

REVUE

ÉCONOMIQUE et FINANCIÈRE

Vice-présidence
Stratégie, risques et performance

16 janvier 2019



AUTORITÉ
DES MARCHÉS
FINANCIERS

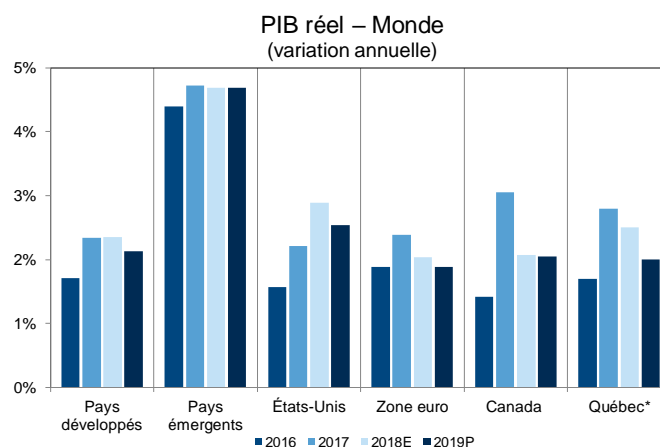
TABLE DES MATIÈRES

Faits saillants	1
Revue de 2018	2
Contexte économique	3
Monde	3
États-Unis	4
Canada	6
Québec	7
Revue des marchés financiers	10
Marchés boursiers	10
Marchés obligataires	11
Risques à surveiller en 2019	12

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

FAITS SAILLANTS

- Après avoir culminé en 2017, la croissance de l'économie mondiale a ralenti en 2018, une année marquée par l'incertitude politique, le protectionnisme et la volatilité sur les marchés financiers.
- L'économie américaine est demeurée solide, soutenue par la politique budgétaire, la consommation des ménages et l'investissement des entreprises. Afin de prévenir une montée de l'inflation, la Réserve fédérale a resserré sa politique monétaire à quatre reprises au cours de 2018.
- Au Canada, l'économie a ralenti durant la seconde moitié de 2018, plombée par le ralentissement dans le secteur des ressources et l'essoufflement de la demande intérieure.
- La croissance de l'économie québécoise devrait s'établir à 2,5 % en 2018, surpassant ainsi celle de l'économie canadienne. La demande intérieure vigoureuse et une légère accélération des exportations expliquent en grande partie la bonne tenue de l'économie.
- Les marchés boursiers mondiaux ont affiché des reculs importants en 2018. Le ralentissement de l'économie mondiale et les tensions commerciales ont fortement contribué à la volatilité des marchés.
- Les marchés obligataires ont évolué en dents de scie en 2018, influencés par une montée de l'aversion au risque et les craintes d'un ralentissement économique mondial, d'une part, et par une économie américaine, qui présente des signes précurseurs de surchauffe, d'autre part.



* Pour 2019, moyenne des prévisions des institutions financières canadiennes
Sources : Fonds monétaire international, Institut de la statistique du Québec et l'Autorité

REVUE DE 2018

Janvier

Plusieurs nouvelles mesures entrent en vigueur dans le secteur financier :

- Au Canada, la ligne directrice B-20 du Bureau du surintendant des institutions financières prévoit désormais que tous les demandeurs d'hypothèque doivent se soumettre à une simulation de crise.
- Dans l'Union européenne, la directive MiFID II vise à renforcer la protection des investisseurs, à établir la transparence des frais liés à l'investissement et à renforcer la gouvernance des institutions financières.
- La norme comptable internationale IFRS 9 a pour objectif de simplifier la comptabilisation des instruments financiers.

Février

Les marchés boursiers subissent une importante correction, infligeant des pertes importantes aux fonds négociés en Bourse liés aux indices de volatilité.

Mai

Le Congrès américain assouplit la loi Dodd-Frank en réduisant les exigences réglementaires qui s'appliquent aux banques, notamment celles de petite et moyenne taille.

Juin

Les États-Unis imposent des tarifs douaniers sur les importations d'acier et d'aluminium en provenance du Canada, du Mexique et de l'Union européenne.

Québec adopte la loi 141, qui vient moderniser l'encadrement du secteur financier et donne de nouveaux outils à l'Autorité des marchés financiers.

Septembre

La guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine s'envenime avec l'imposition de tarifs américains sur 250 G\$ US d'importations chinoises. En guise de représailles, la Chine impose des tarifs sur 110 G\$ US d'importations américaines.

Washington et Ottawa concluent une entente de dernière minute sur le renouvellement de l'ALENA.

Octobre

L'inflation atteint 25 % en Turquie et 45 % en Argentine. Les deux pays émergents sont durement frappés par la hausse des taux d'intérêt américains et par la force du billet vert.

Décembre

Face à un échec prévisible, la première ministre britannique Theresa May reporte le vote sur l'entente conclue entre Londres et Bruxelles sur le retrait du Royaume-Uni de l'Union européenne.

L'Accord de Partenariat transpacifique global et progressiste entre en vigueur, instaurant une nouvelle zone de libre-échange entre le Canada et dix pays d'Amérique et d'Asie.

CONTEXTE ÉCONOMIQUE

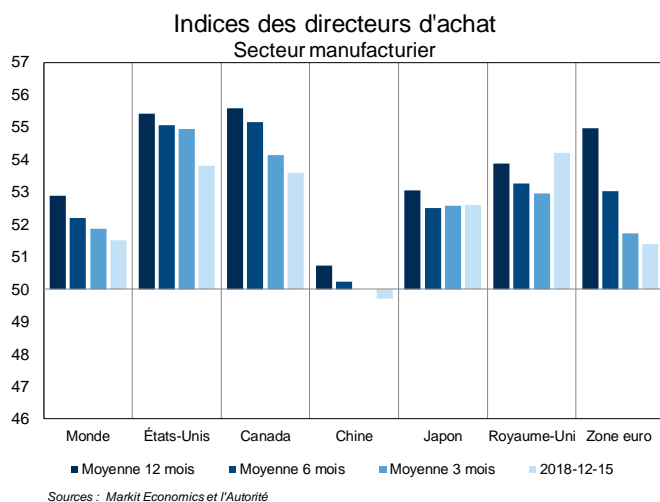
MONDE

Après avoir culminé en 2017, la croissance de l'économie mondiale a ralenti peu à peu tout au cours de 2018, une année marquée par l'incertitude politique, le protectionnisme et la volatilité sur les marchés financiers.

De fait, la plupart des pays développés ont connu une croissance plus faible en 2018. Seuls les États-Unis, soutenus par une politique budgétaire très expansionniste, font exception.

Les économies de la zone euro, du Royaume-Uni et du Japon ont démontré des signes d'essoufflement. L'Allemagne, l'Italie et le Japon ont même enregistré un repli ponctuel du PIB au troisième trimestre.

La baisse des indices des directeurs d'achat, tout comme le ralentissement de la production industrielle et du commerce mondial, témoignent en effet de la perte d'élan à l'échelle internationale. Les tensions commerciales, provoquées par les États-Unis, ont miné la confiance et l'investissement dans le monde, en plus de perturber les chaînes d'approvisionnement.



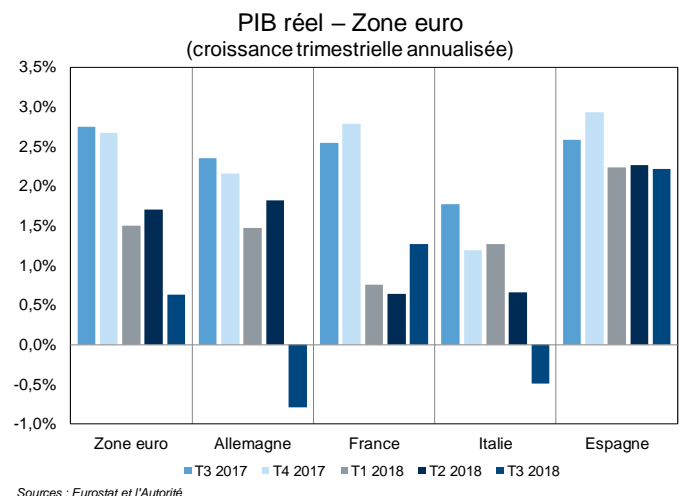
Si une entente de principe a bel et bien été trouvée pour renouveler l'ALENA, la tension demeure vive entre les États-Unis et la Chine. Une trêve de trois

mois a été déclarée pour permettre aux deux géants de s'entendre, notamment sur la réduction du déficit commercial américain, sur l'ouverture du marché chinois et sur la protection de la propriété intellectuelle. À défaut de quoi, les États-Unis menacent d'augmenter leurs tarifs douaniers et de les étendre à l'ensemble des importations chinoises.

En novembre, les élections de mi-mandat ont infligé un revers à l'administration républicaine, qui n'aura plus les coudées franches pour imposer son programme. Pendant ce temps, l'économie américaine tourne toujours à plein régime et la Réserve fédérale y est allée d'une quatrième hausse de son taux directeur en décembre.

Dans la zone euro, la croissance est passée sous la barre des 2 % en 2018 et pourrait diminuer encore en 2019 s'il faut en croire les prévisions de la Banque centrale européenne. Les indices des directeurs d'achat ont d'ailleurs surpris à la baisse en fin d'année. La banque centrale a néanmoins mis fin à son programme d'assouplissement quantitatif.

Le gouvernement populiste italien s'est livré à un bras de fer avec Bruxelles en raison de son budget expansionniste, qui contrevenait aux règles européennes. L'incertitude a entraîné de la volatilité sur les marchés italiens, touchant notamment les obligations et les titres bancaires.



Enfin, les négociations sur le Brexit sont toujours dans l'impasse à quelques mois seulement de l'échéance fixée pour le retrait du Royaume-Uni de l'Union européenne, à la fin mars. Le Parlement britannique a rejeté le compromis négocié entre Londres et Bruxelles et le gouvernement conservateur de Theresa May se retrouve en situation précaire. Le report de l'échéance pourrait être envisagé.

Dans les pays émergents, la remontée des taux d'intérêt et la force du dollar américain entraînent des sorties de capitaux. Les pays les plus vulnérables, aux prises avec une dette en devises étrangères élevée et d'importants déficits au compte courant, sont les plus touchés, en particulier l'Argentine et la Turquie.

La Chine connaît elle aussi un ralentissement de son économie avec une baisse de la croissance de la production industrielle et des ventes au détail. En plus du conflit commercial avec les États-Unis, le pays doit faire face à l'endettement élevé et croissant du secteur privé ainsi qu'au vieillissement accéléré de sa population. Le ralentissement de la croissance pourrait bien se poursuivre en 2019.



Très volatils, les marchés boursiers mondiaux ont connu de fortes baisses au cours du quatrième trimestre, effaçant en grande partie les gains enregistrés depuis le début de l'année.

Après avoir crû progressivement durant les neuf premiers mois de l'année, le prix du baril de pétrole est retombé abruptement au quatrième trimestre en

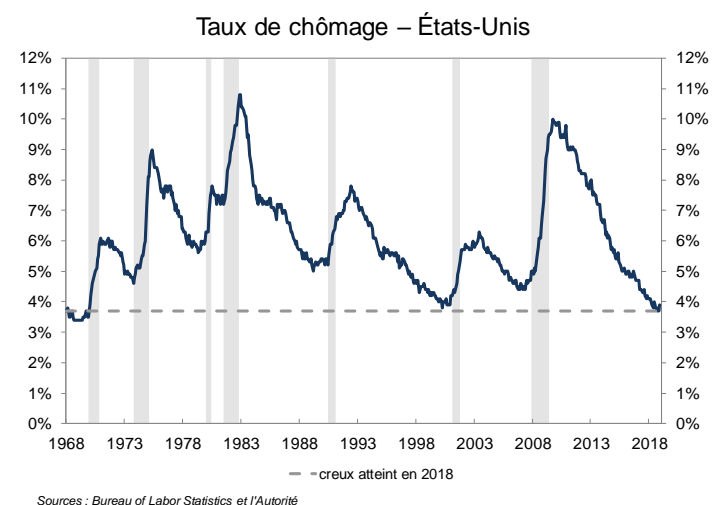
raison de l'offre abondante et de la modération de la demande sur les marchés mondiaux.

Les perspectives demeurent relativement bonnes pour 2019, malgré les risques qui planent sur l'économie mondiale : les économies avancées sont au plein emploi ou s'en rapprochent; l'inflation demeure peu préoccupante; et les banques centrales maintiennent des politiques monétaires accommodantes. La croissance économique mondiale devrait ainsi demeurer supérieure à la moyenne des dix dernières années, au cours de la première moitié de 2019 à tout le moins.

ÉTATS-UNIS

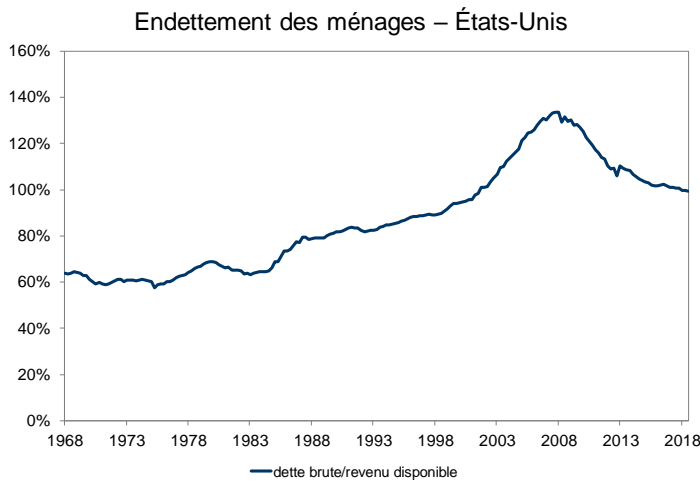
Propulsée par un stimulus budgétaire hors du commun et soutenue par les dépenses de consommation et l'investissement des entreprises, l'économie américaine a connu sa meilleure performance depuis 2005. Le PIB devrait ainsi afficher une croissance d'environ 3 % en 2018.

Cette solide performance a eu pour effet de réduire le taux de chômage et de le maintenir sous la barre des 4 % de façon soutenue durant la seconde moitié de l'année. Il s'agit là d'une première depuis la fin des années 1960.



Ainsi donc, la performance du marché du travail et l'accélération de la croissance des salaires ont soutenu la consommation. Même si la croissance des dépenses des ménages s'est accélérée depuis un an, les consommateurs américains vivent davantage

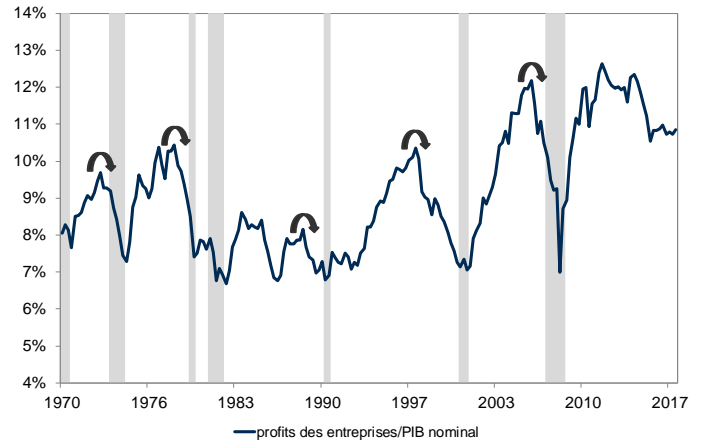
selon leurs moyens : leur ratio d'endettement continue de diminuer et leur taux d'épargne demeure relativement élevé.



Malgré une économie très robuste, l'immobilier résidentiel a connu des ratés. Les mises en chantier ont fait du surplace et les ventes de maison ont reculé. La hausse des taux d'intérêt, les hausses cumulées des prix des maisons et le resserrement des conditions d'octroi de prêt ont eu pour effet de freiner la demande.

La phase d'expansion actuelle de l'économie américaine est sur le point de devenir la plus longue, surpassant les cycles d'expansion des années 60 et 90. En soi, cela ne nous rapproche pas nécessairement de la prochaine récession. Toutefois, force est d'admettre que l'économie américaine présente certaines caractéristiques de fin de cycle, notamment en raison de l'aplatissement de la courbe de rendement et du repli graduel des marges de profit.

Marges bénéficiaires – États-Unis



Le risque de récession en 2019 demeure néanmoins faible et pour cause, puisque la politique monétaire demeure légèrement expansionniste malgré la remontée des taux.

Notons que l'économie américaine n'est jamais tombée en récession sans que la politique monétaire de la Fed ne soit restrictive, et ce n'est toujours pas le cas. En effet, bien que la Fed ait relevé son taux directeur de 25 points de base à quatre reprises en 2018, pour le fixer à 2,25 %-2,50 %, celui-ci demeure toujours inférieur au taux neutre, c'est-à-dire au niveau qui ne stimule ni ne freine la croissance économique.

La croissance ralentira peu à peu en 2019, à mesure que s'estompe l'effet du stimulus fiscal et budgétaire et que les conditions financières se resserrent. Cette combinaison freinera graduellement la consommation, mais la croissance du PIB va demeurer suffisamment élevée pour réduire davantage le taux de chômage et exercer des pressions croissantes sur les salaires et les prix. Dans ce contexte, la Réserve fédérale continuera de resserrer sa politique monétaire afin d'atténuer les pressions inflationnistes en amont.

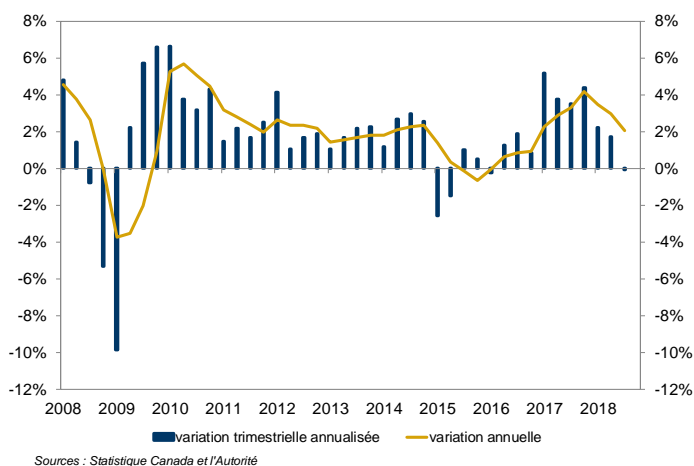
Enfin, la paralysie de l'administration fédérale se poursuivait au début de 2019. Toutefois, si on se fie aux précédents, même une fermeture prolongée aura bien peu d'impacts directs sur l'économie. Le *shutdown* rajoute néanmoins à l'incertitude ambiante dans le contexte économique et financier mondial actuel.

CANADA

L'économie canadienne a quelque peu ralenti la cadence dans la seconde moitié de 2018, plombée par le ralentissement dans le secteur des ressources et par un essoufflement de la demande intérieure.

Le Canada complète ainsi l'année 2018 avec une croissance économique avoisinant les 2 %. Fait notable, la demande intérieure a ralenti au courant de l'année et a même légèrement reculé au troisième trimestre pour la première fois depuis le début de 2016.

Demande intérieure finale – Canada



La consommation des ménages a ralenti de façon substantielle tout au cours de l'année. La contribution de la consommation des ménages à la croissance du PIB est ainsi passée de 2,1 points de pourcentage en moyenne en 2017, à moins de 1 point de pourcentage en 2018.

Ce ralentissement de la consommation est à la fois attribuable au ralentissement du rythme de création d'emploi et à la sensibilité des ménages aux hausses des taux d'intérêt. Ainsi, les éléments de la demande plus sensibles aux taux d'intérêt, tels que les biens durables et la construction résidentielle, ont fléchi de façon plus notable.

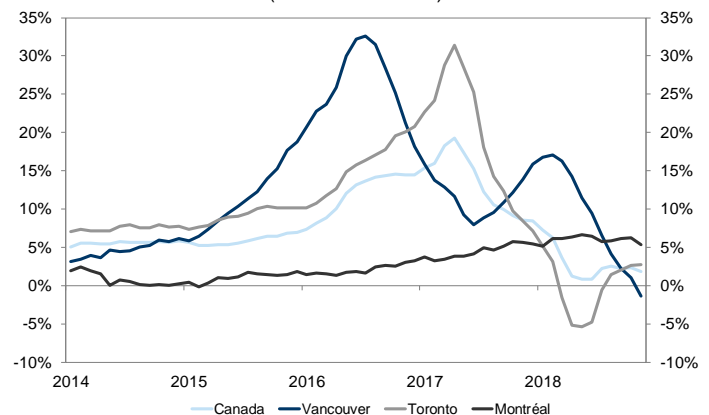
L'investissement des entreprises a lui aussi livré une performance modeste, affichant même une baisse de 7,1 % au troisième trimestre. Étant donné la pleine utilisation des ressources et l'optimisme des chefs d'entreprise, ce recul pourrait toutefois n'être que

ponctuel, résultant potentiellement de l'incertitude entourant la renégociation de l'ALENA pendant l'été.

La construction résidentielle a reculé au cours des trois premiers trimestres de l'année. La hausse des taux hypothécaires ainsi que les nouvelles mesures macroprudentielles fédérales et provinciales ont contribué à la faiblesse du secteur en 2018.

Bien que des écarts persistent entre les différentes régions canadiennes, le marché immobilier montre certains signes de stabilisation. La croissance des prix et l'activité de revente ont repris dans la région de Toronto. Les prix ont toutefois terminé l'année à la baisse dans la région de Vancouver.

Indice des prix des propriétés
(variation annuelle)



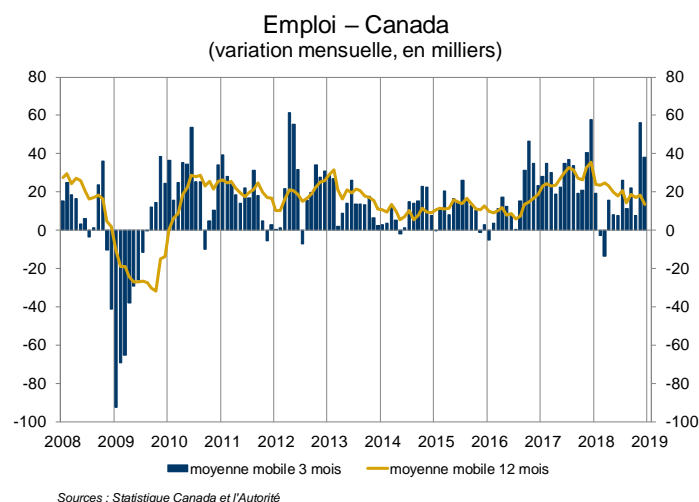
Les exportations ont affiché une croissance relativement modeste, mais celle-ci est néanmoins soutenue depuis un an. Les exportations nettes ont en outre contribué positivement à la croissance économique aux deuxième et troisième trimestres, et ont compensé, dans une certaine mesure, le ralentissement de la demande intérieure.

L'économie mondiale s'avère un peu moins vigoureuse qu'au début de 2018, et les exportations canadiennes pourraient être touchées dans les mois à venir si la croissance mondiale devait perdre encore de son lustre. Toutefois, la croissance encore vigoureuse aux États-Unis de même que le repli du dollar canadien pourraient apporter un certain soutien aux exportateurs canadiens.

En outre, bien que le Canada ait conclu une entente de principe sur un nouvel accord de libre-échange avec les États-Unis et le Mexique, le protectionnisme à l'échelle mondiale demeure une menace. La guerre commerciale entre la Chine et les États-Unis, en particulier, ne semble pas près de se résoudre et pourrait affecter davantage la croissance mondiale. Par ailleurs, les tarifs imposés par l'administration Trump sur l'acier et l'aluminium canadiens demeurent en vigueur.

Le marché du travail a connu une performance beaucoup plus modeste en 2018 comparativement à l'année précédente. Il s'est en effet créé 163 300 emplois en 2018 par rapport à 427 300 un an plus tôt.

Le taux de chômage atteint néanmoins un nouveau creux historique, s'établissant à 5,6 % en décembre. L'économie canadienne demeure donc près du plein emploi. Les difficultés de recrutement continuent de se manifester dans plusieurs secteurs d'activité.



Après avoir relevé son taux directeur à trois reprises en 2018 pour le porter à 1,75 %, la Banque du Canada a laissé son taux directeur inchangé à ses réunions de décembre et janvier derniers.

Afin de prendre la pleine mesure de l'effet des resserrements passés et de l'évolution récente de la conjoncture, marquée par un ralentissement important de la demande intérieure, la Banque du Canada pourrait bien faire une pause avant de poursuivre la normalisation de sa politique monétaire.

De fait, l'inflation a augmenté depuis la fin de 2017, mais demeure contenue pour l'instant. De plus, l'inflation totale pourrait diminuer dans les mois à venir de pair avec le replis des cours pétroliers.

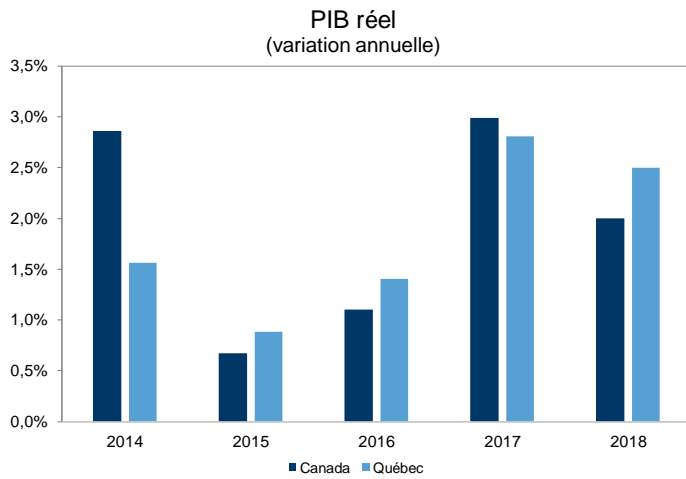
En outre, plusieurs risques planent sur l'économie canadienne. Les difficultés du secteur pétrolier en Alberta et les limites temporaires de production de pétrole annoncées récemment par le gouvernement albertain auront une incidence négative sur la croissance économique à court terme.

Le ralentissement de la demande intérieure est également à surveiller, particulièrement dans un contexte où les ménages canadiens demeurent très endettés. Le ratio du service de la dette a commencé à augmenter légèrement dans les derniers mois et les paiements d'intérêts liés à la dette des ménages commencent à accaparer une plus grande part du revenu disponible. Le resserrement graduel des conditions financières et l'impact des mesures macroprudentielles contribueront à ralentir l'élan de l'économie en 2019.

QUÉBEC

Un contexte économique mondial somme toute favorable, des conditions financières toujours souples, des finances publiques plus saines et une situation de plein emploi ont joué en faveur de l'économie du Québec en 2018.

Elle a ainsi offert une autre performance enviable l'année dernière avec une hausse du PIB estimée à 2,5 %, surpassant ainsi la croissance économique du reste du Canada.



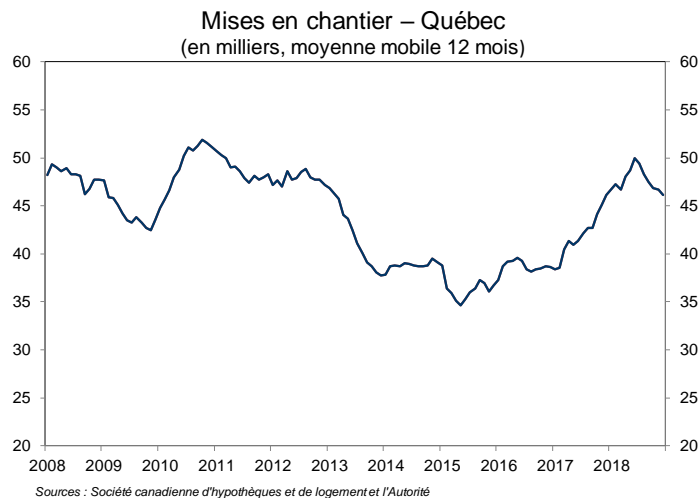
Sources : Statistique Canada, Institut de la statistique du Québec et l'Autorité

La croissance a été à la fois soutenue par une demande intérieure vigoureuse, mais aussi par une légère amélioration des exportations nettes.

La demande intérieure a non seulement été soutenue par les dépenses de consommation, mais également par les investissements du secteur privé, la construction résidentielle et les dépenses publiques.

La croissance de l'économie ne s'appuie donc plus seulement sur la consommation et le recours à l'endettement, mais sur plusieurs piliers, la rendant un peu plus soutenable.

La reprise du secteur résidentiel amorcée en 2017 s'est poursuivie en 2018. La performance du secteur est largement attribuable à la bonne tenue de l'économie et du marché du travail.



Sources : Société canadienne d'hypothèques et de logement et l'Autorité

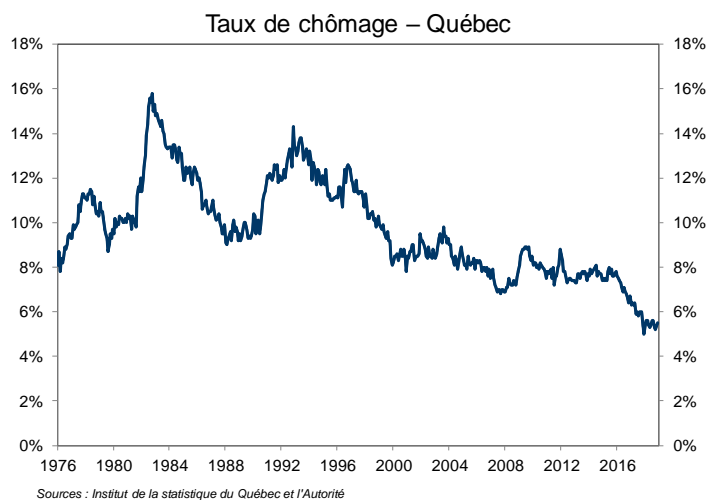
La remontée graduelle des taux d'intérêt et le ralentissement attendu de l'emploi calmeront toutefois le marché et ralentiront la cadence dans le secteur résidentiel.

La bonne tenue de l'économie milite en faveur d'ajouts de capacité en vue d'accroître la production, tandis que la pénurie de main-d'œuvre incite les entreprises à se tourner vers une plus grande efficacité, notamment par un recours accru à l'automatisation.

Par ailleurs, l'entente de principe sur l'Accord Canada–États-Unis–Mexique aura réduit les incertitudes et amélioré la confiance des milieux d'affaires. De plus, les mesures d'encouragement prises par les divers paliers de gouvernement soutiendront aussi l'investissement productif des entreprises. Bref, les entreprises continueront à investir en 2019.

Les exportations ont bénéficié d'une poussée de la croissance aux États-Unis et d'un taux de change favorable. Les exportations ont ainsi augmenté d'environ 7 % en 2018, leur meilleure performance depuis 2015. Par contre, les pressions concurrentielles externes et les velléités protectionnistes pourraient limiter une fois de plus leur progression.

Le marché du travail a ralenti en 2018. L'emploi est demeuré pratiquement inchangé et le taux de chômage s'est maintenu en moyenne à 5,4 % en 2018. Ce faible taux de chômage traduit à la fois la vigueur du marché du travail des dernières années et la rareté relative de la main-d'œuvre occasionnée par le vieillissement de la population.



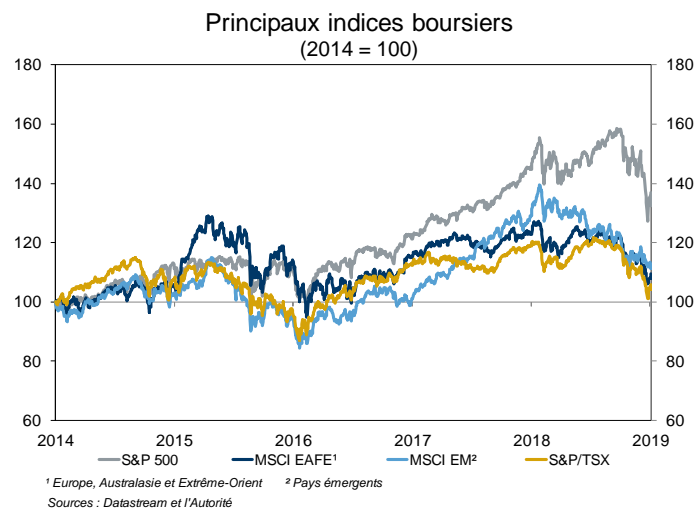
La croissance de l'économie du Québec a culminé en 2017 et cet élan s'est poursuivi l'année dernière. Toutefois, le ralentissement au Canada et aux États-Unis, et la remontée des taux d'intérêt contribueront à ralentir le rythme d'expansion de l'économie en 2019.

L'atteinte du plein emploi, le vieillissement de la population et les pénuries de main-d'œuvre vont contribuer à plafonner la création d'emploi et à limiter tôt ou tard la croissance du PIB à son potentiel de long terme.

REVUE DES MARCHÉS FINANCIERS

MARCHÉS BOURSIERS

Au cours de 2018, les marchés boursiers mondiaux ont affiché des reculs prononcés et la volatilité a effectué un retour en force. La normalisation des taux d'intérêt, les tensions commerciales et le ralentissement de l'économie mondiale ont eu des répercussions importantes sur la confiance des investisseurs. Ainsi, l'indice MSCI All Country World Index a terminé l'année avec un recul de 9,5 %, après avoir subi deux corrections, dont une particulièrement marquée en fin d'année. Le S&P 500 s'est un peu mieux tiré d'affaire avec un repli de 6,2 %.



En effet, malgré des rendements négatifs, les marchés boursiers américains ont mieux fait que leurs pairs, bénéficiant d'une économie très vigoureuse, soutenue notamment par d'importants allègements fiscaux. Le S&P 500 a amorcé l'année sur les chapeaux de roues, affichant son meilleur mois de janvier en plus de deux décennies.

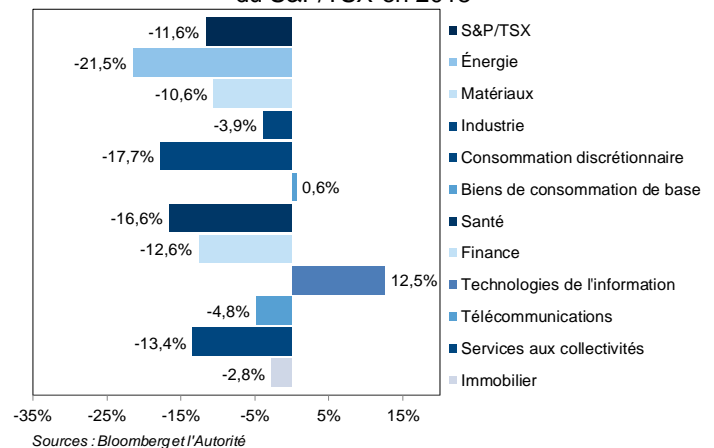
Par contre, la tendance haussière a pris fin de façon abrupte avec une correction en février et, après un rebond appréciable, les marchés ont connu une deuxième correction de plus grande ampleur au cours des derniers mois de l'année. Dans les deux cas, ces corrections ont initialement été déclenchées par une hausse subite et marquée des taux obligataires.

La montée des taux d'intérêt et l'aplatissement de la courbe de rendement sont le reflet d'une économie américaine qui est entrée dans la phase plus avancée du cycle économique. Sans qu'une récession ne soit nécessairement imminente, les investisseurs doivent composer avec le spectre d'un possible ralentissement de l'économie au cours des prochaines années.

Par ailleurs, la croissance des profits des entreprises s'est accélérée en 2018, surtout aux États-Unis, et les investisseurs commencent à s'inquiéter de la durabilité de cette croissance. Les marges des entreprises sont maintenant sous pression en raison de la hausse des salaires, de l'atténuation de l'effet des baisses d'impôt et du ralentissement de la croissance de l'économie mondiale. Les tarifs douaniers commencent aussi à faire sentir leurs effets sur les coûts des intrants des entreprises et sur le commerce mondial. Une intensification de la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine pourrait amplifier ces effets.

Au Canada, le S&P/TSX n'a pas été épargné par le pessimisme ambiant et a de plus subi les contrecoups de la baisse des prix du pétrole. Sur l'année, il a offert une fois de plus une performance décevante, affichant un rendement négatif de 11,6 %.

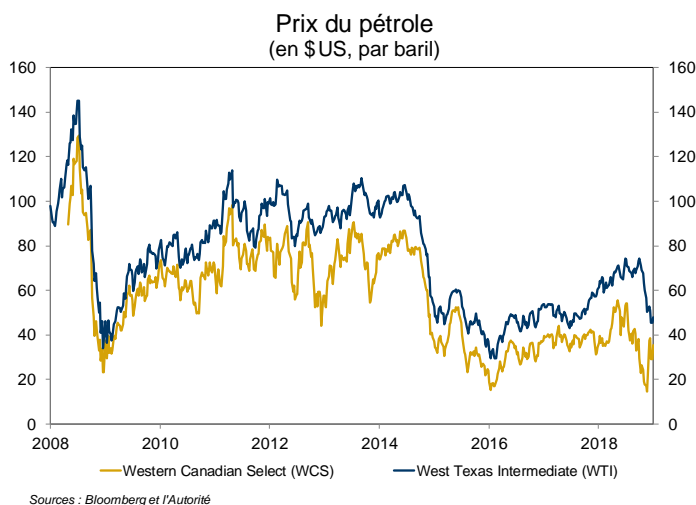
Rendement des principaux sous-indices
du S&P/TSX en 2018



Le rendement du secteur de l'énergie, avec un recul de 21,5 %, explique en bonne partie cette contre-

performance. Les cours de référence du pétrole, comme le Brent et le WTI, ont terminé l'année en forte baisse, reflétant notamment une augmentation de la production américaine et un ralentissement de la croissance de l'économie mondiale.

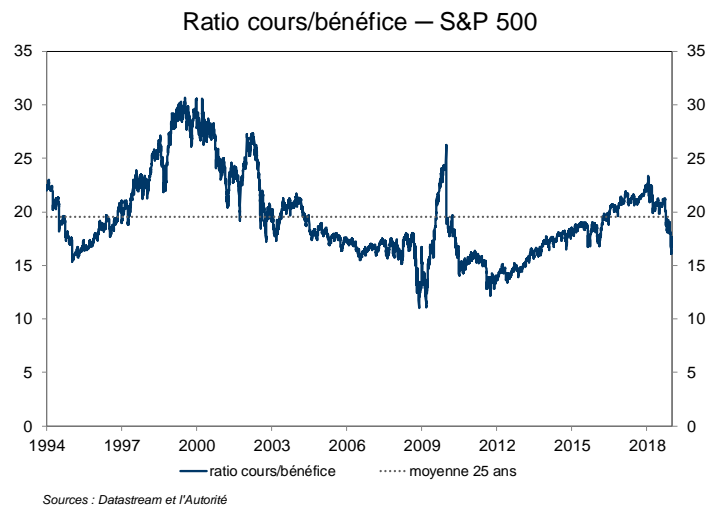
La baisse des prix du pétrole a été encore plus marquée au Canada : l'indice du pétrole brut lourd Western Canadian Select (WCS) s'est littéralement effondré au cours du dernier trimestre en raison des difficultés à exporter le pétrole de l'Alberta. Le manque de pipelines et de capacité de stockage a créé un véritable goulot d'étranglement pour le pétrole de cette province.



En réaction à l'effondrement du WCS, le gouvernement de l'Alberta a pris des mesures draconiennes, dont l'annonce d'une réduction obligatoire de la production de pétrole de 325 000 barils par jour, ce qui a permis à l'indice de regagner en fin d'année une partie du terrain perdu.

Les actions des entreprises du TSX dont le siège social se situe au Québec ont un peu mieux performé dans l'ensemble, mais présentent tout de même un recul de 9,3 % sur l'année selon l'indice Morningstar Québec Banque Nationale. Le secteur des matériaux a affiché une baisse marquée, reflétant entre autres une baisse des cours de l'or. Par ailleurs, la mauvaise tenue de certaines entreprises du secteur de la consommation discrétionnaire et du secteur financier a contribué au rendement négatif de l'indice québécois.

Le repli des cours boursiers a fait reculer de façon marquée les mesures de valorisation. Notamment, les ratios cours/bénéfice du S&P 500 et du S&P/TSX ont diminué de façon importante depuis le début de l'année, grâce à l'effet combiné de la baisse des cours des indices et de la croissance des bénéfices des entreprises. Ces ratios ont reculé tant et si bien qu'ils se situent maintenant sous leur moyenne des 25 dernières années.

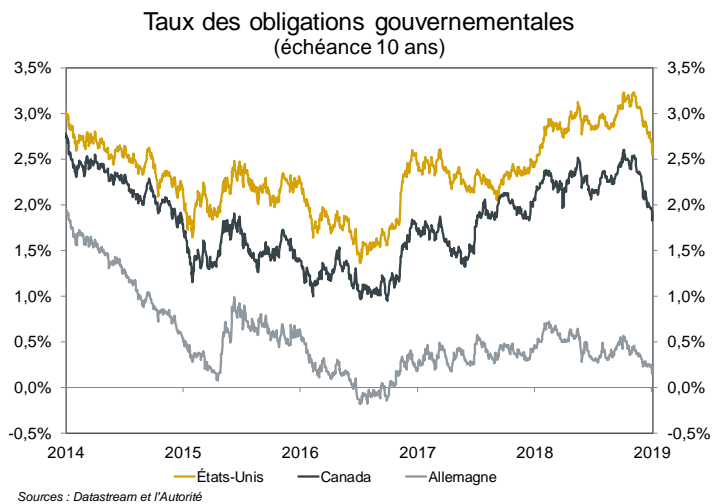


Historiquement, un ratio cours/bénéfice plus bas est associé avec une espérance de rendement à long terme plus élevé en moyenne. Cependant, dans le cas des États-Unis en particulier, le marché haussier presque sans précédent de la dernière décennie incite plusieurs investisseurs à la prudence.

Enfin, la matérialisation des risques susmentionnés, concernant notamment la maturation du cycle économique, aurait évidemment des effets négatifs sur l'évolution des marchés. Par contre, un apaisement des tensions commerciales, notamment entre les États-Unis et la Chine, serait plutôt de nature à favoriser la confiance des investisseurs.

MARCHÉS OBLIGATAIRES

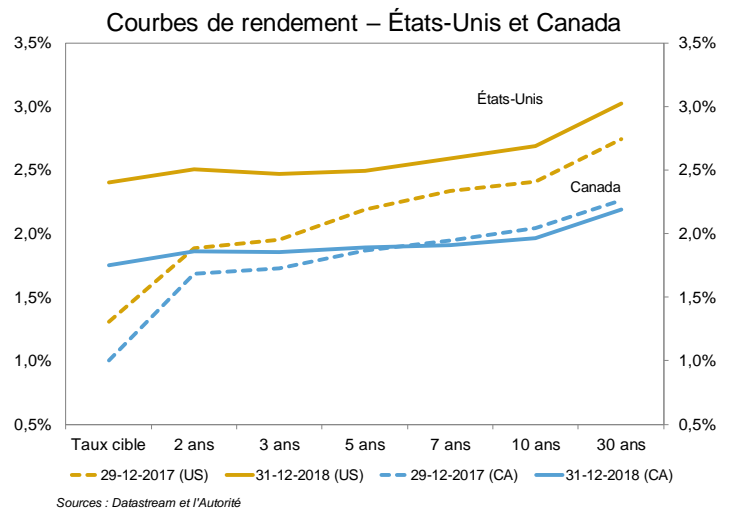
Les marchés obligataires ont évolué en dents de scie depuis le début de l'année, influencés d'une part par une montée de l'aversion aux risques et par des craintes d'un ralentissement économique mondial, et, d'autre part, par une économie américaine qui présente plusieurs signes précurseurs de surchauffe.



En définitive, les taux 10 ans américains ont terminé 2018 à 2,7 %, affichant une hausse modeste d'environ 30 points de base sur l'ensemble de l'année. Entraînés par des craintes d'inflation, les taux 10 ans ont brièvement dépassé les 3,2 % en septembre et octobre derniers – un niveau qu'ils n'avaient pas atteint depuis 2011. Les déboires des marchés boursiers et les craintes d'un ralentissement économique plus important qu'escomté ont cependant fait chuter les taux en fin d'année.

Malgré tout, le contexte demeure favorable à une hausse des taux obligataires aux États-Unis, étant donné que l'activité économique continue de croître à un rythme soutenu et que le marché du travail demeure très serré. Pour ces raisons, la Réserve fédérale y est allée de quatre hausses de taux de 25 points de base en 2018, amenant ainsi son taux directeur à 2,25 %-2,50 % et se rapprochant du taux d'équilibre, qui est estimé à environ 3 %.

Dans l'ensemble, les taux courts ont augmenté davantage que les taux longs aux États-Unis. Ainsi, la courbe de rendement s'est aplatie et, plus récemment, s'est même inversée sur certaines échéances. L'écart entre les taux 5 ans et 2 ans est notamment devenu légèrement négatif en fin d'année.

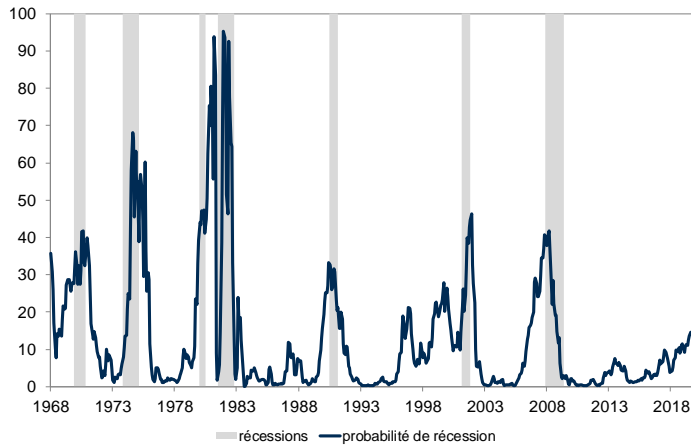


Historiquement, une inversion de la courbe de rendement est souvent annonciatrice d'une récession sur un horizon d'un à deux ans. Selon des études de la Réserve fédérale, l'écart de rendement avec le meilleur pouvoir prédictif est celui entre les taux 10 ans et 3 mois. Cet écart est toujours positif, de même que l'écart entre les taux 10 ans et 2 ans, qui est aussi largement suivi pour les mêmes raisons.

Par ailleurs, lorsque les courbes de rendement se sont inversées par le passé et qu'une récession s'en est suivie, la politique monétaire était devenue très restrictive, contrairement à la situation actuelle. En effet, la politique monétaire devrait demeurer accommodante ou neutre pour un certain temps. En conséquence, les marchés s'attendent maintenant à ce que la Fed reste sur la touche en 2019, tandis que ses dirigeants jugent que deux hausses de taux seraient appropriées selon leurs prévisions de décembre dernier.

Somme toute, si l'évolution récente de la courbe de rendement semble indiquer que les probabilités d'une récession ont augmenté, elle ne semble pas indiquer une récession imminente. Selon un modèle développé par la Fed de New York, qui se base sur la courbe de rendement, la probabilité d'une récession aux États-Unis dans un an se situe à 21 %.

Probabilité de récession – États-Unis



Sources : Datastream, NY Fed et l'Autorité

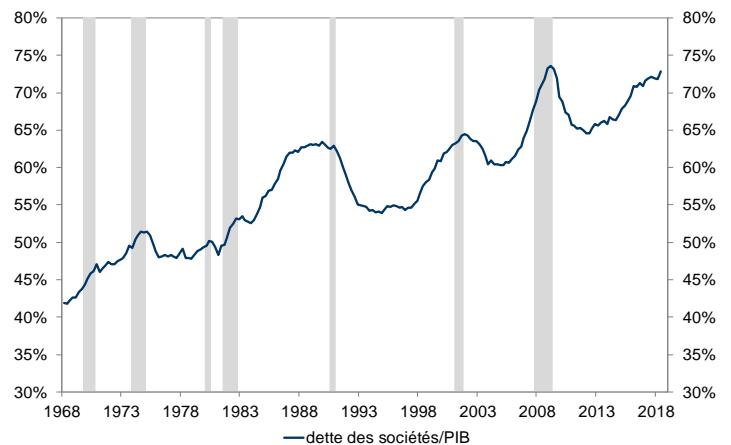
Au Canada, les taux longs ont terminé l'année essentiellement au même niveau qu'en début d'année. Durant la majeure partie de 2018, ils se sont inscrits en hausse grâce à la bonne tenue de l'économie canadienne, mais ils ont reculé fortement en fin d'année, emportés par la baisse généralisée des taux obligataires et par le recul marqué des prix du pétrole. En effet, la baisse des cours du pétrole aura des impacts négatifs sur la croissance de l'économie canadienne et un effet modérateur sur l'inflation. À l'instar des États-Unis, la courbe de rendement au Canada s'est aussi passablement aplatie.

Soulignant que l'économie canadienne continue d'opérer près de son potentiel, la Banque du Canada y est allée de trois hausses de taux au cours de 2018, tout en précisant que d'autres hausses seront nécessaires pour atteindre une politique monétaire neutre et maintenir l'inflation à l'intérieur de la cible. Par contre, le ralentissement de l'économie canadienne et mondiale et la chute des cours du pétrole en fin d'année semblent avoir modéré les ardeurs de la Banque, qui devrait rester sur la touche au cours des prochains mois.

Les écarts de rendement des obligations de sociétés par rapport aux obligations du gouvernement ont augmenté au cours de la dernière année, notamment aux États-Unis. Les craintes d'un ralentissement de l'économie mondiale et la chute des cours du pétrole ont fait augmenter la prime de risque associée aux obligations de sociétés. De surcroît, le niveau

d'endettement des sociétés apparaît relativement élevé d'un point de vue historique, notamment en pourcentage du PIB.

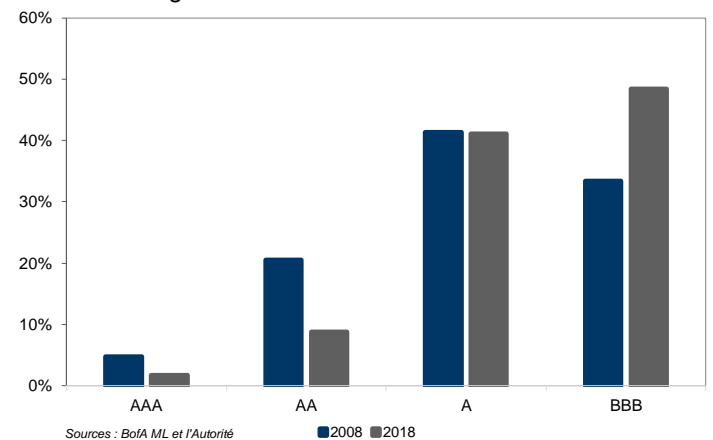
Endettement des sociétés – États-Unis



Sources : Réserve fédérale américaine et l'Autorité

Par ailleurs, la qualité de la dette des sociétés a diminué au cours des dernières années. La forte demande des investisseurs pour les obligations de sociétés a permis à plusieurs entreprises d'obtenir des conditions d'emprunt relativement favorables et d'augmenter leur niveau d'endettement. La proportion des obligations de sociétés se situant dans les tranches les plus risquées a ainsi augmenté de façon notable. En particulier, les obligations de sociétés notées BBB – la catégorie juste au-dessus de la dette spéculative – représentent maintenant près de 50 % de tout l'univers des obligations *investment grade* aux États-Unis, par rapport à environ 33 % dix ans plus tôt.

Répartition des obligations de sociétés *investment grade* selon la notation – États-Unis



Sources : BoFA ML et l'Autorité

Rendement des marchés

Marchés boursiers											
	Niveau	Variation en pourcentage								12 derniers mois	
		2018-12-31	1 mois	3 mois	6 mois	9 mois	1 an	3 ans ²	5 ans ²	Min.	Max.
MSCI All Country World Index	532	-7,4	-12,8	-9,2	-7,4	-9,5	4,3	3,9	510	622	
MSCI EAFE ¹	1 008	-6,0	-12,5	-11,0	-8,9	-13,4	-0,2	1,1	990	1 207	
MSCI Emerging Markets	53 420	-2,8	-7,8	-8,7	-12,6	-12,3	6,3	2,5	52 056	65 823	
S&P 500	2 507	-9,2	-14,0	-7,8	-5,1	-6,2	7,0	6,3	2 351	2 931	
S&P/TSX	14 323	-5,8	-10,9	-12,0	-6,8	-11,6	3,3	1,0	13 780	16 567	
Indice Morningstar Québec Banque Nationale	261	-6,4	-9,6	-10,8	-5,0	-9,3	5,5	7,9	252	299	
Marchés obligataires											
	Niveau	Variation en pourcentage								12 derniers mois	
		2018-12-31	-1 mois	-3 mois	-6 mois	-9 mois	-1 an	-3 ans	-5 ans	Min.	Max.
Québec	10 ans	2,8	3,0	3,0	2,8	2,7	2,6	2,4	3,7	2,6	3,2
Ontario	10 ans	2,8	3,0	3,0	2,8	2,7	2,6	2,4	3,7	2,6	3,2
Canada	10 ans	2,0	2,3	2,4	2,2	2,1	2,0	1,4	2,8	2,0	2,6
États-Unis	10 ans	2,7	3,0	3,1	2,9	2,7	2,4	2,3	3,0	2,4	3,2
Royaume-Uni	10 ans	1,3	1,4	1,6	1,3	1,3	1,2	2,0	3,0	1,2	1,7
Allemagne	10 ans	0,2	0,3	0,5	0,3	0,5	0,4	0,6	1,9	0,2	0,8
Canada	Corpo AA (10 ans)	3,2	3,3	3,3	3,1	3,0	3,1	2,9	3,7	3,0	3,5
	Corpo BBB (10 ans)	4,0	4,2	4,0	3,8	3,8	3,8	3,9	4,4	3,7	4,2
	Écarts BBB - Gouv. 10 ans	2,1	1,9	1,6	1,6	1,8	1,7	2,5	1,7	1,6	2,1
États-Unis	Corpo AA (10 ans)	3,7	3,9	3,8	3,7	3,6	3,1	3,2	3,6	3,1	4,0
	Corpo BBB (10 ans)	4,6	4,8	4,5	4,5	4,2	3,7	4,2	4,5	3,7	4,8
	Écarts BBB - Gouv. 10 ans	1,9	1,8	1,5	1,6	1,5	1,3	2,0	1,5	1,2	1,9

¹Europe, Australasie et Extrême-Orient²Rendements annualisés

Sources : Datastream, Bloomberg et l'Autorité

RISQUES À SURVEILLER EN 2019

- Les États-Unis entrent dans la onzième année d'un long cycle d'expansion et on évoque de plus en plus le risque de récession. L'économie américaine a atteint le plein emploi et l'inflation se situe tout près de la cible de 2 %. La pénurie de main-d'œuvre croissante exerce des pressions sur les salaires, qui se répercuteront tôt ou tard sur l'inflation. Malgré les resserrements monétaires des dernières années, la politique monétaire américaine demeure néanmoins accommodante. Dans un tel contexte, la Fed doit agir avec soin pour éviter d'en faire trop, ce qui mettrait fin prématurément à la phase d'expansion, ou pas assez, ce qui pourrait mener à un dérapage de l'inflation.
- Sur le plan commercial, l'imposition unilatérale de tarifs par les États-Unis, notamment sur l'acier et l'aluminium ainsi que sur les importations chinoises, et les représailles des pays visés créent des distorsions dans les échanges, poussent les coûts des entreprises à la hausse et dépriment l'investissement et la confiance. Les menaces de tarifs sur le reste des importations chinoises ainsi que sur le secteur automobile ne font qu'envenimer les choses. L'accumulation de ces mesures protectionnistes pourrait avoir des répercussions négatives importantes sur les perspectives de croissance de l'économie mondiale. Elle a aussi pour effet de miner la coopération multilatérale (y compris sur le plan réglementaire) et pourrait mener au blocage de l'OMC.
- Au Canada, une correction des prix de l'immobilier, notamment à Vancouver et à Toronto, pourrait se traduire par un resserrement des conditions financières d'un océan à l'autre. Par ricochet, le Québec en subirait les conséquences, surtout si ce recul des prix de l'immobilier résidentiel devait s'accompagner d'un ralentissement de l'économie canadienne. Le risque d'une correction immobilière au Québec est toutefois beaucoup moins important que dans le reste du Canada.
- Le Brexit n'a pas encore eu lieu, mais il fait déjà sentir ses effets sur l'économie britannique. Le compromis présenté par le gouvernement May n'a satisfait personne et n'a fait qu'aggraver la division des Britanniques, laissant la porte ouverte à un Brexit sans accord ou à un deuxième référendum. Devant l'impasse, les deux parties ont accéléré leurs préparatifs en vue d'un Brexit sans accord.
- Plus largement, en Europe, la montée du populisme et de l'extrême-droite dans plusieurs pays complique la formation et le bon fonctionnement des gouvernements et pourrait mener au blocage de l'Union européenne. Les élections européennes en mai devraient donner une indication de la suite des choses.
- En Chine, deuxième économie mondiale, l'endettement élevé, le ralentissement économique et les tensions commerciales avec les États-Unis suscitent des préoccupations. Un ralentissement plus rapide qu'anticipé aurait des répercussions importantes sur la croissance de l'économie mondiale.
- Les pays émergents restent vulnérables à une hausse des taux d'intérêt, à la vigueur du dollar américain et aux tensions commerciales entre les deux grandes puissances économiques. Ils demeurent notamment largement dépendants des exportations vers les pays développés et le ralentissement de l'économie mondiale constitue ainsi un défi additionnel. Les plus endettés, comme l'Argentine et la Turquie, sont les plus à risque, mais d'autres pourraient aussi se retrouver en situation précaire.
- Les risques géopolitiques pourraient mener à des dérapages et avoir des conséquences négatives sur l'économie mondiale. La Russie, l'Arabie saoudite, l'Iran, la Corée du Nord et les tensions en mer de Chine sont autant de points chauds qui pourraient ajouter aux incertitudes actuelles.
- Sur les marchés financiers, une année difficile vient de se terminer alors que les Bourses ont enregistré des résultats négatifs. Avec des perspectives économiques moins reluisantes et la remontée des taux d'intérêt, les investisseurs sont plus nerveux et la volatilité est à la hausse. Une concrétisation d'un ou plusieurs de ces risques pourrait aggraver ou induire une correction des prix des actifs risqués. En effet, des perspectives

économiques ternes donnant lieu à une correction des marchés pourraient se traduire par l'amorce d'une spirale de rétroaction négative.

- Par ailleurs, le niveau d'endettement des sociétés apparaît relativement élevé d'un point de vue historique et la qualité de la dette a diminué. Les faibles taux d'intérêt et la forte demande des investisseurs ont incité plusieurs entreprises à favoriser le financement par la dette avec des conditions d'emprunt relativement favorables. La hausse des taux d'intérêt se traduira inévitablement par une hausse du coût du service de la dette et, dans une certaine mesure, par une détérioration relative du bilan de certaines entreprises.
- Sur le plan réglementaire, la loi Dodd-Frank demeure largement intacte aux États-Unis, malgré la volonté républicaine de déréglementer l'industrie financière. Seules des mesures visant à alléger le fardeau réglementaire des petites et moyennes banques (de moins de 250 G\$ US d'actifs) ont été adoptées en mai. La poursuite de la déréglementation, notamment l'abolition de la règle Volcker, sera d'autant plus difficile à la suite des élections de mi-mandat, qui ont vu passer la Chambre des représentants sous contrôle démocrate. Pour l'heure, les changements survenus au sud de la frontière ont peu de répercussions sur le marché québécois.
- La cybersécurité demeure l'une des principales préoccupations des participants sur les marchés financiers. Les cyberattaques, toujours plus nombreuses et plus sophistiquées, représentent une menace pour la protection des investisseurs, de leurs données personnelles entre autres, et pour la stabilité des marchés financiers. Elles font ressortir le besoin de rester à l'affût face à une menace qui évolue rapidement et d'intensifier les mesures de cybersécurité (prévention, détection, réaction).
- Les fintechs présentent des opportunités, tant pour les développeurs que pour les consommateurs. D'ampleur limitée, mais en croissance rapide, elles comportent toutefois des risques potentiels, qui doivent être évalués, tant pour l'intégrité des marchés que pour la protection des investisseurs. Des crypto-actifs aux plateformes numériques en passant par l'intelligence artificielle, les régulateurs financiers doivent s'assurer de l'adéquation du cadre réglementaire existant avec de nouveaux modèles d'affaires.

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.