

# REVUE

ÉCONOMIQUE et FINANCIÈRE

Vice-présidence  
Stratégie, risques et performance

18 janvier 2021



**AUTORITÉ  
DES MARCHÉS  
FINANCIERS**

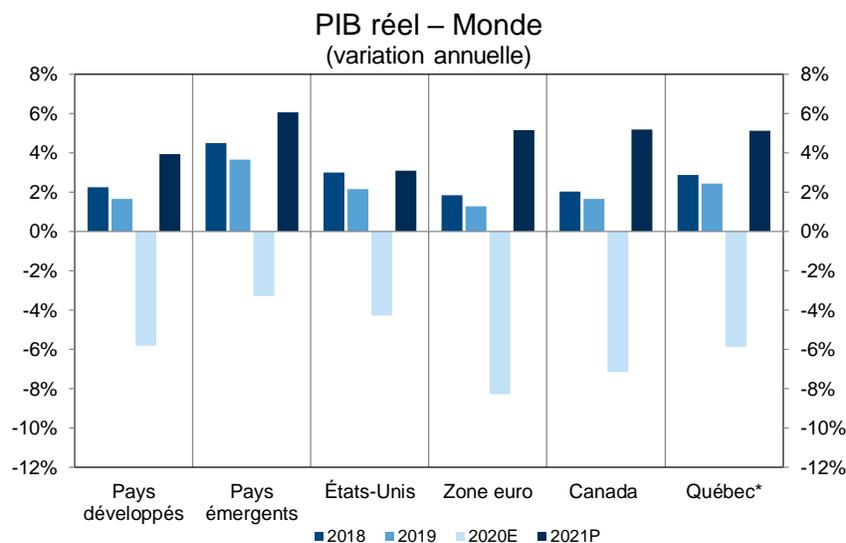
## TABLE DES MATIÈRES

Faits saillants	2
Revue de 2020	3
Contexte économique	4
<b>Monde</b> .....	4
<b>États-Unis</b> .....	5
<b>Canada</b> .....	6
<b>Québec</b> .....	8
Revue des marchés financiers	10
<b>Marchés boursiers</b> .....	10
<b>Marchés obligataires</b> .....	12
Risques et enjeux à surveiller en 2021	15

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

## FAITS SAILLANTS

- En 2020, l'économie mondiale a été marquée au fer rouge par la pandémie de COVID-19. Après le choc initial, la reprise a été prononcée à l'été, mais l'arrivée d'une deuxième vague de la pandémie à l'automne lui a fait perdre beaucoup d'élan. Au final, le PIB mondial aura diminué d'environ 4 % au cours de l'année.
- Aux États-Unis, la contraction de l'économie, bien que sans précédent, a été moins brutale que dans la plupart des pays développés en raison de règles sanitaires moins strictes et d'un premier plan de relance parmi les plus vigoureux au monde.
- De son côté, l'économie canadienne devrait enregistrer un recul d'environ 5,5 % en 2020. La Banque du Canada prévoit maintenir le taux directeur à sa valeur plancher au moins jusqu'en 2023 et poursuivra son programme d'assouplissement quantitatif jusqu'à ce que la reprise économique soit bien engagée.
- Au Québec, le recul de l'activité économique a été particulièrement marqué durant le premier confinement en raison de la sévérité des mesures sanitaires. La reprise économique depuis l'été a toutefois permis de récupérer plus de 80 % des emplois perdus.
- Malgré l'impact de la crise sanitaire, les marchés boursiers mondiaux ont terminé l'année en territoire positif, certains indices américains affichant même des niveaux records. Les titres technologiques en particulier ont tiré les marchés vers le haut.
- Les taux obligataires ont fortement reculé dans la foulée de la pandémie. Dès le début de la crise, les banques centrales ont rapidement mis en œuvre des politiques monétaires ultra-accommodantes, qui ont contribué à faire reculer les taux à des creux historiques sur l'ensemble de la courbe.



\* Pour 2021, moyenne des prévisions des institutions financières canadiennes

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

## REVUE DE 2020

### Janvier

- L'OMS rapporte l'identification d'un nouveau coronavirus en Chine et confirme sa transmission entre humains.
- Washington et Pékin concluent une trêve dans la guerre tarifaire qui les oppose en signant un accord commercial « de phase 1 », qui prévoit la baisse de droits de douane américains sur les produits chinois en échange de l'achat de 200 G\$ US de biens et services américains supplémentaires par la Chine.
- Le Royaume-Uni quitte l'Union européenne après en avoir été membre durant près de 50 ans.

### Mars

- L'OMS déclare une pandémie mondiale de COVID-19, alors que l'épidémie se répand de la Chine, l'Iran et l'Italie au reste du monde.
- Le monde entier entreprend un grand confinement avec la fermeture de pans entiers de l'économie mondiale – seuls les services essentiels sont maintenus.
- Les gouvernements, banques centrales et autorités réglementaires annoncent de nombreuses mesures et plans de sauvetage pour soutenir l'économie et les marchés.
- Les marchés boursiers mondiaux plongent, avant de rebondir dans les mois subséquents.

### Avril

- Le cours du pétrole WTI devient négatif, alors que la demande s'effondre et que les capacités de stockage deviennent rapidement saturées.

### Juin

- La Chine adopte une loi controversée sur la sécurité nationale à Hong Kong, qui restreint considérablement la liberté d'expression et entraîne des sanctions des pays occidentaux.

### Juillet

- L'Accord de libre-échange Canada–États-Unis–Mexique entre en vigueur deux ans après la conclusion de l'entente, à la suite d'amendements demandés par le Congrès américain.

### Août

- Le S&P 500 devient le premier des grands indices boursiers mondiaux à récupérer entièrement les pertes subies durant la débâcle boursière de mars.

### Octobre

- Au Québec, le nombre de cas d'infection à la COVID-19 dépasse la barre des 100 000 personnes.

### Novembre

- Lors de l'élection présidentielle, les Américains choisissent le démocrate Joe Biden, mettant ainsi fin à la présidence de Donald Trump après un seul mandat.

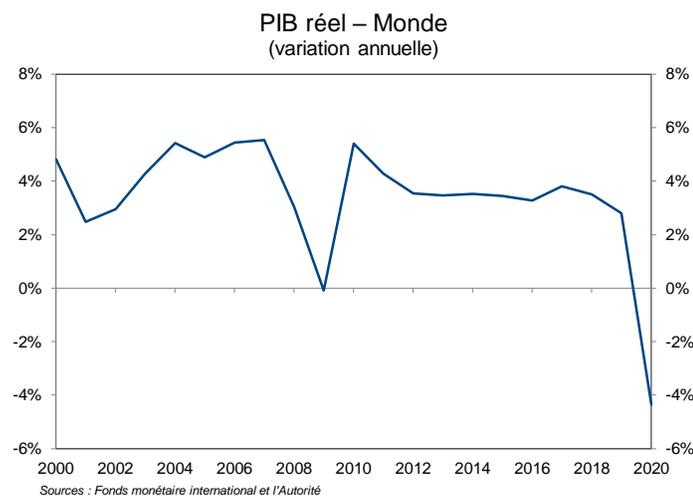
### Décembre

- Le Royaume-Uni, le Canada et les États-Unis sont parmi les premiers pays à approuver des vaccins contre la COVID-19 et à entreprendre la vaccination de leur population.
- Une cyberattaque de grande envergure attribuée à la Russie frappe le gouvernement et plusieurs grandes entreprises des États-Unis et de plusieurs autres pays.
- Le Royaume-Uni et l'Union européenne s'entendent in extremis sur un nouvel accord commercial, qui entre en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2021.

## CONTEXTE ÉCONOMIQUE

### MONDE

En 2020, l'économie mondiale a été marquée au fer rouge par la pandémie de COVID-19. Le choc a été brutal au printemps et la mise à l'arrêt de toute activité économique a plongé le monde dans une récession soudaine, profonde et synchronisée. La reprise a été tout aussi prononcée à l'été, mais l'arrivée d'une deuxième vague de la pandémie à l'automne lui a fait perdre beaucoup d'élan. Au final, l'économie mondiale aura diminué d'environ 4 % au cours de l'année et la Chine, où tout a commencé, sera l'un des rares pays à enregistrer une croissance positive de son PIB.



Seules les interventions massives et concertées des gouvernements, des banques centrales et des autorités réglementaires ont permis d'éviter une situation pire encore et plusieurs des mesures prises vont être maintenues dans un avenir prévisible.

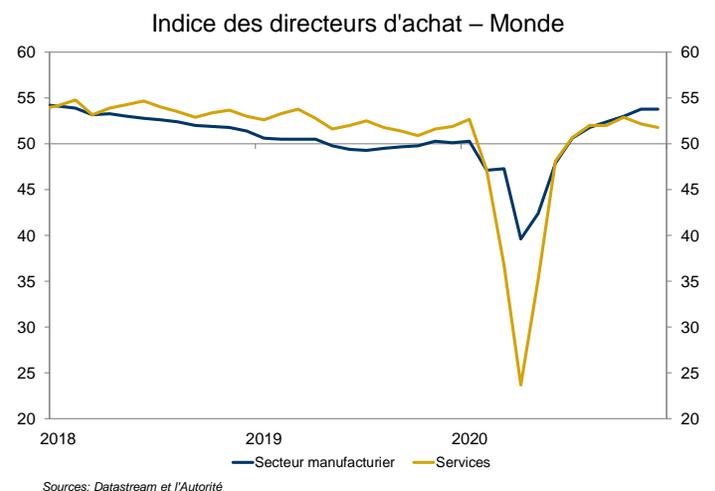
De fait, les gouvernements continuent à s'endetter lourdement pour soutenir leurs économies. Les États-Unis ont notamment adopté un nouveau plan de relance de 900 G\$ US en fin d'année et l'Union européenne, un plan de 750 G€.

Les banques centrales maintiennent leurs politiques monétaires ultra-accommodantes, avec des taux au plus bas et des programmes d'achat d'actifs massifs pour maintenir la liquidité sur les marchés et assurer des conditions financières très souples. La Banque

centrale européenne a d'ailleurs décidé d'augmenter à nouveau ses achats d'actifs, de 500 G€, à sa réunion de décembre.

À l'automne, la pandémie a repris de la vigueur en Amérique du Nord et en Europe. Le retour de mesures de confinement a eu l'effet d'un coup de frein sur la reprise en cours, notamment en raison de son impact sur le secteur des services.

Les indices des directeurs d'achat du secteur manufacturier demeurent néanmoins en territoire positif, au-dessus de la barre des 50, à peu près partout dans le monde, ce qui pointe vers une poursuite de la reprise.



En fin d'année, l'approbation des premiers vaccins en Amérique du Nord et en Europe a redonné confiance, même si la vaccination va s'étendre sur encore plusieurs mois. L'apparition de nouvelles souches du virus, qui se propagent plus rapidement, et la lenteur des campagnes de vaccination sont toutefois venues tempérer ces espoirs. De fait, la pandémie continue de s'aggraver et entraîne le resserrement des mesures de confinement dans plusieurs pays. À la fin de 2020, le virus avait déjà provoqué quelque 85 millions d'infections et fait 1,8 million de morts.

Le retour à la normale n'arrivera pas du jour au lendemain. L'économie mondiale portera les séquelles de la pandémie encore plusieurs mois, voire des années, avec un chômage plus élevé; des ménages, des entreprises et des gouvernements plus endettés;

des capacités de production à reconstruire; et des chaînes d'approvisionnement à sécuriser.

Au-delà de la pandémie, les tensions entre la Chine et l'Occident sont une autre source d'incertitude. Les relations ont continué à se détériorer entre Washington et Pékin tout au long de l'année, et cela, malgré une trêve dans la guerre tarifaire conclue au début de l'année. Les restrictions aux libertés civiles à Hong Kong, les prétentions chinoises en mer de Chine méridionale et le détournement de produits technologiques à des fins militaires et d'espionnage ne sont que quelques-uns des enjeux qui divisent les deux puissances. Ces tensions risquent de perdurer sous la nouvelle administration Biden.

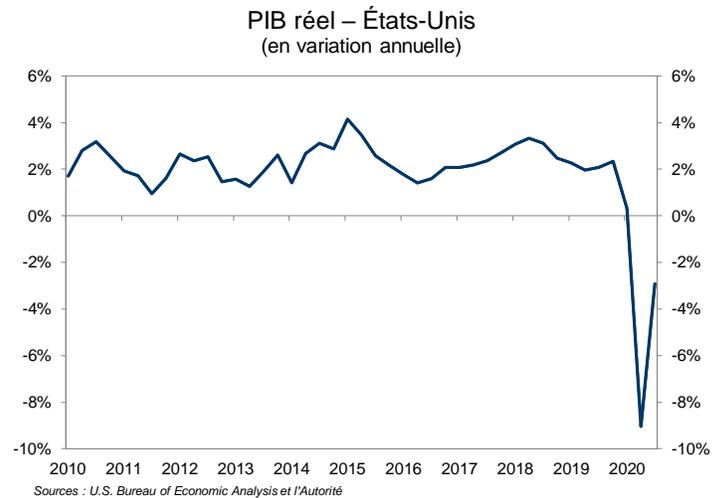
En Europe, Londres et Bruxelles ont finalement réussi à s'entendre sur un nouvel accord commercial post-Brexit, évitant de justesse un *no deal*. L'entente prévoit la libre circulation des biens sans tarifs ni quotas (mais réintroduit les contrôles douaniers) et garantit le respect de conditions de concurrence équitable, notamment en matière de droit du travail, de fiscalité et d'environnement.

De façon surprenante, les marchés boursiers ont bien traversé la crise, récupérant rapidement les pertes subies en mars. Du sommet au creux, les marchés boursiers nord-américains ont chuté de plus de 30 % avant de se ressaisir grâce aux mesures mises en place pour soutenir l'économie. Au cours de l'automne, le S&P 500 et le Nasdaq ont même volé de records en records, tirés par les titres technologiques.

Les cours du pétrole ont plongé au printemps en raison de l'effondrement de la demande, de la saturation des capacités de stockage et d'une guerre des prix entre la Russie et l'Arabie saoudite. La reprise graduelle de l'activité économique et les réductions de production ont permis aux prix de se redresser, mais ils terminent néanmoins l'année sous les niveaux d'avant la pandémie.

## ÉTATS-UNIS

La contraction de l'économie américaine au printemps dernier, bien que sans précédent, a été moins brutale que dans la plupart des pays développés. En raison de règles sanitaires moins strictes et d'un premier plan de relance parmi les plus vigoureux au monde, le PIB aura finalement reculé d'environ 3,6 % sur l'ensemble de 2020.



Après un départ canon pendant la saison estivale, la reprise économique s'est essouffée rapidement au cours de l'automne. Ce ralentissement est particulièrement marqué en ce qui concerne les dépenses de consommation, fer de lance de la reprise à l'été. La remontée fulgurante des cas de COVID-19 a eu des répercussions sur la confiance des consommateurs et a également freiné la reprise de l'emploi.

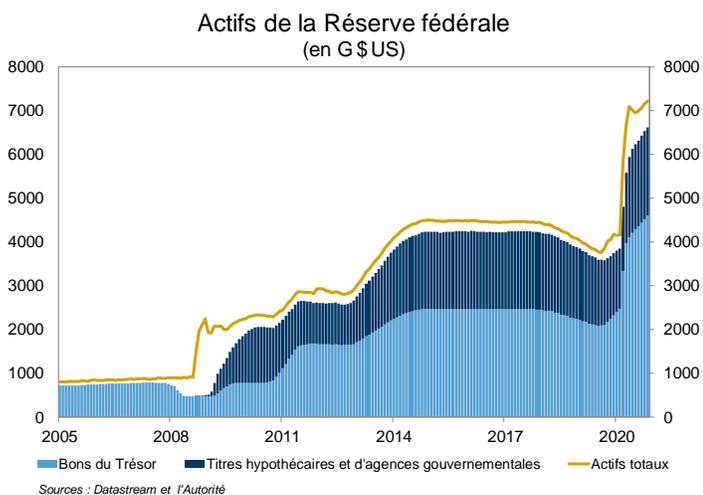
En effet, les États-Unis ont été frappés par une troisième vague à l'automne, plus violente que les deux précédentes, nécessitant le retour de règles plus strictes de confinement dans plusieurs États. Par ailleurs, plusieurs programmes de soutien au revenu ont pris fin durant l'automne et le Congrès a mis plusieurs semaines avant de s'entendre sur la forme qu'allait prendre le nouveau plan de relance. Ce nouveau plan, moins généreux que le premier, a été adopté tout juste avant la fin de l'année.

Par ailleurs, la reprise s'avère très inégale d'un secteur à l'autre. Tandis que des pans entiers de l'économie

demeurent déprimés, certains secteurs s'en tirent mieux. Le secteur manufacturier se redresse vigoureusement et le marché de l'habitation bat des records d'activité.

Jusqu'à présent, le marché du travail n'a récupéré que 56 % des emplois perdus le printemps dernier. La baisse marquée du taux de chômage, de 14,7 % à 6,7 %, masque une partie de la réalité. Ainsi, une mesure plus étendue du chômage l'évalue plutôt à 12 %. Les demandes d'indemnités de chômage demeurent très élevées. À près de 780 000, elles demeurent encore substantiellement plus nombreuses que le record précédent, datant de 1982.

La Réserve fédérale américaine a réduit le taux directeur à son niveau plancher en mars dernier et entend le laisser inchangé jusqu'en 2023. Elle a également multiplié les mesures d'assouplissement quantitatif afin de maintenir des conditions financières très souples tant pour les consommateurs et les entreprises que pour les divers paliers de gouvernement. À ce jour, les efforts de la Fed ont fait plus que doubler la taille de son bilan. La Réserve fédérale détient maintenant plus du quart de la dette émise par le gouvernement fédéral américain et elle se dit prête à en faire davantage si les conditions économiques se dégradent ou si la reprise manque de mordant.

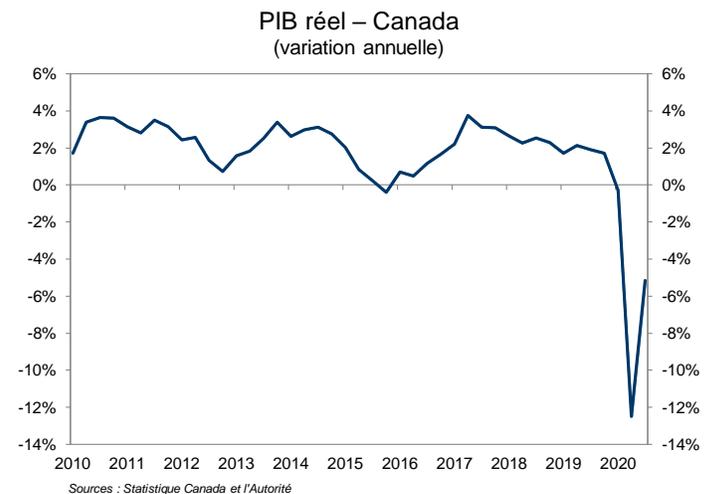


La croissance prévue d'environ 3,25 % en 2021 sera l'une des plus faibles des pays développés. L'adoption d'un nouveau plan de relance, celui-là plus

substantiel, pourrait contribuer à accélérer la reprise. Comme partout ailleurs, les perspectives économiques demeurent largement tributaires de l'évolution de la pandémie à court terme.

## CANADA

L'économie canadienne a été durement frappée par la pandémie et 2020 devrait se solder par un recul d'environ 5,5 % du PIB. Les généreux programmes d'aide aux ménages et aux entreprises, appuyés par une politique monétaire expansionniste, ont néanmoins permis d'atténuer une partie des impacts de la pandémie et des mesures de confinement.



Toutes les composantes de la demande devraient terminer l'année en baisse, hormis l'investissement résidentiel. Ainsi, bien que la demande intérieure ait fortement rebondi au troisième trimestre, les dépenses de consommation et l'investissement des entreprises se trouvent toujours à des niveaux inférieurs à ceux prévalant avant le début de la pandémie.

En outre, le secteur pétrolier a été durement touché par l'effondrement des cours pétroliers au printemps. Les difficultés du secteur des ressources naturelles ont contribué à près du tiers du recul du PIB canadien dans la dernière année.

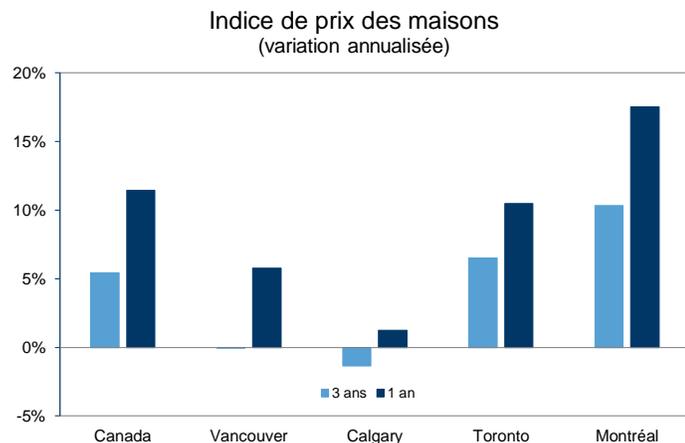
Selon l'Enquête sur les perspectives des entreprises de la Banque du Canada, l'indice de confiance des entreprises s'est redressé en fin d'année 2020, tout

comme les intentions d'investissement. Les effets de la pandémie sur les projets d'investissement se font néanmoins toujours sentir dans certains secteurs, notamment la restauration, le tourisme et le divertissement.

Les programmes de soutien financier du gouvernement fédéral ont permis aux ménages d'augmenter leur revenu disponible et leur taux d'épargne en première moitié d'année. L'endettement a toutefois recommencé à augmenter au troisième trimestre. Le crédit à la consommation a rebondi et l'endettement hypothécaire a atteint un sommet historique.

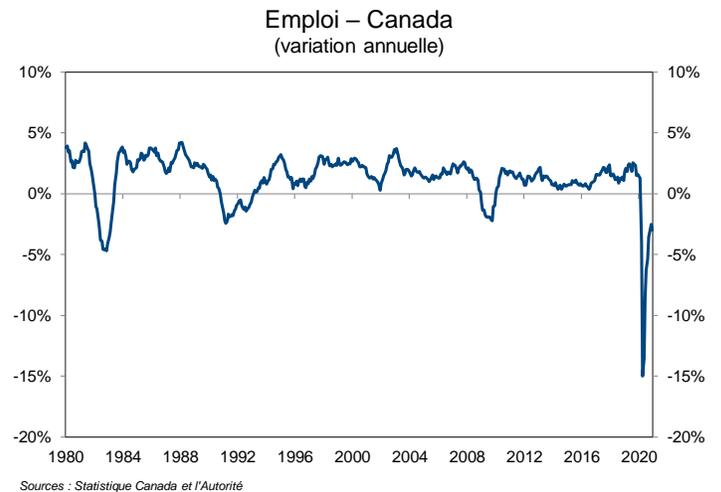
Le marché immobilier n'a pas été épargné par le confinement, mais le retard accumulé au printemps, en raison notamment de l'arrêt du secteur de la construction au Québec, a vite été résorbé. Le retard à rattraper, combiné aux faibles taux d'intérêt, a alimenté des niveaux records d'activité durant les mois d'été.

L'activité est également demeurée vigoureuse durant la seconde moitié de l'année. Les ventes ont atteint un nouveau record annuel en 2020. L'offre de logements demeure contenue, de sorte que les prix augmentent également à un rythme soutenu. La croissance des prix est comparable aux niveaux observés en 2017, mais elle est cette fois soutenue par Montréal, qui connaît des hausses de prix plus élevées que Toronto et Vancouver.



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

Bien que le marché du travail ait connu un recul historique au printemps, la récupération a été rapide et marquée. Néanmoins, l'année s'est terminée avec de nouvelles pertes d'emploi, et en décembre, 1,1 million de travailleurs étaient toujours touchés par la crise. En effet, 636 000 personnes demeurent sans emploi et 488 000 personnes travaillent un nombre d'heures réduit par rapport à avant le début de la pandémie.



Sources : Statistique Canada et l'Autorité

Alors que l'économie canadienne a encaissé un choc sans précédent au printemps, certains secteurs continuent d'être plus durement touchés. La deuxième vague de restrictions et de fermetures dans le secteur des services (restauration, arts et spectacles, etc.) à l'automne 2020 aura un impact plus limité sur la croissance économique, mais pourrait néanmoins forcer plusieurs entreprises à fermer définitivement.

En outre, la faiblesse des investissements des entreprises, si elle se poursuit à moyen terme, pourrait réduire le potentiel de croissance du PIB, infligeant ainsi des dommages permanents à l'économie canadienne.

Les capacités excédentaires de l'économie mettront vraisemblablement du temps à se résorber. À cet effet, la Banque du Canada prévoit maintenir le taux directeur à sa valeur plancher au moins jusqu'en 2023. La Banque a également signalé qu'elle continuera son programme d'assouplissement quantitatif jusqu'à ce que la reprise économique soit bien engagée.

## QUÉBEC

L'économie du Québec a été plongée, avec le reste du monde, dans une contraction très sévère en raison de la pandémie et des mesures de confinement.

Le PIB aura sans doute reculé d'un peu plus de 5 % en 2020, selon les estimations préliminaires. Le recul de l'activité aura d'ailleurs été initialement plus marqué au Québec qu'ailleurs au Canada en raison de la sévérité des mesures sanitaires.

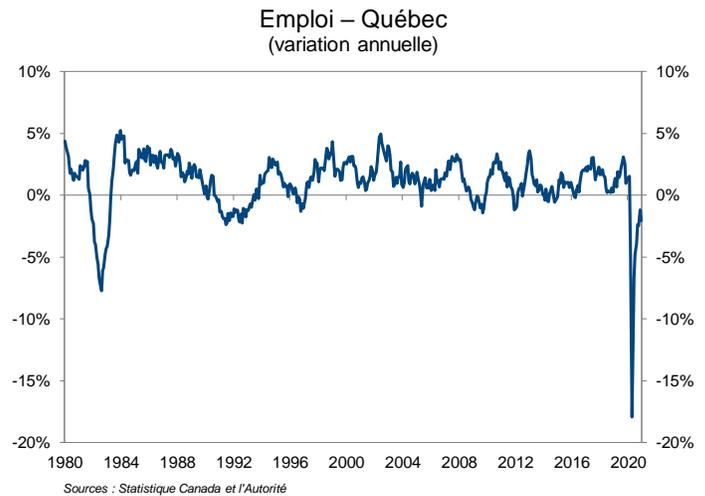
En effet, la pandémie et les mesures sanitaires ont forcé à l'arrêt près de 40 % de l'économie du Québec au printemps dernier, entraînant une chute de 14,3 % du PIB au cours du premier semestre de 2020 par rapport à la fin de l'année 2019. Tant, les dépenses de consommation des ménages et les investissements des entreprises que le commerce extérieur en ont subi les contrecoups.

Les actions conjointes de la Banque du Canada, des différents paliers de gouvernement et des régulateurs financiers auront permis d'atténuer les effets les plus néfastes du confinement sur l'emploi et la production. Le maintien de l'activité dans les secteurs jugés essentiels et le recours massif au télétravail ont aussi permis de limiter les dégâts.

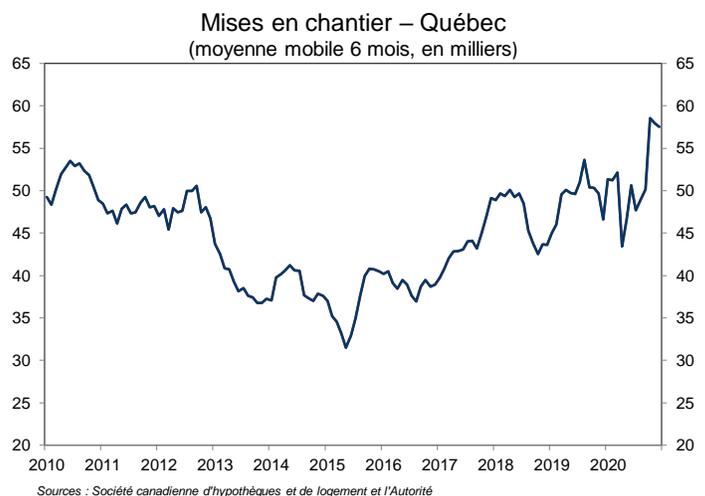
La mise à l'arrêt de l'économie s'est traduite par un recul de 820 500 emplois et une remontée fulgurante du taux de chômage, qui a culminé à 17 % en avril dernier.

La reprise de l'activité économique et le déconfinement graduel ont par la suite entraîné une hausse de 693 000 emplois depuis mai dernier et permis de récupérer 84 % des emplois perdus au printemps. Le rythme de création d'emploi s'est toutefois essoufflé au cours des derniers mois et la reprise de l'emploi a été très inégale d'un secteur à l'autre. La restauration, l'hébergement, l'industrie du divertissement et certains services offerts aux particuliers ont été durement touchés. Le maintien de mesures de confinement retarde toujours le retour à la normale. Néanmoins, le taux de chômage termine

l'année à 6,7 %, soit le plus faible taux parmi les provinces canadiennes.



Le secteur de la construction résidentielle a surpris par sa vitalité à tel point que l'année 2020 s'est avérée être la plus vigoureuse depuis 2010 au chapitre des mises en chantier. Au total, celles-ci ont augmenté de 19 % en 2020, soutenues par des taux hypothécaires très bas et une offre de logements insuffisante. Par conséquent, le prix des propriétés a connu une hausse inégalée, se chiffrant à près de 20 %. Enfin, après avoir été contraint à une pause forcée au printemps, le marché de la revente a repris de plus belle.



Au moment d'écrire ces lignes, un degré d'incertitude très élevé persiste sur les perspectives économiques à court terme, malgré l'approbation des vaccins et le début de la campagne de vaccination.

La reprise de l'économie devrait se poursuivre en 2021 avec un rebond attendu de la croissance du PIB pouvant atteindre 5 %. À ce rythme, l'économie devrait rejoindre son niveau d'activité pré-pandémie vers la fin de 2021.

À court terme toutefois, la recrudescence des cas et ses conséquences sur le nombre d'hospitalisations et de décès viennent assombrir les perspectives. Le resserrement des mesures de confinement au début de l'hiver pourrait d'ailleurs se traduire par un pas en arrière ponctuel pour l'économie du Québec, mais rien

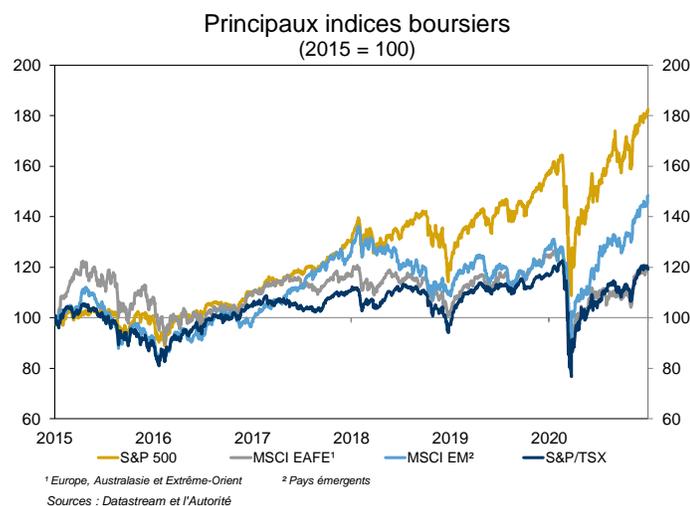
de comparable à ce que nous avons observé au printemps 2020.

L'arrivée d'un vaccin fait espérer un retour graduel à la normale au courant de 2021. Un défi logistique de taille attend toutefois les autorités sanitaires en matière de production, de transport et de distribution du vaccin à la population. Il faudra donc attendre encore plusieurs mois avant qu'une masse critique de la population ait été vaccinée, en vue d'atteindre l'immunité collective.

## REVUE DES MARCHÉS FINANCIERS

## MARCHÉS BOURSISERS

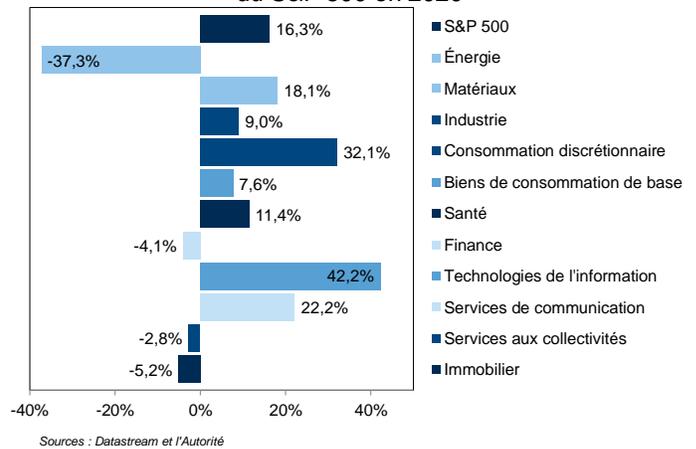
Malgré les impacts de la pandémie de COVID-19, les marchés boursiers mondiaux ont terminé l'année en territoire positif. Au plus fort de la crise en mars dernier, la pandémie avait engendré des reculs importants sur l'ensemble des marchés boursiers. Ce marché baissier a cependant été de très courte durée grâce aux interventions rapides et sans précédent des gouvernements et des banques centrales.



En tête de peloton, les marchés boursiers américains ont généré des rendements impressionnants cette année. Le S&P 500 affiche un rebond de 67,9 % depuis le creux du mois de mars, lui permettant ainsi de terminer l'année en hausse de 16,3 %.

Dans la première phase de la reprise, la bonne performance d'un nombre limité de secteurs qui ont été moins touchés par la pandémie et qui, dans certains cas, en ont même bénéficié, a permis aux indices de rattraper une bonne partie du terrain perdu. En particulier, les entreprises technologiques ont rapidement effacé leurs pertes et affiché par la suite des gains spectaculaires.

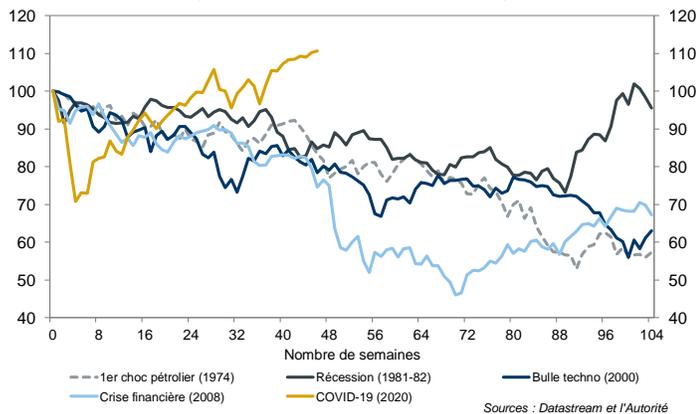
## Rendement des principaux sous-indices du S&amp;P 500 en 2020



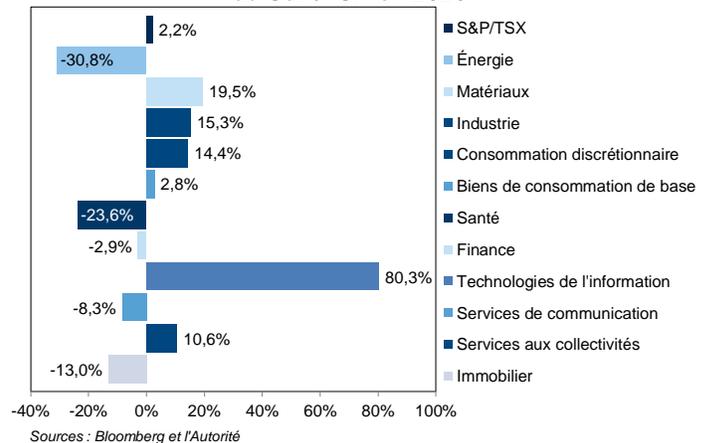
Dans un deuxième temps, avec l'embellissement relatif des conditions économiques, des secteurs plus cycliques comme les services financiers ont aussi contribué à la remontée des indices. Par ailleurs, l'annonce de résultats très prometteurs sur l'efficacité des vaccins contre la COVID-19 de même que les résultats de l'élection présidentielle américaine ont injecté un fort vent d'optimisme sur les marchés depuis le mois de novembre, ce qui a profité à l'ensemble des secteurs. Néanmoins, le secteur de l'énergie demeure largement en deçà de son niveau de début d'année.

Au final, le marché baissier de la COVID-19 se sera démarqué par une baisse très rapide et marquée des indices, accompagnée d'une volatilité presque sans précédent, mais suivie d'un rebond tout aussi surprenant. Les marchés baissiers au cours des dernières décennies se sont typiquement déroulés sur de beaucoup plus longues périodes. Par ailleurs, le recul total des indices du sommet au creux (-34 % dans le cas du S&P 500) a été plus limité que lors de plusieurs autres marchés baissiers, notamment celui de 2008.

Évolution du S&P 500  
lors des principaux marchés baissiers  
(100 = sommet avant la correction)



Rendement des principaux sous-indices  
du S&P/TSX en 2020



Les spécificités de ce marché baissier reflètent dans une certaine mesure la nature du choc économique et des interventions des autorités. En effet, le choc économique, qui s'est distingué à la fois par sa soudaineté, son intensité et son synchronisme lors de la mise à l'arrêt forcé de plusieurs des principales économies mondiales, a été rapidement suivi par un rebond lors du relâchement des mesures sanitaires. Par ailleurs, tirant les leçons de la crise de 2008, tant les gouvernements que les banques centrales ont agi avec force et agilité, ce qui a permis une stabilisation rapide des conditions de marché.

Au Canada, le S&P/TSX a évolué de façon similaire, bien que son rebond ait été un peu moins marqué que celui du S&P 500. L'indice torontois, qui a reculé d'environ 37 % lors du marché baissier, termine l'année en hausse de 2,2 %. Le TSX a souffert à la fois de sa plus grande pondération dans le secteur de l'énergie et de la plus faible représentation du secteur des technologies de l'information. Cependant, le secteur des services financiers du TSX a relativement bien performé malgré un léger recul sur l'année, tandis que le secteur des matériaux a bénéficié de la montée du prix de l'or.

L'indice Morningstar Banque Nationale Québec, qui suit l'évolution des cours des entreprises domiciliées au Québec, a affiché un rendement légèrement en deçà du S&P/TSX avec un gain de 1,5 %. Les entreprises québécoises des secteurs des services aux collectivités, des matériaux, des technologies de l'information et de la consommation discrétionnaire ont néanmoins très bien performé.

Avec la remontée des marchés boursiers, les risques de surévaluation ont aussi augmenté. À première vue, il semble y avoir un décalage entre les valorisations relativement élevées sur les marchés boursiers et la santé de l'économie qui, malgré un rebond important, est encore loin d'avoir retrouvé sa pleine vigueur. Rappelons en revanche que la faiblesse généralisée des taux d'intérêt rend les marchés boursiers plus attrayants en faisant augmenter la valeur actualisée des profits futurs des entreprises.

Mesures d'évaluation des marchés boursiers  
au 31 décembre 2020

	Ratio cours/bénéfice prévisionnel		Ratio cours/bénéfice		Rendement du dividende		Ratio cours/valeur comptable	
	Actuel	Moyenne sur 10 ans	Actuel	Moyenne sur 10 ans	Actuel	Moyenne sur 10 ans	Actuel	Moyenne sur 10 ans
<b>Monde</b>	19,8	14,5	32,0	18,0	1,8	2,5	2,8	2,1
<b>États-Unis</b>	23,2	16,1	30,4	18,9	1,5	2,0	4,3	2,8
<b>Canada</b>	16,1	14,6	23,2	17,9	3,0	2,9	1,9	1,9
<b>EAE0*</b>	17,4	13,6	43,8	18,6	2,4	3,3	1,8	1,6
<b>Émergents</b>	15,2	11,4	25,5	13,8	1,9	2,7	2,1	1,6

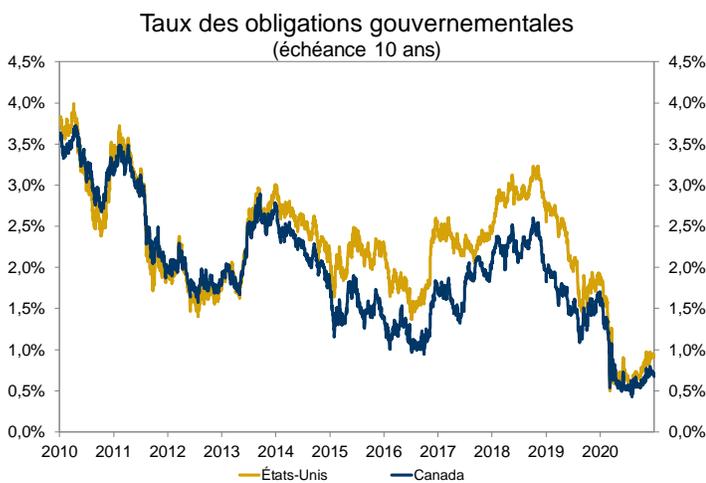
\* Europe, Australasie et Extrême-Orient  
Sources : Bloomberg et l'Autorité

Par ailleurs, malgré un recul marqué des profits des entreprises au cours des derniers trimestres, le consensus des analystes suggère un certain retour à la normale dès 2021. Néanmoins, les risques d'une

nouvelle correction ne peuvent certainement pas être écartés, advenant notamment une évolution négative de la pandémie et de la reprise économique.

## MARCHÉS OBLIGATAIRES

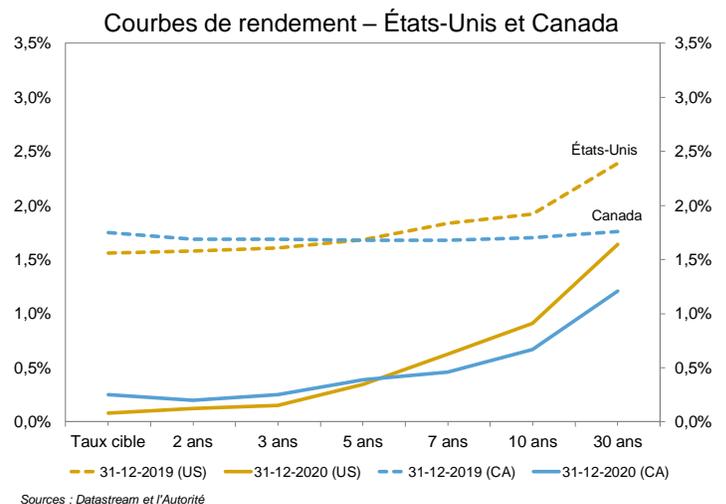
Les taux obligataires ont fortement reculé dans la foulée de la pandémie et de la récession d'ampleur historique qu'elle a engendrée. Dès le début de la crise, les banques centrales ont rapidement mis en œuvre des politiques monétaires très accommodantes, incluant des programmes d'achats massifs d'obligations, qui ont contribué à faire reculer les taux à des creux historiques sur l'ensemble de la courbe.



Les taux longs ont légèrement augmenté en seconde moitié d'année, mais demeurent néanmoins à des niveaux extrêmement faibles, reflétant la perspective d'une reprise économique graduelle, d'une inflation modérée et de la continuation des politiques monétaires actuelles. En effet, les principales banques centrales devraient laisser leurs taux directeurs au plus bas jusqu'en 2023 et maintenir pour un certain temps leurs programmes d'achats d'actifs.

Aux États-Unis, les taux 10 ans du gouvernement américain se situaient en fin d'année à 0,9 %, après avoir atteint un creux de 0,5 % au cours de l'été. La Fed entend maintenir son taux d'intérêt cible dans une fourchette de 0 % à 0,25 % jusqu'à ce que les conditions du marché du travail soient compatibles avec le plein emploi et que l'inflation soit en voie de

dépasser légèrement 2 %. Elle entend aussi continuer ses achats d'actifs un certain temps pour assurer l'atteinte de ces objectifs. Rappelons que le nouveau mandat de la Fed permet explicitement de tolérer un peu plus d'inflation à la suite d'une période de faible inflation comme on observe présentement.



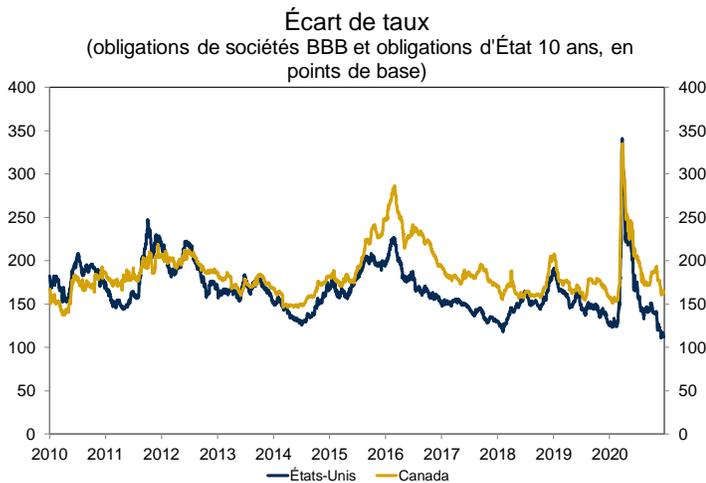
Au Canada, le taux 10 ans du gouvernement fédéral a terminé l'année à 0,7 % par rapport à 1,6 % en début d'année. La Banque du Canada va maintenir son taux directeur à sa valeur plancher jusqu'à ce que les capacités excédentaires dans l'économie se résorbent et que la cible d'inflation de 2 % soit atteinte de manière durable, ce qui devrait se produire au cours de 2023 selon ses projections. Elle poursuivra aussi son programme d'assouplissement quantitatif jusqu'à ce que la reprise soit bien amorcée.

En Europe, les taux négatifs sur les obligations gouvernementales sont maintenant la norme. En Allemagne, les taux 10 ans ont terminé l'année à -0,6 %. Même les pays dont les finances publiques sont relativement moins solides, comme la Grèce, empruntent à des taux nuls ou négatifs sur certaines échéances. Face à la deuxième vague de la pandémie, la Banque centrale européenne a dû renforcer certains de ses programmes, incluant son programme d'achats d'urgence face à la pandémie, dont les achats nets devraient durer au moins jusqu'à la fin de mars 2022.

Avec les principales banques centrales qui vont maintenir leurs politiques ultra-accommodantes, les conditions sont en place pour une période prolongée

de très faibles taux d'intérêt, d'autant plus que les pressions inflationnistes sont faibles, reflétant la persistance de capacités excédentaires au sein de l'économie. Cependant, si la reprise économique mondiale s'avérait plus rapide qu'escompté, une certaine résurgence de l'inflation ne pourrait être écartée.

Du côté des obligations de sociétés, les écarts de taux avec les obligations gouvernementales ont fortement augmenté au début de la crise. Plusieurs marchés obligataires, y compris au Canada, ont aussi connu des enjeux de liquidité. Les interventions massives des gouvernements ont permis de rapidement réduire les craintes quant aux risques de défaut tandis que les interventions ciblées des banques centrales sont venues injecter des quantités importantes de liquidité.



Les écarts de taux se sont rapidement résorbés par la suite, tant et si bien qu'ils se situaient en fin d'année à des niveaux comparables à ceux d'avant la crise. Il faut dire que l'impact de la pandémie sur les sociétés a été de plus faible ampleur que ce à quoi plusieurs investisseurs s'attendaient au début de la crise. Les taux de défaut des sociétés au niveau mondial ont augmenté de façon importante, mais demeurent pour l'instant bien en deçà des niveaux atteints à la suite de la crise de 2008, par exemple.

À cet égard, l'évolution de la pandémie au cours des prochains trimestres sera déterminante. Bien que les résultats préliminaires concernant l'efficacité des vaccins soient encourageants, la deuxième vague de la pandémie pourrait perdurer pendant encore un certain temps et venir fragiliser davantage le bilan des sociétés, qui dans plusieurs cas ont vu leur niveau d'endettement augmenter au cours de la dernière année.

## Rendement des marchés

Marchés boursiers											
		Niveau								12 derniers mois	
		2020-12-31	1 mois	3 mois	Variation en pourcentage					Min.	Max.
					6 mois	9 mois	1 an	3 ans <sup>2</sup>	5 ans <sup>2</sup>		
MSCI All Country World Index		739	3,7	12,5	19,8	41,0	12,3	7,9	9,5	460	739
MSCI EAFE <sup>1</sup>		1 174	2,4	11,1	11,8	25,1	-1,4	0,3	3,0	842	1 219
MSCI Emerging Markets		71 693	5,9	15,7	24,7	44,6	16,6	5,6	10,0	44 713	71 693
S&P 500		3 756	3,7	11,7	21,2	45,3	16,3	12,0	12,9	2 237	3 756
S&P/TSX		17 433	1,4	8,1	12,4	30,3	2,2	2,5	6,0	11 228	17 944
Indice Morningstar Québec Banque Nationale		330	4,1	15,5	24,2	38,8	1,5	4,6	8,2	201	337
Marchés obligataires											
		Niveau								12 derniers mois	
		2020-12-31	-1 mois	-3 mois	-6 mois	-9 mois	-1 an	-3 ans	-5 ans	Min.	Max.
Québec	10 ans	1,3	1,3	1,3	1,3	1,9	2,3	2,6	2,4	1,2	2,3
Ontario	10 ans	1,3	1,4	1,3	1,3	1,9	2,3	2,6	2,4	1,2	2,3
Canada	10 ans	0,7	0,7	0,6	0,5	0,7	1,7	2,0	1,4	0,4	1,7
États-Unis	10 ans	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	1,9	2,4	2,3	0,5	1,9
Royaume-Uni	10 ans	0,2	0,3	0,2	0,2	0,4	0,8	1,2	2,0	0,1	0,8
Allemagne	10 ans	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,2	0,4	0,6	-0,9	-0,2
Canada	Corpo AA (10 ans)	1,5	1,6	1,7	1,7	2,4	2,6	3,1	2,9	1,4	2,8
	Corpo BBB (10 ans)	2,3	2,4	2,4	2,6	3,8	3,3	3,8	3,9	2,3	4,2
	Écarts BBB - Gouv. 10 ans	1,6	1,7	1,9	2,1	3,1	1,6	1,7	2,5	1,5	3,3
États-Unis	Corpo AA (10 ans)	1,4	1,5	1,5	1,6	2,2	2,5	3,1	3,2	1,2	3,3
	Corpo BBB (10 ans)	2,0	2,0	2,2	2,4	3,5	3,2	3,7	4,2	1,9	4,2
	Écarts BBB - Gouv. 10 ans	1,1	1,2	1,5	1,7	2,8	1,3	1,3	2,0	1,1	3,4

<sup>1</sup>Europe, Australasie et Extrême-Orient<sup>2</sup>Rendements annualisés

Sources : Datastream, Bloomberg et l'Autorité

## RISQUES ET ENJEUX À SURVEILLER EN 2021

- L'accélération de la deuxième vague d'infections partout dans le monde, les systèmes hospitaliers près du point de rupture et le lent déploiement des campagnes de vaccination dans plusieurs pays font en sorte que l'économie mondiale va continuer à évoluer dans un climat d'incertitude élevé à court terme.
- La conjoncture va demeurer tributaire de l'évolution de la pandémie, des mesures prises pour contenir la propagation du virus et de ses effets sur l'activité économique et l'emploi. Déjà, la reprise s'annonce plus lente qu'initialement anticipé. La situation risque de continuer à se dégrader avant d'en arriver à un retour à la normale. Il est de plus en plus acquis que la pandémie aura des effets durables sur le PIB potentiel à plus long terme.
- Aux États-Unis, Joe Biden arrive au pouvoir dans un contexte de polarisation extrême de la société, qui a mené au saccage du Capitole au début de 2021. Il aura fort à faire pour rallier le peuple américain en période de crise économique et sanitaire. Ses politiques vont aussi marquer un renversement de tendance sur la scène internationale en faveur du multilatéralisme.
- Au Canada, bien que les programmes d'aide aux ménages et aux entreprises du gouvernement fédéral aient permis d'atténuer les impacts de la crise, ils ont également fait gonfler le déficit public, qui atteindra entre 380 G\$ et 400 G\$ en 2021. La dette exprimée en pourcentage du PIB devrait également atteindre un sommet de 52,6 % l'année prochaine, un niveau qui demeure gérable étant donné la faiblesse actuelle des taux d'intérêt. Une remontée des taux d'intérêt ou une croissance économique plus faible que prévu à moyen terme auraient toutefois un impact important sur les finances publiques. Rappelons que l'agence Fitch a abaissé la cote de crédit du Canada en juin dernier.
- Le marché immobilier canadien a connu un niveau très élevé d'activité en dépit de la pandémie. L'activité a notamment été soutenue par la faiblesse des taux d'intérêt, alors que la Banque du Canada a abaissé le taux directeur à son niveau plancher en mars. Les ventes ont atteint un sommet historique en 2020, et la hausse des prix est comparable aux niveaux de 2017. Bien que la vague de défauts de paiement suivant la fin des moratoires de paiement accordés par les institutions financières ait vraisemblablement été évitée, un tel niveau d'activité apparaît difficile à soutenir à long terme. L'évolution des prix et des ventes sera à surveiller dans les prochains trimestres.
- Les marchés boursiers ont su rebondir de façon convaincante à la suite du choc de la COVID-19. Pour plusieurs marchés, une partie significative de la hausse des indices reflète une hausse des niveaux de valorisation. Notamment, le ratio cours/bénéfice pour le S&P 500 se situe largement au-dessus de sa moyenne historique. Les niveaux de valorisation s'expliquent dans une certaine mesure par la faiblesse des taux d'intérêt. Cependant, tout choc défavorable au contexte économique et aux profits des entreprises pourrait entraîner une correction importante sur les marchés boursiers.
- La faiblesse des taux d'intérêt reflète les politiques des banques centrales, une capacité de production excédentaire et une inflation modérée. Selon toute vraisemblance, ces facteurs devraient persister au cours des prochains trimestres. Cependant, une reprise économique plus rapide qu'escompté pourrait créer des pressions à la hausse sur l'inflation et les taux d'intérêt. Un resserrement monétaire hâtif pourrait avoir un effet déstabilisateur sur les marchés financiers.
- Dans certains cas, les taux bas favorisent la prise de risque de la part des participants de marché, ce qui rend les marchés plus vulnérables à un choc éventuel. Sur les marchés obligataires par exemple, les écarts de taux entre les obligations de sociétés et les obligations gouvernementales sont relativement comprimés.
- L'endettement des sociétés a augmenté de façon importante au cours de la dernière décennie au Canada et ailleurs dans le monde, notamment aux États-Unis. La qualité de la dette des sociétés a aussi eu tendance à se détériorer. On a ainsi observé une hausse importante des émissions des obligations cotées BBB et

moins, ainsi qu'un assouplissement généralisé des conditions d'emprunt. La pandémie de COVID-19 a accentué ces tendances et a fait augmenter les risques de refinancement et ultimement de défaut de paiement des sociétés.

- L'année 2020 a montré à quel point les risques physiques induits par les changements climatiques semblent s'accroître (feux, ouragans, inondations, etc.) et ont un impact sur l'économie mondiale. Diverses réglementations touchant le développement d'outils de taxation, une meilleure divulgation des risques financiers liés aux changements climatiques et des incitatifs favorisant une conversion vers une économie plus durable sont attendues au niveau international en 2021. Cette tendance sera renforcée par la nouvelle présidence américaine, qui a pris de forts engagements en la matière.
- L'offre croissante de produits financiers ESG, tenant compte de facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance, soulève des enjeux. Ces produits visent à investir dans la transition vers une économie plus sobre en carbone et plus respectueuse de l'environnement. Les critères d'investissement liés à cette nouvelle catégorie d'actif ne sont cependant pas standardisés. Cette situation peut engendrer une mauvaise compréhension de l'application des critères d'investissement et limite la comparabilité de la performance financière entre les produits.
- Le courtage de valeurs mobilières autogéré en ligne, aussi appelé courtage à escompte, a été un des grands gagnants de la pandémie dans l'industrie financière. Au Canada, près de 500 000 comptes de courtage de plus auraient été ouverts à la seule fin du premier trimestre 2020. Les ouvertures de comptes ont été soutenues par le confinement, la remontée des marchés financiers à partir de mars 2020 et la flambée du taux d'épargne des ménages.
- La pandémie a accéléré la transformation numérique de l'industrie financière et celle-ci se poursuivra en 2021. On observe l'émergence de services financiers de plus en plus personnalisés venant des fintechs, des Big Tech (GAFAM) ou d'acteurs plus traditionnels qui tentent de rester compétitifs. La mise en place d'une identité numérique pouvant assurer un haut niveau de confiance entre l'ensemble des parties prenantes et pour protéger les consommateurs sera une tendance lourde. On note, entre autres, les efforts pour aboutir à la mise en place d'un système bancaire ouvert (*open banking*), l'émergence de la finance décentralisée (ou *DeFi* pour *Decentralized Finance*) et des avancées notables dans l'expérimentation de solutions de monnaie numérique de banque centrale.
- La cybersécurité et la protection des données personnelles représentent des enjeux très importants pour le secteur financier. Plusieurs incidents récents sont venus accentuer l'importance de continuellement améliorer la capacité du système financier à faire face à ces enjeux. Par ailleurs, la pandémie de COVID-19 est venue accentuer certaines tendances comme le télétravail et le virage numérique. Dans certains cas, ces changements engendrent des opportunités pour les cybercriminels et rendent le secteur financier encore plus dépendant du bon fonctionnement des systèmes informatiques. À plus long terme, on peut s'attendre à ce que les enjeux liés à la cybersécurité et la protection des données personnelles continuent à prendre de l'ampleur.
- Aux États-Unis, compte tenu des priorités liées à la crise économique et sanitaire du gouvernement Biden, ainsi que des changements, somme toute modestes, apportés à la réglementation financière sous l'administration Trump, la réforme de la réglementation ne devrait pas être un domaine d'intérêt majeur au cours de la prochaine année. Cependant, le Sénat, maintenant contrôlé par les Démocrates, permettra de mettre à la tête du département du Trésor et des agences de régulations financières (SEC, CFTC et OCC, par exemple) des candidats reflétant les positions du parti.
- Au Canada, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) ont toujours pour objectif de réduire le fardeau réglementaire tout en maintenant les protections nécessaires pour les investisseurs. Pour atteindre cet objectif, les ACVM ont lancé dix initiatives visant à réduire le fardeau réglementaire d'un large éventail d'acteurs du marché, y compris les émetteurs publics et dispensés, les fonds d'investissement et les personnes inscrites, afin de garantir que les exigences continuent d'être appropriées, nécessaires et pertinentes. Certaines tendances se sont amplifiées suivant la pandémie et l'on pourrait également voir des allègements réglementaires visant des exemptions de prospectus pour des levées de capitaux futures.

## 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.