

REVUE

ÉCONOMIQUE et FINANCIÈRE

Vice-présidence
Stratégie, risques et performance

17 janvier 2020



AUTORITÉ
DES MARCHÉS
FINANCIERS

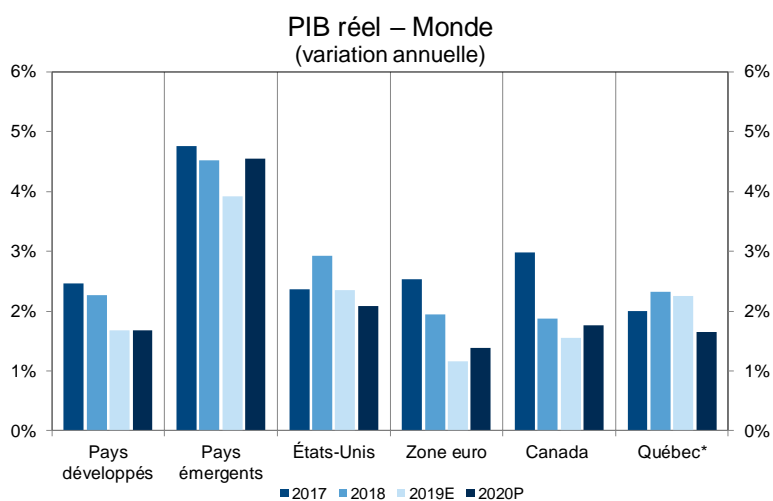
TABLE DES MATIÈRES

Faits saillants	1
Revue de 2019	2
Contexte économique	4
Monde	4
États-Unis	5
Canada	6
Québec	7
Revue des marchés financiers	10
Marchés boursiers	10
Marchés obligataires	11
Risques et enjeux à surveiller en 2020	14

Mario Houle, chef économiste
 Philippe Bergevin, économiste principal
 Alexandre d’Aragon, économiste principal
 Léa Leduc Berryman, économiste
 Alain Miot, stagiaire

FAITS SAILLANTS

- Après avoir atteint un sommet en 2017, la croissance de l'économie mondiale a encore reculé en 2019. Ce ralentissement synchronisé, à la fois dans les pays développés et les pays émergents, fait en sorte que la croissance mondiale se retrouve à son niveau le plus bas depuis la grande crise financière de 2009.
- L'économie américaine a entamé une onzième année de croissance économique en 2019, soit sa plus longue période d'expansion. La consommation des ménages est demeurée ferme, même si le secteur manufacturier a souffert de l'escalade des tensions commerciales avec la Chine.
- L'économie canadienne a affiché une croissance plus modérée en 2019, notamment en raison du ralentissement économique mondial et de la faiblesse des prix des matières brutes. La demande intérieure s'est redressée au cours de l'année, tandis que les exportations ont offert une performance décevante.
- Au Québec, la croissance économique est demeurée supérieure à celle du reste du Canada en 2019. La création d'emploi a été soutenue et le taux de chômage a atteint durant l'été son niveau le plus faible jamais enregistré.
- Les marchés boursiers ont volé de records en records en 2019, notamment les marchés américains, qui ont atteint un sommet en décembre. Cette envolée, alimentée par la baisse des taux d'intérêt, a néanmoins été marquée par d'importantes fluctuations liées aux tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis.
- Le ralentissement économique et les assouplissements monétaires ont entraîné les taux obligataires à la baisse en 2019. Ce recul des taux a été accompagné d'une inversion de la courbe de rendement et d'une hausse des craintes de récession pendant une partie de l'année.



* Pour 2020, moyenne des prévisions des institutions financières canadiennes

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

REVUE DE 2019

Janvier

- Le marché boursier américain connaît son meilleur début d'année en plus de 30 ans et efface rapidement les pertes subies en fin d'année.

Février

- À l'instar de plusieurs institutions financières internationales, l'OCDE fait une mise en garde face à la montée du niveau d'endettement des entreprises et au risque que celle-ci fait planer sur l'économie mondiale.

Mars

- Le Brexit est reporté, d'abord au 31 octobre 2019, puis au 31 janvier 2020. Les parlementaires britanniques refusent d'entériner les différentes versions de l'entente sur la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne.
- Le régime de recapitalisation interne du Mouvement Desjardins entre en vigueur, répondant ainsi aux exigences internationales imposées aux institutions financières d'importance systémique intérieure.
- Aux États-Unis, la courbe de rendement s'est inversée, faisant craindre à certains une récession dans les 12 à 18 mois. La situation est revenue à la normale en octobre.

Mai

- Washington annonce la levée des tarifs douaniers sur les importations d'acier et d'aluminium en provenance du Canada et du Mexique.

Juin

- Au terme de son évaluation quinquennale, le Fonds monétaire international conclut que la supervision du secteur financier canadien est généralement de grande qualité et globalement conforme aux principes internationaux. Le FMI met en garde contre certaines vulnérabilités émergentes et émet des recommandations.
- Le Mouvement Desjardins annonce avoir été victime d'une fuite de données, qui, au final, aura touché les renseignements personnels de l'ensemble de ses 4,4 millions de membres.

Juillet

- Aux États-Unis, la période d'expansion économique qui a suivi la grande crise financière atteint 121 mois et devient ainsi la plus longue jamais enregistrée dans ce pays.

Août

- Devant l'impasse des négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine, Washington annonce l'imposition de nouveaux tarifs, sur 300 G\$ US d'importations chinoises, et désigne la Chine comme manipulatrice de sa devise.
- Le taux de chômage touche un creux historique au Québec à 4,7 %.

Septembre

- Les régulateurs financiers du monde entier se rencontrent à Bâle pour étudier les risques potentiels à la stabilité financière posés par la Libra. La cryptomonnaie de Facebook subira par la suite des revers importants avec le retrait des géants du paiement en ligne.

Octobre

- L'ESG UQAM, l'AMF et Finance Montréal annoncent la création de la Chaire de recherche AMF-Finance Montréal, une unité de recherche interuniversitaire visant le développement des connaissances fondamentales et pratiques sur les enjeux et impacts des innovations technologiques financières.

Novembre

- La Banque centrale européenne reprend son programme d'achat d'actifs au rythme de 20 G € par mois.

Décembre

- Ottawa, Washington et Mexico s'entendent sur une version révisée de l'Accord de libre-échange Canada–États-Unis–Mexique conclu en 2018.
- Un accord commercial partiel entre les États-Unis et la Chine prévoit la réduction des tarifs américains et l'annulation de tarifs annoncés en échange de l'achat de produits agricoles américains et d'engagements sur la protection de la propriété intellectuelle.
- Au Royaume-Uni, l'élection d'un gouvernement conservateur majoritaire permet la ratification du retrait du Royaume-Uni de l'Union européenne.

CONTEXTE ÉCONOMIQUE

MONDE

Après avoir atteint un sommet en 2017, la croissance de l'économie mondiale a encore reculé en 2019. L'escalade des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine est en grande partie responsable de ce repli, mais l'incertitude liée au Brexit ainsi que l'instabilité un peu partout, du Chili à Hong Kong en passant par le Moyen-Orient, y ont aussi contribué.

Ce ralentissement synchronisé, à la fois dans les pays développés et les pays émergents, fait en sorte que la croissance économique mondiale se retrouve à son plus bas depuis la grande crise financière de 2009. De fait, l'investissement et la confiance ont pointé vers le bas en 2019 et le commerce international a fléchi. Dans plusieurs grandes économies, les indices des directeurs d'achat du secteur manufacturier ont terminé l'année en territoire de contraction, notamment dans la zone euro, au Royaume-Uni et au Japon.

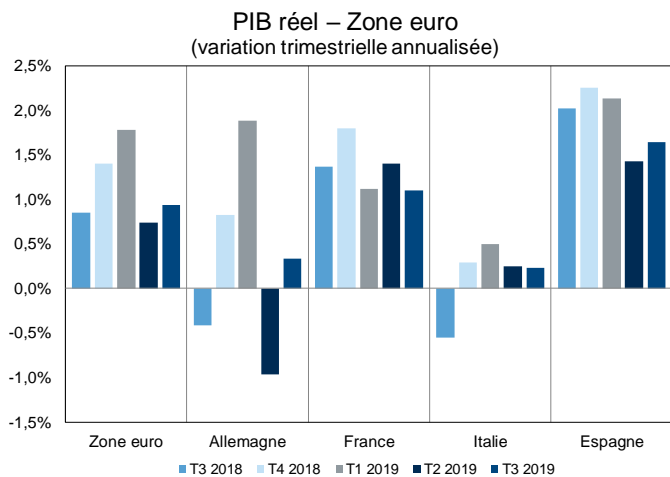


Pour freiner le ralentissement, les banques centrales ont dû revoir leurs politiques monétaires. Ainsi, après une brève période de resserrements, la plupart d'entre elles avaient de nouveau adopté une position accommodante ou neutre à la fin de 2019, l'inflation demeurant généralement maîtrisée. La Réserve fédérale américaine a abaissé son taux directeur à trois reprises au cours de l'année, alors que la Banque du Canada a maintenu le sien au même niveau.

Malgré un certain ralentissement, l'économie américaine se maintient et, depuis juillet, le pays connaît le plus long cycle d'expansion de son histoire. Le conflit commercial entre les États-Unis et la Chine s'est toutefois poursuivi tout au long de l'année, avec l'imposition de tarifs américains sur la majorité des importations chinoises et les ripostes conséquentes de la Chine.

En fin d'année, les deux pays ont annoncé la conclusion d'un accord préliminaire qui prévoit la réduction de tarifs en vigueur et l'annulation de tarifs annoncés par Washington en échange de l'achat de produits agricoles américains et d'engagements sur la protection de la propriété intellectuelle par Pékin. Les négociations vont se poursuivre sur les questions plus difficiles. Les États-Unis exigent notamment la réduction de l'important déficit commercial avec la Chine, la fin du transfert forcé de technologies ainsi que la fin des subventions chinoises aux entreprises d'État.

De son côté, l'Europe tourne au ralenti alors que l'Allemagne, son principal moteur économique, a évité la récession de justesse au troisième trimestre. Très dépendant des exportations, le pays est directement touché par le conflit commercial entre les États-Unis et la Chine, l'incertitude liée au Brexit et des changements structurels qui ont fortement perturbé son secteur automobile. De fait, la production industrielle allemande s'affiche en baisse depuis maintenant plus d'un an. À l'automne, la Banque centrale européenne a donc dû intervenir pour stimuler l'économie de la zone euro, notamment par le rétablissement de son programme d'achat d'actifs.



Au Royaume-Uni, la tenue d'élections anticipées en décembre a permis au gouvernement conservateur d'obtenir une majorité au Parlement, ce qui a finalement permis la ratification de l'entente de sortie de l'Union européenne. Toutefois, la négociation d'un nouvel accord commercial avec Bruxelles pourrait s'avérer une tâche autant, sinon plus ardue. L'incertitude va ainsi se poursuivre tant qu'on ne connaîtra pas les contours de la nouvelle entente, sans compter la possibilité d'un Brexit sans accord si les parties n'arrivent pas à s'entendre avant la fin de la période de transition fixée au 31 décembre 2020.

En Chine, la croissance de l'économie a diminué tout au long de l'année pour se rapprocher de 6 %, son plus faible niveau en 30 ans. Sous l'effet des tarifs américains, en place depuis 18 mois, la croissance de la production industrielle a connu un ralentissement substantiel, tout comme celle de l'investissement. Les indices de confiance sont en territoire de contraction alors que les chaînes d'approvisionnement mondiales se réorientent tranquillement hors de Chine. À cela s'ajoute la demande intérieure qui faiblit et l'inflation qui monte.

Par ricochet, les pays émergents ont connu une année difficile, en raison notamment des tensions commerciales et de la baisse de la demande mondiale, mais aussi pour des raisons propres à chacun.

Les marchés boursiers ont volé de records en records en 2019, notamment les marchés américains, qui ont

atteint un sommet en décembre. Cette envolée, alimentée par la baisse des taux d'intérêt, a néanmoins été marquée par d'importantes fluctuations tout au long de l'année liées au conflit commercial entre les États-Unis et la Chine.

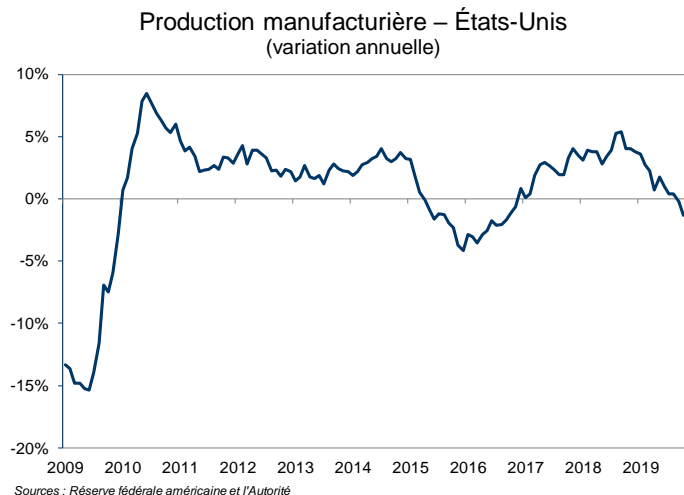
ÉTATS-UNIS

L'économie américaine a entamé une onzième année de croissance économique en 2019, soit sa plus longue période d'expansion sans interruption. Toutefois, l'inversion de la courbe de rendement survenue au cours de 2019 et l'accentuation des tensions commerciales avec la Chine ont fait craindre l'approche d'une récession.

Malgré ces vents contraires, l'économie américaine a affiché une croissance de son PIB de l'ordre de 2,3 %, ce qui a suffi à maintenir le taux de chômage sous le seuil des 4 %, du jamais vu en plus de 50 ans.

La fermeté des dépenses de consommation et la reprise de la construction résidentielle auront plus que compensé la faiblesse observée au chapitre des investissements des entreprises et des exportations.

Le secteur manufacturier américain a toutefois grandement souffert du ralentissement économique mondial et de la montée des tarifs douaniers, en plus de devoir composer avec des perturbations ponctuelles dans le secteur de l'aviation et de l'automobile.



Face au risque croissant d'un ralentissement sévère, la Réserve fédérale américaine a réduit son taux

directeur à trois reprises, de 2,50 % à 1,75 %. Cette détente monétaire et la réduction des coûts de financement qui en a résulté ont contribué à maintenir l'économie américaine sur les rails. La réduction de plus de 100 points de base des taux hypothécaires aura notamment contribué à relancer l'immobilier résidentiel après quelques années pour le moins difficiles.

Le rythme de création d'emploi a certes ralenti au cours des douze derniers mois, mais est tout de même resté assez solide pour faire descendre le taux de chômage à 3,5 % en fin d'année. D'ailleurs, les pénuries de main-d'œuvre se multiplient et le plein emploi favorise une accélération des salaires.

Les ménages américains se retrouvent donc, plus de 10 ans après la crise financière, dans une position fort enviable : le taux d'endettement a diminué considérablement, le taux d'épargne est en hausse, l'avoir net atteint de nouveaux sommets, la croissance des salaires s'accélère et le marché du travail peine à pourvoir tous les postes vacants.

Dans ces conditions, il n'est pas surprenant que la confiance des ménages soit au beau fixe. Bref, le consommateur américain offre de bonnes assises à la poursuite de l'expansion de l'économie américaine en 2020.

Bilan des ménages américains		
	2007-2009	2019
Taux d'endettement (en % du revenu disponible)	134 %	97 %
Avoir net des ménages (x revenu disponible)	5,6x	6,9x
Taux d'épargne (en % du revenu disponible)	3,4 %	7,9 %
Paiements hypothécaires (en % du revenu familial)	23 %	16 %

Malgré une remontée des salaires et des coûts unitaires de main-d'œuvre, l'inflation demeure toujours bien contenue et sous la cible de 2 %. En effet, les entreprises ont opté pour une compression des marges bénéficiaires plutôt que de refiler la hausse des coûts salariaux et des tarifs douaniers aux consommateurs.

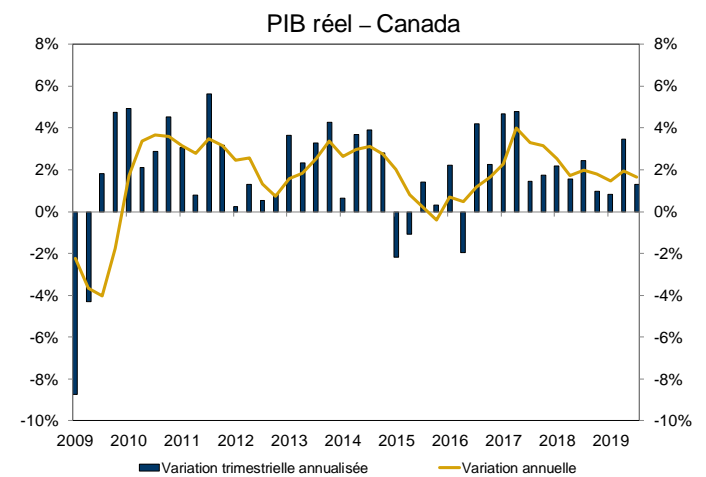
Tout porte à croire que la Réserve fédérale restera en retrait en 2020 et voudra prendre la pleine mesure de l'impact de la détente monétaire des derniers mois avant de reprendre la voie de la normalisation de la politique monétaire.

Certes, la croissance du PIB sera un peu plus modeste en 2020, mais des conditions financières plus souples et une situation de plein emploi continueront de soutenir l'économie.

Un règlement des différends commerciaux entre les États-Unis et la Chine pourrait favoriser une reprise de l'investissement et des exportations et le prolongement de la période actuelle d'expansion. L'accord préliminaire conclu entre les deux pays en fin d'année représente un pas dans cette direction.

CANADA

L'économie canadienne a affiché une croissance plus modérée en 2019, et l'année devrait se solder par une hausse de 1,5 % du PIB. La demande intérieure s'est redressée au cours de l'année, la croissance trimestrielle moyenne passant de 0,4 % en 2018 à 2,2 % en 2019.



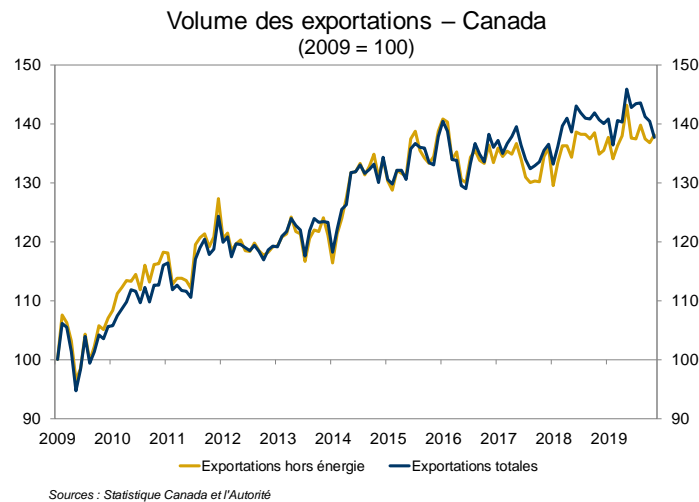
Les dépenses de consommation continuent de soutenir l'économie canadienne, même si leur rythme de progression a ralenti par rapport aux sommets atteints en 2017. La vigueur du marché du travail et l'accélération de la croissance des salaires devraient continuer à stimuler la consommation, qui demeurera

toutefois contenue par l'augmentation du service de la dette.

L'investissement des entreprises a évolué en dents de scie durant l'année, étant donné notamment l'incertitude persistante liée aux tensions commerciales et au ralentissement de l'économie mondiale. La ratification prochaine d'une version révisée de l'Accord de libre-échange entre le Canada, les États-Unis et le Mexique devrait toutefois contribuer à dissiper l'incertitude à laquelle les entreprises font face.

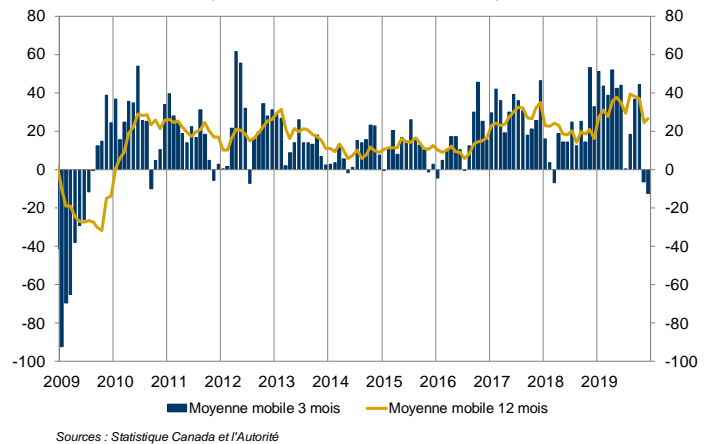
Les exportations hors produits de base continuent d'offrir une performance décevante. À l'instar du commerce mondial, les exportations canadiennes ont évolué en dents de scie au cours de l'année.

Après plusieurs trimestres de recul, l'investissement résidentiel a rebondi. Ainsi, le marché immobilier se redresse après plusieurs trimestres d'ajustement suivant la mise en œuvre de politiques macro-prudentielles entre 2016 et 2018. Par ailleurs, la croissance des salaires et les bas coûts d'emprunt devraient continuer à soutenir le marché immobilier dans les trimestres à venir.



Bien que le marché du travail ait connu un début d'année fort vigoureux, le rythme de création d'emploi a considérablement ralenti en fin d'année. Il s'est néanmoins créé 320 000 emplois en 2019, dont la majorité sont des emplois à temps plein (283 000), et la croissance des salaires a poursuivi son accélération.

Emploi – Canada
(variation mensuelle, en milliers)



Contrairement à la Réserve fédérale américaine, la Banque du Canada a maintenu le statu quo tout au long de l'année en raison de la résilience de l'économie canadienne et du taux d'inflation près de la cible.

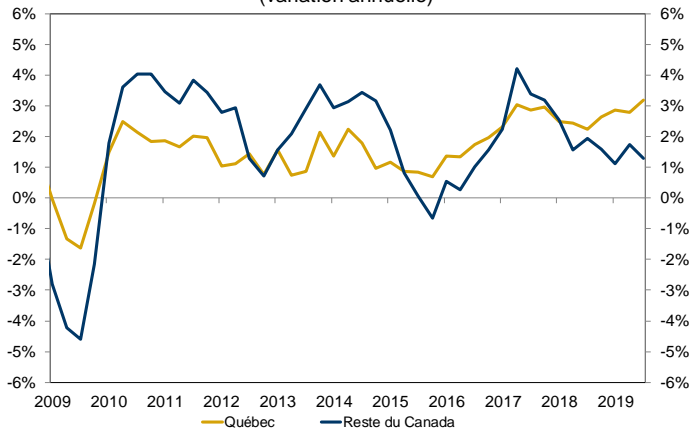
Par ailleurs, une augmentation additionnelle de l'activité dans le secteur immobilier, causée par une baisse de taux de financement hypothécaire, pourrait contribuer à accroître le niveau déjà élevé d'endettement des ménages ainsi que les vulnérabilités liées au marché immobilier.

Ainsi, l'économie canadienne tient le coup et, à moins d'une détérioration significative des conditions économiques, la Banque du Canada devrait maintenir le taux directeur inchangé en début d'année 2020.

QUÉBEC

Malgré le ralentissement économique à l'échelle mondiale et le climat d'incertitude généré par les tensions commerciales, le Québec a maintenu un rythme de croissance élevé en 2019. Ainsi, la croissance du PIB devrait avoisiner 2,5 % pour l'ensemble de l'année, soit un rythme supérieur à celui du reste du Canada.

PIB réel — Québec et reste du Canada
(variation annuelle)

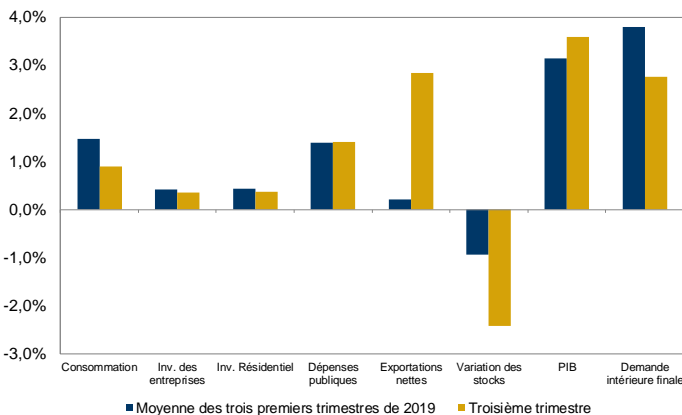


Sources : Institut de la statistique du Québec, Statistique Canada et l'Autorité

L'économie du Québec a pu s'appuyer sur le dynamisme de la demande intérieure, alors que le contexte mondial a été moins favorable aux exportations.

En effet, la hausse du PIB en 2019 a notamment été attribuable à la consommation des ménages et à la reprise de l'investissement résidentiel, qui ont été soutenues par la vigueur du marché du travail, l'accélération des salaires et la baisse des taux d'intérêt.

Contribution des composantes de la demande à la croissance du PIB – Québec



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

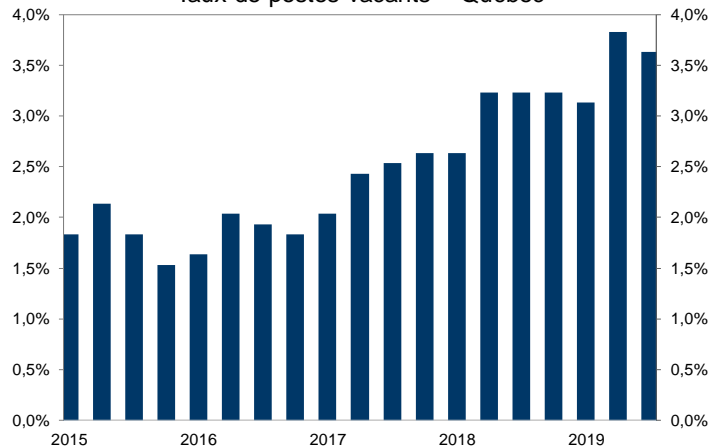
La reprise des investissements privés et la détente budgétaire mise en place par les différents paliers de gouvernement ont également favorisé la demande intérieure. Par ailleurs, des conditions financières souples, la rareté de main-d'œuvre ainsi que la performance enviable de l'économie offrent un climat favorable à la progression des investissements des

entreprises, en dépit du climat d'incertitude à l'échelle mondiale.

Le marché du travail a connu une première moitié d'année fort vigoureuse, et ce, malgré les difficultés éprouvées à combler les postes. L'emploi a toutefois reculé en fin d'année. Ainsi, après avoir touché un creux à 4,7 % l'été dernier, le taux de chômage termine l'année à 5,3 %.

Il s'est néanmoins créé près de 63 000 emplois en 2019, et la presque totalité sont des emplois à temps plein. Par ailleurs, le nombre de postes vacants a atteint un record au deuxième trimestre. Dans ce contexte, la croissance des salaires poursuit son accélération et la variation annuelle du salaire horaire a atteint près de 6 % en moyenne dans les six derniers mois de 2019.

Taux de postes vacants – Québec



Sources : Statistique Canada et l'Autorité

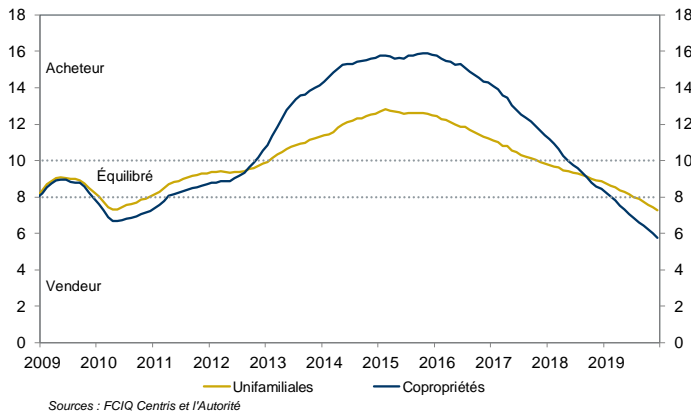
La vigueur du marché du travail et les faibles taux d'intérêt ont également assuré le dynamisme du secteur immobilier. Ainsi, les mises en chantier et les ventes de maison ont augmenté, tandis que l'offre de logement s'est resserrée. Le marché demeure donc favorable aux vendeurs.

En effet, on note une accélération de la croissance des prix depuis quelques années. La hausse annuelle du prix médian des maisons se chiffrait ainsi à 6,2 % au Québec en septembre.

Cette hausse, certes moins grande que celles qu'on a déjà pu voir en Ontario et en Colombie-Britannique, traduit tout de même le dynamisme du marché

immobilier au Québec et plus particulièrement à Montréal.

Ratio du stock de propriétés invendues sur le niveau des ventes – Québec (en nombre de mois)



Le ralentissement des économies mondiale et canadienne, le climat d'incertitude qui perdure ainsi qu'une progression plus modérée de l'économie américaine viendront tempérer le rythme de croissance de l'économie du Québec en 2020.

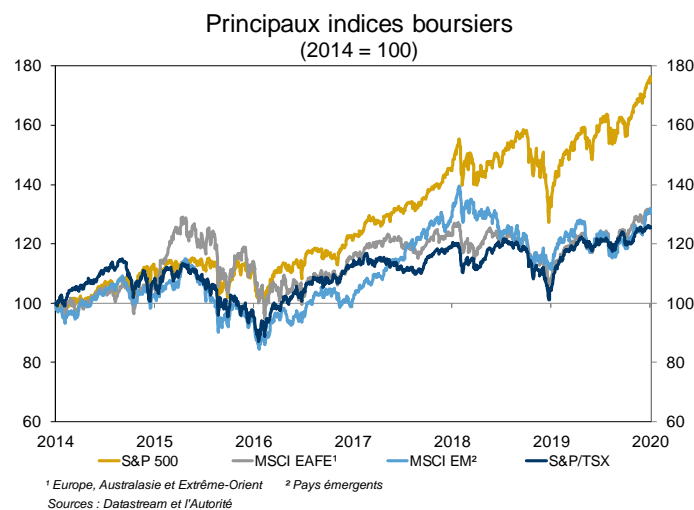
Par ailleurs, les pénuries de main-d'œuvre ne font que s'intensifier, et dans un contexte de plein emploi, cela ne peut que limiter le potentiel de croissance de l'économie. Pour y remédier, le Québec doit accroître sa productivité et relancer la croissance de sa population active, notamment par l'immigration.

REVUE DES MARCHÉS FINANCIERS

MARCHÉS BOURSIERS

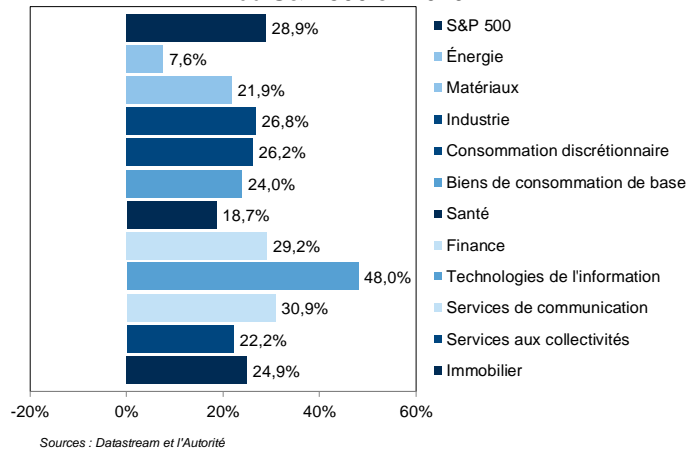
Les marchés boursiers ont généré des rendements exceptionnels en 2019, après avoir connu une fin d'année difficile en 2018. Le MSCI All Country World Index a affiché un rendement de 23,7 % en 2019 après un recul de 9,5 % l'année précédente.

Certains facteurs qui avaient fait chuter les marchés vers la fin de 2018 – notamment le ralentissement économique mondial et les tensions commerciales – se sont quelque peu atténués au cours de 2019. De plus, les assouplissements monétaires de plusieurs banques centrales ont rassuré les investisseurs et rendu plus attrayants les marchés boursiers.



Aux États-Unis, le S&P 500 a atteint de nouveaux sommets grâce à un rendement de 28,9 % sur l'année, propulsé par le secteur des technologies de l'information. L'indice NASDAQ Composite, à forte concentration d'entreprises de ce secteur, affichait d'ailleurs un rendement impressionnant de 35,2 % sur l'année.

Rendement des principaux sous-indices du S&P 500 en 2019



La croissance des bénéfices des entreprises aux États-Unis a pourtant ralenti significativement au cours de 2019, et était même légèrement négative en seconde moitié d'année. Un ralentissement de la croissance était largement attendu puisqu'ils avaient bondi en 2018, dopés par l'effet temporaire des baisses d'impôt.

Les bénéfices des entreprises du S&P 500 devraient repartir à la hausse dès le premier trimestre de 2020 selon les données compilées par Refinitiv. Un ralentissement économique plus marqué ou une intensification des tensions commerciales pourraient cependant venir changer la donne.

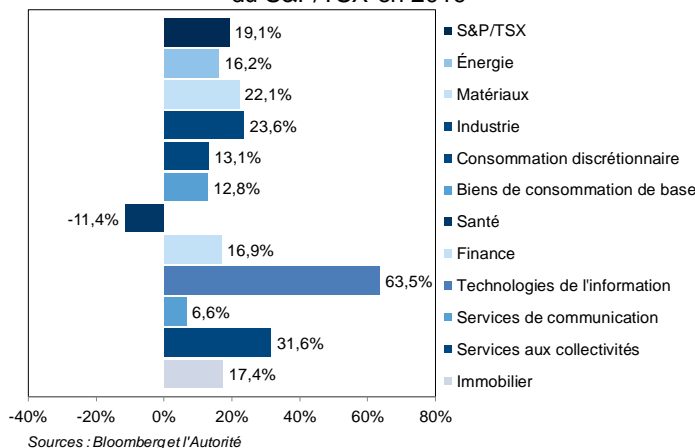
La volte-face de la Réserve fédérale américaine explique aussi en bonne partie la bonne performance des marchés boursiers. Au cours de 2019, la Fed a non seulement mis fin à sa campagne de resserrements monétaires, mais elle a aussi abaissé son taux directeur de 75 points de base. L'assouplissement des conditions financières, incluant la baisse généralisée des taux obligataires, a apaisé les craintes d'une récession et gonflé les valorisations sur les marchés boursiers américains.

Les marchés européens ont aussi fait bonne figure avec un rendement de 20 % du MSCI Europe. Les investisseurs semblent avoir fait fi du ralentissement

économique plus prononcé en Europe qu'ailleurs et des incertitudes liées au Brexit.

Au Canada, le S&P/TSX a sous-performé par rapport au S&P 500, mais présente tout de même un rendement très respectable de 19,1 %. Le secteur de l'énergie a offert un bon rendement, mais a une fois de plus moins bien fait que l'indice, avec une hausse de 16,2 %. Le cours du pétrole s'est quelque peu raffermi sur l'année, grâce notamment aux efforts de réduction de production de l'OPEP et de ses alliés. Par contre, l'indice Western Canadian Select a continué de présenter un différentiel négatif important, d'environ 22 \$ en fin d'année par rapport au WTI, malgré les limites de production imposées par le gouvernement albertain. Le secteur de la santé a terminé l'année en forte baisse, plombé par les entreprises du secteur du cannabis.

Rendement des principaux sous-indices du S&P/TSX en 2019



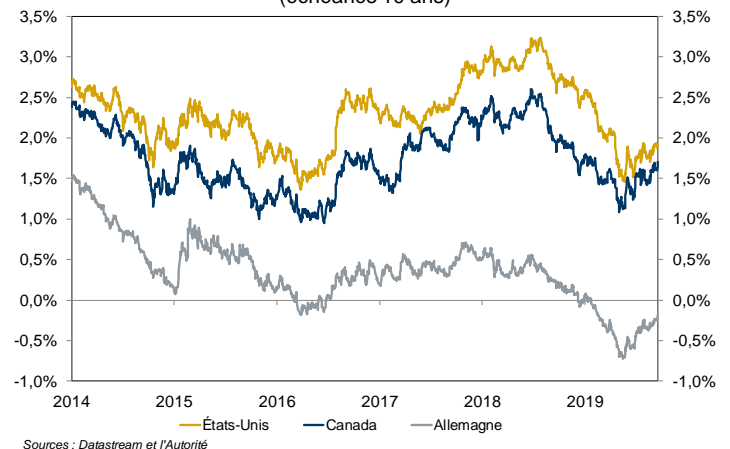
Les autres secteurs du S&P/TSX ont généralement bien performé. Les secteurs des services aux collectivités et de l'immobilier, dont les dividendes sont généralement plus élevés, ont bénéficié de la baisse des taux obligataires. Le secteur des technologies de l'information a aussi très bien fait, de même que le secteur des matériaux, soutenu par la hausse des prix de l'or. Le secteur de la finance a moins bien fait que l'indice mais présente tout de même un rendement de 16,9 %. Le secteur bancaire fait face à certains vents contraires, notamment l'endettement élevé des ménages canadiens et une légère tendance à la hausse des provisions de pertes sur prêt.

Les entreprises du Québec transigées sur le TSX ont offert un rendement supérieur à celui de l'ensemble des entreprises du S&P/TSX. Selon l'indice Morningstar Québec Banque Nationale, les entreprises du Québec ont offert un rendement de 24,5 % en 2019. La grande majorité des secteurs, à l'exception de celui des matériaux, ont affiché de très bons rendements sur l'année. Le secteur de la finance se démarque avec un rendement de plus de 40 % grâce à la bonne tenue de grandes institutions financières domiciliées au Québec qui ont bénéficié notamment de la vitalité de l'économie québécoise. L'absence d'entreprises du secteur de l'énergie explique aussi la bonne tenue de l'indice québécois.

MARCHÉS OBLIGATAIRES

Sur l'ensemble de l'année, les taux obligataires se sont inscrits en baisse dans presque tous les principaux marchés. Ce recul, qui avait débuté à la fin de 2018, est la résultante du ralentissement mondial, de l'escalade des tensions commerciales et des assouplissements monétaires.

Taux des obligations gouvernementales (échéance 10 ans)



Aux États-Unis, les taux 10 ans du gouvernement américain ont terminé l'année à 1,9 %, en baisse d'environ 80 points de base depuis le début de l'année, et de 130 points de base par rapport à leur sommet de novembre 2018. Cette baisse des taux a effacé presque entièrement la hausse observée depuis 2016.

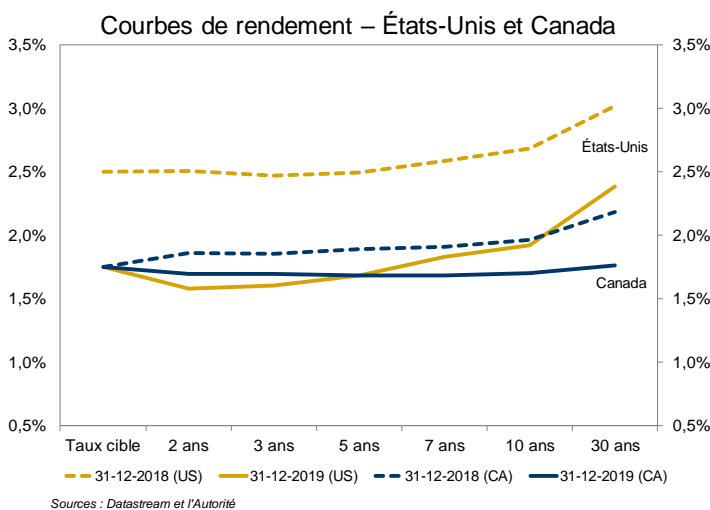
Pendant une bonne partie de l'année, cette diminution a été accompagnée par une inversion de la courbe de rendement et une hausse conséquente des craintes de

récession. À l'automne cependant, la pente de la courbe de rendement est redevenue positive, signe d'un certain regain de confiance envers la santé de l'économie mondiale.

En effet, on observe depuis octobre une légère remontée des taux longs. L'économie mondiale commence à montrer des signes de stabilisation, tandis que l'économie américaine poursuit son expansion à un rythme modéré, mais stable.

Après ses trois baisses de taux cette année, la Fed devrait opter pour le statu quo au cours des prochains mois, d'autant plus que l'inflation demeure contenue. Le marché à terme accorde une probabilité d'environ 50 % à une baisse d'ici la fin 2020.

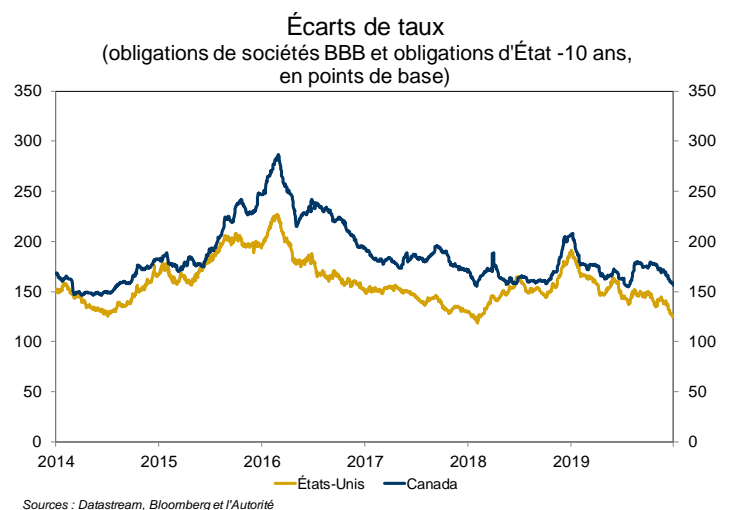
En Europe, les taux obligataires des principaux pays de la zone euro ont reculé davantage en territoire négatif au cours de 2019. La faiblesse de la croissance économique et de l'inflation a incité la Banque centrale européenne à abaisser encore plus en territoire négatif le taux de sa facilité de dépôt et à faire revivre son programme d'achat d'actifs. Malgré un léger rebond en fin d'année, les taux 10 ans du gouvernement allemand ont terminé l'année à -0,2 %, en baisse de 40 points de base sur l'année.



Le Canada n'a pas été épargné par la baisse généralisée des taux obligataires. Les taux 10 ans du gouvernement canadien ont terminé l'année à 1,7 %, en baisse de 30 points de base. L'écart entre les taux canadiens et les taux américains a diminué, reflétant en partie le fait que la Banque du Canada a maintenu

le statu quo cette année, contrairement à plusieurs de ses pairs. L'économie canadienne démontre en effet une certaine résilience, malgré un ralentissement en deuxième moitié d'année.

De plus, les mesures d'inflation se situent depuis plusieurs mois près de la cible de la Banque, suggérant que l'économie évolue en phase avec son potentiel. Le marché de l'immobilier a retrouvé de la vigueur, et les vulnérabilités financières liées au secteur des ménages demeurent présentes. Dans ce contexte, la Banque du Canada devrait maintenir une posture neutre pour encore plusieurs mois, à moins d'un assombrissement des perspectives économiques mondiales. La probabilité implicite d'une baisse au cours des 12 prochains mois est de seulement 37 %, selon les marchés à terme.



Les écarts de taux des obligations de sociétés par rapport aux obligations gouvernementales ont légèrement augmenté en début d'année lorsque les craintes d'un ralentissement économique mondial étaient à leur comble. Ces écarts ont diminué par la suite et continuent de se situer à des niveaux relativement bas d'un point de vue historique.

Pourtant, l'endettement élevé des sociétés soulève certaines inquiétudes. L'encours des obligations de sociétés, notamment celles présentant un risque de crédit plus élevé, a beaucoup augmenté au cours de la dernière décennie. Par ailleurs, la Banque du Canada a souligné les vulnérabilités associées à l'endettement des entreprises dans sa dernière Revue du système

financier. Une dégradation de la qualité du crédit des entreprises pourrait en effet entraîner une hausse subite et substantielle des primes de risques, ainsi que des ventes de titres importantes qui pourraient créer des tensions sur les marchés.

Rendement des marchés

Marchés boursiers											
		Niveau		Variation en pourcentage						12 derniers mois	
		2019-12-31	1 mois	3 mois	6 mois	9 mois	1 an	3 ans ²	5 ans ²	Min.	Max.
MSCI All Country World Index		658	2,6	7,3	7,1	9,5	23,7	9,6	6,9	523	662
MSCI EAFE ¹		1 190	1,3	4,8	4,9	6,5	18,1	4,7	3,8	1 002	1 202
MSCI Emerging Markets		61 467	5,5	9,1	5,0	4,2	15,1	8,9	4,9	52 516	61 816
S&P 500		3 231	2,9	8,5	9,0	12,7	28,9	13,0	9,4	2 448	3 240
S&P/TSX		17 063	0,1	2,4	4,2	5,1	19,1	3,7	3,1	14 213	17 180
Indice Morningstar Québec Banque Nationale		325	-0,3	5,2	6,4	8,4	24,5	9,5	8,2	260	328
Marchés obligataires											
		Niveau		Variation en pourcentage						12 derniers mois	
		2019-12-31	-1 mois	-3 mois	-6 mois	-9 mois	-1 an	-3 ans	-5 ans	Min.	Max.
Québec	10 ans	2,3	2,1	2,0	2,1	2,4	2,8	2,5	2,8	1,8	2,8
Ontario	10 ans	2,3	2,1	2,0	2,1	2,4	2,8	2,5	2,7	1,8	2,8
Canada	10 ans	1,7	1,5	1,4	1,5	1,7	2,0	1,7	1,8	1,1	2,0
États-Unis	10 ans	1,9	1,8	1,7	2,0	2,5	2,7	2,4	2,2	1,5	2,8
Royaume-Uni	10 ans	0,8	0,7	0,5	0,8	1,0	1,3	1,2	1,8	0,4	1,4
Allemagne	10 ans	-0,2	-0,4	-0,6	-0,4	0,0	0,2	0,2	0,5	-0,7	0,3
Canada	Corpo AA (10 ans)	2,6	2,4	2,4	2,4	2,8	3,2	2,9	2,9	2,1	3,2
	Corpo BBB (10 ans)	3,3	3,2	3,1	3,1	3,5	4,0	3,6	3,6	2,9	4,0
	Écarts BBB - Gouv. 10 ans	1,6	1,7	1,8	1,6	1,8	2,1	1,9	1,8	1,5	2,1
États-Unis	Corpo AA (10 ans)	2,5	2,4	2,4	2,7	3,2	3,7	3,3	2,9	2,2	3,7
	Corpo BBB (10 ans)	3,2	3,2	3,1	3,5	4,1	4,6	3,9	3,8	2,9	4,6
	Écarts BBB - Gouv. 10 ans	1,3	1,4	1,5	1,4	1,6	1,9	1,5	1,7	1,3	1,9

¹Europe, Australasie et Extrême-Orient²Rendements annualisés

Sources : Datastream, Bloomberg et l'Autorité

RISQUES ET ENJEUX À SURVEILLER EN 2020

- L'économie mondiale avance en eaux troubles, confrontée notamment au ralentissement synchronisé, dans les pays développés et les pays émergents, à la montée du protectionnisme et aux tensions au Moyen-Orient. L'activité économique montre des signes de stabilisation mais les risques baissiers ne sont pas tous écartés.
- Les États-Unis vont bientôt entamer la douzième année d'un long cycle d'expansion. Le risque d'une récession en 2020 a été fortement atténué par les assouplissements monétaires aux États-Unis et ailleurs dans le monde. Néanmoins, les périodes d'expansion ne sont pas éternelles et une récession paraît envisageable sur un horizon de moyen terme.
- Pour la plupart, les récessions de la période d'après-guerre dans le monde occidental ont été provoquées par un sévère ralentissement économique aux États-Unis. La Chine est toutefois devenue la deuxième puissance économique mondiale et détient le premier rang mondial de la production manufacturière et de la consommation de maints produits de base. L'endettement élevé, le ralentissement économique et les tensions commerciales avec les États-Unis suscitent de vives préoccupations. Un ralentissement chinois plus rapide qu'anticipé aurait des répercussions importantes sur la croissance de l'économie mondiale.
- La montée du protectionnisme va continuer de perturber le commerce mondial, les chaînes d'approvisionnement et l'investissement, ce qui a pour effet de miner la croissance de l'économie mondiale. D'une part, les tensions entre les États-Unis et la Chine pourraient mener au découplage de la Chine et de l'Occident non seulement sur le plan commercial, mais aussi sur le plan technologique. D'autre part, Washington n'hésite pas non plus à imposer des tarifs à ses propres alliés et mine le fonctionnement de l'Organisation mondiale du commerce en bloquant le renouvellement des juges au tribunal d'appel.
- Les marchés boursiers, alimentés par la baisse généralisée des taux d'intérêt et une hausse des valorisations, ont affiché en 2019 d'excellents rendements et atteint de nouveaux sommets. Au cours de la prochaine année, peut-on s'attendre à des rendements tout aussi reluisants? Les marchés demeurent vulnérables aux risques liés au ralentissement économique mondial et aux tensions commerciales.
- Le secteur privé a tiré profit des faibles taux d'intérêt pour accroître le levier et gonfler le rendement des capitaux propres. Le taux d'endettement des sociétés est relativement élevé d'un point de vue historique. La situation paraît préoccupante, d'autant plus que la dette se situant dans les tranches les plus risquées a augmenté de façon notable.
- Les primes de risque, notamment les écarts de taux entre les obligations de sociétés et les obligations gouvernementales, se sont comprimées au cours de la dernière année. Un choc économique et une réévaluation des risques pourraient entraîner une hausse subite et marquée de ces primes de risque et créer des tensions sur les marchés.
- La résilience de l'économie canadienne repose en grande partie sur la consommation des ménages, qui bénéficient d'un taux de chômage faible et d'une accélération de la croissance des salaires. Toutefois, les ménages canadiens sont parmi les plus endettés au monde, de sorte qu'ils représentent également une vulnérabilité importante de l'économie. Une remontée brusque des taux d'intérêt, bien que peu probable à court terme, aurait donc nécessairement des conséquences importantes sur les ménages, et du même coup sur l'ensemble de l'économie.

- Depuis la fin de la crise de 2009, les prévisionnistes s'attendent à un relèvement cyclique des taux d'intérêt. Pourtant, l'environnement de bas taux d'intérêt se maintient, voire s'accroît. Ce contexte favorise la prise de risque par les investisseurs, possiblement accompagnée d'une mauvaise appréciation des risques, et crée aussi des pressions sur la rentabilité et la solvabilité des institutions financières. Des taux d'intérêt bas et plus faibles qu'anticipé exercent aussi des pressions sur le bilan des assureurs. Le risque d'une hausse substantielle des taux demeure peu probable, mais ne peut être exclu compte tenu de l'évolution du cycle économique. Une telle hausse serait déstabilisatrice pour les marchés et l'économie.
- La progression rapide des innovations technologiques va continuer de retenir l'attention des régulateurs financiers en 2020. Depuis que Facebook a annoncé son projet Libra, une cryptomonnaie indexée à un panier de devises, différentes banques centrales accordent désormais une attention particulière aux avantages de la *blockchain* et des actifs numériques. Pareillement, le système bancaire ouvert (*open banking*), un modèle qui repose sur l'accès aux données bancaires de clients par des tiers, est sous la loupe des régulateurs canadiens. Ce ne sont que deux exemples de cette transformation de l'écosystème financier qui force les régulateurs à s'assurer de l'adéquation du cadre réglementaire existant avec de nouveaux modèles d'affaires et à développer de nouvelles expertises technologiques.
- Plusieurs événements récents sont venus confirmer l'importance de la cybersécurité et de la protection des données personnelles. Les entreprises qui œuvrent dans le secteur des services financiers sont particulièrement concernées, du fait notamment qu'elles possèdent d'importantes bases de données personnelles. Certains acteurs malfaisants tentent aussi de tirer profit des nombreux outils technologiques qui sont mis à la disposition des clients des institutions financières. Maintenant plus que jamais, les institutions financières doivent investir beaucoup d'efforts et de moyens afin de faire face à ces menaces qui évoluent rapidement. Le gouvernement du Québec a fait de la protection des données personnelles l'une de ses priorités en 2020.
- Suivant la volonté clairement exprimée aux États-Unis de déréglementer les marchés financiers, l'optimisation de la charge réglementaire fait son chemin dans divers projets des Autorités canadiennes en valeurs mobilières. Les réformes pourraient entre autres porter sur l'examen de certaines dispenses de prospectus, sur la révision de certaines obligations d'information continue et sur l'amélioration de la transmission électronique de documents.

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.