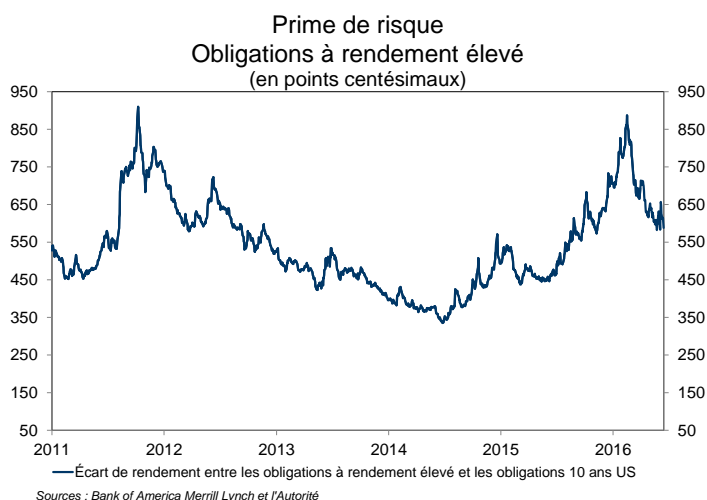
Au Canada, les taux obligataires avaient bénéficié en début de trimestre de la remontée des cours du pétrole et du renforcement de certaines données économiques. L'écart avec les taux américains s'était ainsi rétréci de façon importante. Mais cet écart s'est ensuite accentué de plus belle avec les tractations entourant la normalisation des taux aux États-Unis et des données économiques canadiennes décevantes.

Les taux canadiens ont aussi diminué suite au référendum britannique, mais dans une moindre mesure que les taux américains. Peu de temps après la fin du trimestre, le rendement américain 10 ans se situait à moins de 1,4 % et son équivalent canadien était passé sous la barre de 1 %.

Du côté des obligations de sociétés, on observe la même tendance à la baisse des rendements. De plus, les primes de risques se sont compressées de façon importante au cours du trimestre, bien qu'elles aient quelque peu augmenté en fin de trimestre dans la foulée du *Brexit*.

En début d'année, on avait observé une hausse marquée de la prime de risque sur les obligations de sociétés, particulièrement celles à rendement élevé, dans un contexte de grande volatilité sur les marchés et de baisse prononcée du cours du pétrole. L'essentiel de cette hausse s'est maintenant évaporé à la faveur du rebond de l'or noir et d'une recherche de rendement résultant des rendements faibles ou négatifs sur les obligations souveraines.





Ailleurs dans le monde, certaines obligations de sociétés affichent même des rendements négatifs sur de courtes échéances. Il faut dire que, depuis juin, la BCE a commencé à acheter des obligations de sociétés dans le cadre de son programme d'assouplissement quantitatif de 80 G€ par mois. Ces achats massifs créent naturellement des pressions à la baisse sur le rendement des obligations de sociétés.

Rendement des marchés
(variation en pourcentage)

		Marchés boursiers									
		Niveau							12 derniers mois		
		2016-06-30	1 mois	3 mois	6 mois	1 an	3 ans*	5 ans*	Min	Max	
MSCI World		1 253	-1,5	0,6	-1,9	-4,6	6,6	6,6	1 117	1 362	
MSCI Europe		1 329	-2,3	-0,4	-5,9	-8,6	3,7	2,6	1 202	1 546	
S&P 500		2 099	0,1	1,9	2,7	1,7	9,3	9,7	1 829	2 128	
S&P/TSX		14 065	0,0	4,2	8,1	-3,4	5,1	1,1	11 843	14 731	
Indice TSX Québec		230	-3,0	-0,4	3,6	0,1	14,9	--	207	239	
		Marchés obligataires									
		Niveau							12 derniers mois		
		2016-06-30	-1 mois	-3 mois	-6 mois	-1 an	-3 ans	-5 ans	Min	Max	
Québec	10 ans	1,9	2,1	2,2	2,4	2,4	3,3	3,8	1,9	2,7	
Ontario	10 ans	2,0	2,2	2,3	2,3	2,5	3,2	3,8	2,0	2,7	
Canada	10 ans	1,1	1,3	1,2	1,4	1,7	2,4	3,1	1,0	1,7	
États-Unis	10 ans	1,5	1,8	1,8	2,3	2,4	2,5	3,2	1,4	2,5	
Royaume-Uni	10 ans	0,9	1,4	1,4	2,0	2,0	2,4	3,4	0,9	2,1	
Allemagne	10 ans	-0,1	0,1	0,2	0,6	0,8	1,7	3,0	-0,1	0,9	
Canada	Corpo AA (10 ans)	2,5	2,6	2,7	2,9	2,8	3,4	4,0	2,4	3,1	
	Corpo BBB (10 ans)	3,4	3,6	3,7	3,9	3,6	4,2	4,9	3,4	4,1	
	Écart BBB - Gouv. 10 ans	2,4	2,3	2,5	2,5	1,9	1,8	1,8	1,9	2,9	
États-Unis	Corpo AA (10 ans)	2,4	2,7	2,7	3,2	3,3	3,3	4,0	2,4	3,4	
	Corpo BBB (10 ans)	3,3	3,6	3,8	4,2	4,2	4,3	4,8	3,3	4,3	
	Écart BBB - Gouv. 10 ans	1,8	1,8	2,0	2,0	1,8	1,8	1,6	1,8	2,3	

* Rendements annualisés

Sources : Datastream, Bloomberg et l'Autorité

DOSSIER SPÉCIAL

Les innovations technologiques appliquées au secteur financier

Les innovations technologiques permettent dorénavant à de jeunes entreprises de bousculer le paysage de la finance en abordant les services financiers sous un prisme différent. Ce sont les Fintech.

Financement

Le financement participatif est l'une des premières manifestations des Fintech sur les marchés. Le principe est simple: mettre en relation, par le biais d'une plateforme technologique, des investisseurs et des entrepreneurs dont les intérêts se marient. Alors que le financement participatif a connu des débuts plus modestes, le prêt entre particuliers, une variante du financement participatif, s'est développé de façon fulgurante. Lending Club, Prosper, Funding Circle et Zopa sont parmi les plus importantes.

Le financement d'entreprises, le crédit à la consommation et le prêt entre particuliers sont dorénavant proposés par le biais de plateformes électroniques. Ces nouveaux modes de financement sont ainsi devenus une alternative aux prêteurs traditionnels dans plusieurs pays.

Gestion d'actifs

Des plateformes de conseils en investissement automatisés, également appelées « conseillers-robots » émergent aussi depuis quelques années. Ces plateformes permettent de sélectionner et de gérer un portefeuille diversifié en ligne à faibles coûts. Les outils utilisés par ces plateformes ne sont toutefois pas nouveaux et ne sont donc pas en soi des innovations. Les professionnels en font usage depuis longtemps pour gérer les avoirs de leur clientèle plus fortunée. La nouveauté réside dans leur plus grande accessibilité. Ce modèle court-circuite donc le modèle traditionnel de relation entre l'investisseur et son conseiller.

Assurance

Si le domaine bancaire est le secteur où l'on retrouve le plus grand nombre d'innovations dites de rupture, le secteur de l'assurance n'y échappe pas. Les consommateurs ont déjà pu profiter des réductions de primes suivant l'application d'un outil télématique qui favorise par exemple la bonne conduite. Il s'agit d'un développement récent concernant la tarification de l'assurance fondée sur l'usage. Par ailleurs, avec les mégadonnées ou *Big Data*, les assureurs disposeront entre autres d'un outil puissant pour détecter la fraude et faire de l'analyse de risques en temps quasi réel.

Un écosystème

Certains gouvernements favorisent le développement des Fintech en vue d'en faire un vecteur de croissance économique. En fonction de leur mandat respectif, des régulateurs peuvent entreprendre des initiatives pour

favoriser la concurrence et promouvoir l'innovation dans leur juridiction. Les Fintech ne connaissent toutefois pas le même engouement partout et leur potentiel disruptif demeure incertain. Il est vrai que depuis leur arrivée, certains ont prédit l'érosion voire la disparition du système d'intermédiation traditionnel; d'autres cependant, tendent à réduire l'essor des Fintech à quelques gains de parts de marché. Il faut dire que dans bien des cas les bénéfices et les risques d'affaires n'ont pas encore été bien évalués.

Alors pourquoi aujourd'hui le phénomène intéresse-t-il autant ?

1. Un concept

Le terme Fintech est une contraction des mots « finance » et « technologie ». Il désigne à la fois la technologie inhérente à la prestation de divers services financiers (« la » Fintech) et les entreprises qui utilisent les nouvelles technologies de façon à transformer l'offre de produits et services financiers sur les marchés (« les » Fintech).

Cette distinction n'est pas simplement sémantique, mais permet de mettre le phénomène Fintech en perspective. Parce qu'il a pris sa place dans le paysage financier et dans les usages, le terme a tout récemment été introduit dans le *Oxford Dictionary* comme étant : « *computer programs and other technology used to support or enable banking and financial services* ».

Ce terme n'a pourtant rien de nouveau. Une définition glanée dans une revue portant sur la recherche opérationnelle et la science de la gestion se lisait comme suit:

“FINTECH is an acronym which stands for financial technology, combining bank expertise with modern management science techniques and the computer.”⁵

Cette citation date de 1972 et est attribuée à un dirigeant de la Manufacturers Hanover Corporation, une banque de New York acquise plus tard par J.P. Morgan Chase & Co.

Ainsi, après 45 ans, cette définition est somme toute demeurée la même. Alors, qu'est-ce qui a changé ?

2. Tendances et développement

On peut avancer qu'au moins quatre facteurs expliquent ce phénomène. Le premier, lié à la démographie, s'explique par la récente génération de consommateurs née avec Internet. Le deuxième résulte de l'omniprésence des téléphones intelligents, qui facilitent depuis près d'une décennie l'accès à Internet à tout moment. Le resserrement de la réglementation et de la surveillance du système bancaire depuis la crise

⁵ Bettinger, A., FINTECH – A series of 40 time Shared Models Used at Manufacturers Hanover Trust Company. Management Science Roundup, Interfaces, Vol. 2 No. 4 August 1972, <http://connection.ebscohost.com/c/articles/6693407/management-science-roundup>

financière de 2008 lui a donné une certaine impulsion. Enfin, cela s'explique par le fait que de jeunes entreprises ont fait le pari d'améliorer l'expérience client par la maîtrise de la technologie.

Ainsi, la transmission de données à très haut débit et la commercialisation à grande échelle de la technologie 3G puis 4G LTE ont permis l'essor d'une nouvelle offre de produits et services par le biais d'un nouveau canal de distribution : le Web. On utilise aussi dorénavant le téléphone portable à peu près pour tout, notamment pour consommer des produits et services financiers.

Par ailleurs, pour certains, la crise financière a miné la confiance qu'ils portent envers les institutions financières traditionnelles. Cette crise a de plus forcé certaines institutions à délaisser des marchés, soit pour des questions de rentabilité, soit en réaction à une réglementation accrue.

Une des conséquences de cette crise a été la difficulté rencontrée par certaines entreprises et certains consommateurs de trouver du financement, difficulté qui a facilité l'émergence d'une nouvelle économie collaborative dont la plus connue est le financement participatif. Ce type de financement permet de collecter de petits montants d'argent de particuliers au moyen d'une plateforme en vue de financer un projet; un modèle en complète rupture avec le modèle d'intermédiation traditionnel.

Jusqu'à tout récemment et sans vouloir simplifier à outrance, les innovations dans le secteur financier s'étaient essentiellement concentrées sur les produits et l'arrière-boutique (le « *back office* ») des institutions financières. L'automatisation accrue de la manipulation de l'argent et le traitement électronique des transactions entre autres choses ont d'abord réduit les coûts d'exploitation. Poussée par un mouvement de déréglementation intervenu à partir des années 1980, l'innovation a ensuite permis de gonfler les marges bénéficiaires des institutions financières. Aujourd'hui, de jeunes entreprises mettent à profit la technologie en vue d'améliorer l'expérience client dans l'offre de produits et services financiers.

Ce qu'il est important de souligner, ce n'est non pas l'utilisation de la technologie dans le monde de la finance, mais que ce mariage ouvre de nouvelles possibilités autant pour les consommateurs que les fournisseurs de produits et services financiers.

C'est donc autour de certaines technologies que se sont développés de nouveaux modèles d'affaires permettant de revoir les modes de distribution et d'optimiser l'expérience client. De là, la tendance à parler de modèle disruptif plutôt qu'évolutif.

3. Modèles d'affaires

La présence du numérique et la mise en œuvre de l'économie du partage ont permis de réinventer de nombreux modèles d'affaires. Dans bien des secteurs, elles constituent une menace réelle pour les entreprises traditionnelles, notamment dans celui de la finance.

Les modèles d'affaires proposés par les Fintech ont en règle générale des caractéristiques communes. Ils visent à :

- réduire l'intermédiation (diminution des coûts)
- améliorer l'expérience client (accessibilité 24/7, convivialité et rapidité)
- personnaliser les produits en fonction du profil du consommateur (par exemple, une couverture d'assurance auto en fonction du nombre de kilomètres parcourus)
- simplifier les infrastructures de marché (passage à des plateformes web);
- faire des gains d'efficacité en automatisant les opérations, notamment à l'aide d'algorithmes;
- exploiter massivement les données (dans l'approbation de crédit rapide, par exemple).

Ces modèles, centrés sur une approche client, peuvent ainsi potentiellement fournir un service simplifié, accessible, rapide et plus abordable. Les Fintech proposent un modèle qui se veut plus personnalisé.

Ce faisant, ces modèles ont entraîné un mouvement de désintermédiation en permettant un lien plus direct entre les fournisseurs et les consommateurs de produits et services financiers. Il a d'abord débuté dans le secteur du crédit avec le financement participatif en capital, mais il est maintenant présent dans à peu près tous les secteurs de l'industrie : le transfert d'argent, les plateformes de conseil financier automatisé et les agrégateurs en assurance par exemple. C'est donc dire que les Fintech transforment non seulement le produit, mais les métiers aussi, particulièrement ceux dont le rôle est d'agir à titre d'intermédiaire dans le cadre de transactions financières.

C'est ainsi une révolution dans l'usage. En effet, la technologie réduit considérablement les coûts de transaction et les asymétries d'information. Nous sommes donc à l'ère de la désintermédiation technologique.

Si les avantages sont potentiellement nombreux, ces nouveaux modèles d'affaires proposent toutefois une offre de service qui peut différer du cadre dans lequel a été pensée la réglementation actuelle.

4. L'encadrement et la supervision

L'émergence des Fintech amène les régulateurs un peu partout dans le monde à s'assurer que leur cadre réglementaire reflète adéquatement les nouvelles réalités du marché.

Dans la mesure où les Fintech exercent une activité encadrée par un régulateur bancaire, les normes prudentielles n'ont peut-être pas à être revues. Elles s'appliquent uniformément à tous les assujettis. Il devrait en être de même de la réglementation portant sur les activités. À cet égard toutefois, le régulateur se doit d'être vigilant, car certains des enjeux se situent à la frange du périmètre de réglementation. Bien que les Fintech ne cherchent pas à contourner la réglementation, elles évoluent souvent, du moins initialement, en marge de celle-ci et les régulateurs doivent sans cesse surveiller le périmètre de réglementation.

Conscients que l'usage des technologies est un incontournable sur les marchés, les régulateurs visent par ailleurs à favoriser une approche « technologiquement neutre », qui veut que la loi s'applique uniformément malgré la diversité des supports technologiques; ils n'imposent donc pas de préférence à l'égard d'une technologie donnée. Par ailleurs, la chaîne de distribution a aussi beaucoup changé et le comportement des investisseurs aussi. Mais peu importe le canal de distribution employé, les régulateurs s'assurent que

l'investisseur a toujours accès à des conseils appropriés pour choisir le produit qui répond adéquatement à ses besoins.

5. Fintech, petites et grandes

On se représente les Fintech d'abord et avant tout comme de jeunes entreprises, des petits dans la cour des grands. Pourtant, on oublie que des géants participent à cet écosystème. Il s'agit notamment de Google, Apple, Facebook et Amazon/Alibaba, qui ont été des précurseurs en la matière et ont amené le consommateur à consommer autrement, en ligne, en réseau et en tout temps.

Les institutions financières traditionnelles ne sont pas en reste et semblent avoir pris acte du caractère irréversible de ce phénomène. En effet, le consommateur a changé et l'industrie s'adresse aujourd'hui à un consommateur plus branché, plus informé, à la recherche de solutions personnalisées et à moindre coût. Dans ce créneau, les Fintech commencent à se tailler une place parmi les grandes institutions financières.

Celles-ci ont des moyens financiers considérables leur permettant d'acquérir de nouvelles technologies, ont toujours un bassin de clientèle important et, conscientes que la confiance constitue le fondement du bon fonctionnement du système financier, elles conservent une bonne réputation auprès des consommateurs canadiens. Par contre, dotées de systèmes informatiques fermés, peu flexibles et forts coûteux à remplacer et à moderniser, les grandes institutions financières rencontrent certains obstacles dans leur volonté d'innover. Depuis peu, on a ainsi observé un mouvement de convergence vers un modèle de coopération entre ces institutions et les Fintech émergentes. Au lieu d'un rapport de force, les premières semblent préférer la collaboration et plusieurs s'associent et favorisent des alliances stratégiques avec les Fintech pour maintenir leur situation concurrentielle.

Dans ce contexte, devin serait celui qui pourrait prévoir où logeront les Fintech dans l'avenir. Elles offrent indubitablement un complément à l'offre de produits et services actuels et en ce sens, leur émergence a déjà conduit à une certaine évolution au sein de l'industrie des services financiers.

Conclusion

Les mutations apportées par les innovations technologiques s'avèrent prometteuses, mais comportent également des risques importants. Dans ce contexte, les régulateurs doivent s'efforcer d'assurer un équilibre adéquat entre l'efficacité des marchés et la protection des consommateurs. D'autant plus que, au rythme où se développent les technologies, notamment les registres distribués, l'intelligence artificielle et l'internet des objets, il est bien possible que les transformations que connaissent les marchés aujourd'hui n'en soient qu'à leurs premiers balbutiements.

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'AMF conseille d'obtenir l'avis d'un professionnel avant de prendre toute décision de nature financière.