

ÉVÉNEMENTS ÉCONOMIQUES

- L'économie canadienne s'est contractée de 1,1 % durant l'été. Toutefois, ce recul a été accompagné d'une forte révision du PIB au printemps. Au lieu de stagner, l'économie a plutôt progressé de 1,4 % en rythme annualisé au second trimestre. Les entreprises ont réduit leurs investissements, notamment en machines et équipement, tout en réduisant leurs stocks au lieu de produire. Les exportations ont aussi reculé durant le trimestre surtout pour les produits pétroliers. La grève au port de Vancouver a aussi nui au commerce cet été. Les dépenses gouvernementales ont été plus vigoureuses, mais insuffisantes pour agir de contrepoids. Les dépenses de consommation des ménages ont stagné pour un second trimestre de suite, mais au moins l'immobilier résidentiel affiche une croissance annualisée de 8,2 % en réponse à la pénurie de logements.
- Les reventes de maisons aux États-Unis ont poursuivi leur descente amorcée en février dernier. Les reventes ont baissé de 4,1 % en un mois en octobre pour atteindre 3,79 millions d'unités en rythme annualisé, le niveau le plus faible depuis août 2010. Au cours des 12 derniers mois, les reventes ont chuté de 14,6 %, mais les nouvelles inscriptions ont également reculé de 5,7 %. Par conséquent, les prix ne fléchissent pas, au contraire, ils affichent une hausse de 3,4 % sur 12 mois. L'inventaire restreint de maisons pousse les ménages vers le marché de la construction neuve. Dans la dernière année, les ventes de nouvelles constructions ont affiché un bond de 17,7 % avec un prix moyen des transactions à 409 300 \$ contre 391 800 \$ pour les maisons existantes.
- L'indice des prix à la consommation de la Chine a fléchi de 0,1 % au mois d'octobre, ce qui porte la variation annuelle à -0,2 %, une seconde lecture déflationniste cette année. La baisse annuelle des prix de l'alimentation s'est accélérée, passant de -3,2 % en septembre à -4,0 % le mois suivant. Les prix des biens non alimentaires ont progressé de 0,7 % sur 12 mois, une croissance timide et inchangée par rapport au mois de septembre. Les prix de l'énergie sont aussi en baisse (-0,9 %), mais le recul est moins prononcé qu'en septembre (-1,3 %).

ÉVOLUTION DES TAUX

- Le message des banques centrales s'est adouci dernièrement. Selon certains dirigeants, les taux directeurs en vigueur sont suffisamment restrictifs pour permettre à l'inflation d'atteindre la cible de 2 % dans un avenir rapproché. La Banque centrale européenne a clairement indiqué qu'elle avait terminé son resserrement monétaire, tandis que d'autres banques centrales comme la Banque du Canada et la Réserve fédérale maintiennent encore une porte ouverte à un resserrement additionnel, mais les critères pour intervenir à nouveau sont plus exigeants. La fin des hausses de taux et le ralentissement de l'inflation ont poussé les taux obligataires en baisse en novembre. Aux États-Unis, la performance de l'indice de référence (+4,53 %) est la plus forte depuis mai 1985. Au Canada, il faut retourner en janvier 2015 pour revoir une performance aussi robuste.

NOVEMBRE 2023



La croissance du PIB dans la dernière année s'élève à 0,5 % uniquement. Il s'agit d'un rythme inférieur à la croissance de la population (+3,0 %) au cours de la même période. Une analyse similaire s'applique au marché du travail. L'économie n'est pas assez vigoureuse pour créer des emplois au même rythme que la croissance de la population, ce qui résulte en une hausse du taux de chômage de 5,0 % à 5,8 % cette année. L'immigration permet donc de rééquilibrer le marché de l'emploi et d'alléger les pressions sur les salaires, mais accentue la hausse du prix des logements.

La dynamique du marché immobilier est différente aux États-Unis qu'ici. Une hypothèque se négocie souvent sur un terme de 30 ans et la hausse des taux n'incite pas les propriétaires à vendre leur demeure, car ils devront financer leur nouvelle propriété à un taux plus élevé. Faute d'inventaire, les ménages se tournent donc vers les constructions neuves et sont donc prêts à déboursier un peu plus pour obtenir une propriété qui répond à leurs besoins. Si un secteur sensible au taux d'intérêt comme l'immobilier ne fléchit pas tant, qu'est-ce qui fera plier l'économie prochainement?

Compte tenu des mesures sanitaires encore imposées l'an dernier, le taux annuel d'inflation affichera beaucoup de volatilité prochainement. Toutefois, l'utilisation abusive du crédit pour relancer l'économie dans les dernières années signifie que la politique monétaire chinoise semble maintenant prise dans une trappe de liquidité. Une baisse de taux pour éviter la déflation ne stimule plus autant les emprunts et la croissance qu'auparavant.

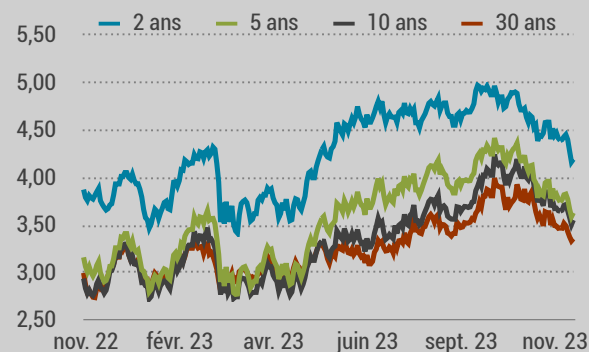
C'est impressionnant d'observer à quel point le marché obligataire s'est ressaisi en un mois alors que les banques centrales ont seulement indiqué qu'elles pourraient cesser le resserrement monétaire. Ni la Banque du Canada, ni la Réserve fédérale n'ont fait allusion à réduire les taux prochainement. Au Canada, l'économie ralentit sous le poids des hausses de taux, mais l'activité demeure robuste aux États-Unis. Les performances mensuelles des marchés obligataires surpassent celles des périodes de crise comme la pandémie et la crise financière. Pour certains investisseurs, la fin des hausses de taux annonce le début des baisses. Le statu quo est rarement un événement considéré dans leurs perspectives.

TAUX DE RENDEMENT OBLIGATAIRE

		Variation mois	Variation 2023		Variation mois	Variation 2023
30 nov. 2023						
Taux directeur	5,00 %	0,00 %	0,75 %	5,50 %	0,00 %	1,00 %
3 mois	5,04 %	-0,00 %	0,78 %	5,39 %	-0,07 %	1,04 %
2 ans	4,19 %	-0,44 %	0,14 %	4,68 %	-0,41 %	0,25 %
5 ans	3,63 %	-0,50 %	0,22 %	4,27 %	-0,59 %	0,26 %
10 ans	3,55 %	-0,51 %	0,25 %	4,33 %	-0,60 %	0,45 %
30 ans	3,36 %	-0,50 %	0,08 %	4,49 %	-0,60 %	0,53 %
ORR 30 ans	1,50 %	-0,51 %	0,30 %			

Source: Bloomberg

ÉVOLUTION DES TAUX CANADIENS



PRIMES DE RISQUE DES OBLIGATIONS DE CRÉDIT

Variations

Émetteurs	Note de crédit DBRS	Écart			5 ans		10 ans		30 ans	
		5 ans	10 ans	30 ans	mois	2023	mois	2023	mois	2023
Banque Royale, dette recapitalisation interne	AA	140	170	200	-20	-25	-20	-30	-20	-30
Banque Royale, dette subordonnée FPUNV	A	200	240	280	-25	-25	-25	-30	-25	-30
Sun Life, dette subordonnée	A	175	215	245	-25	-25	-25	-25	-25	-25
Hydro One	A high	90	120	140	-10	-20	-10	-20	-10	-20
Enbridge Inc	BBB high	145	190	230	-20	-30	-20	-25	-20	-30
Altalink LP	A	90	120	140	-10	-15	-10	-15	-10	-15
GTAA	A high	85	115	135	-10	-20	-10	-20	-10	-20
Bell Canada	BBB high	130	180	210	-20	-30	-20	-15	-15	-15
Rogers Communications	BBBL	150	200	240	-25	-30	-25	-25	-15	-30
Loblaw	BBB high	110	150	180	-20	-40	-20	-35	-15	-30
Canadian Tire	BBB	125	170	210	-15	-45	-15	-40	-10	-45
Province Québec	AA low	37	69	88	-8	-9	-6	-3	-7	-6
Province Ontario	AA low	39	71	90	-8	-9	-6	-3	-6	-5
SCHL	AAA	25	42	---	-8	-11	-10	-4		

Source: Financière Banque Nationale

MARCHÉ DU CRÉDIT

- La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 10,5 milliards \$ au mois de novembre, en hausse de 8 milliards \$ par rapport au mois précédent, mais 2,8 milliards \$ de moins qu'en novembre 2022. Depuis le début de l'année, la somme des financements obligataires totalise 87,6 milliards \$, soit 18 % de moins qu'à la même période l'an dernier. Il s'agit d'un contraste avec le mois précédent autant au chapitre de la somme financée que du nombre d'émetteurs différents. En effet, il y a eu 17 sociétés différentes pour 22 émissions et aucune provenant des 6 grandes banques canadiennes. Celles-ci étaient en période d'interdiction d'emprunter à l'aube de la divulgation des résultats financiers annuels.
- Les six grandes banques canadiennes ont rapporté de bénéfiques trimestriels totalisant 12,3 milliards \$, soit une baisse de 6,8 milliards \$ par rapport à la même période l'an dernier. Pour l'ensemble de l'exercice financier 2023, la somme des bénéfiques totalise 45,7 milliards, soit une chute de 31 % par rapport à 2022. Ce recul de la profitabilité survient alors que les revenus des banques ont tout de même augmenté de 4,6 % durant l'année. Les banques canadiennes ont subi des hausses importantes des coûts d'opération, notamment au niveau des salaires. Elles ont aussi été obligées de se conformer à des besoins en capitaux plus restrictifs de la part du Bureau du surintendant des institutions financières et des provisions plus élevées pour les prêts potentiellement en souffrance. La hausse des dépenses a forcé certaines institutions à effectuer des mises à pied dans les derniers mois.
- La province de Québec a effectué une mise à jour économique pour tenir en compte d'une conjoncture plus difficile dans l'avenir. Pour l'exercice en cours (2023-24), le ministre de Finances s'attend à une baisse des revenus d'imposition qui seront plus que compensés par une majoration des transferts fédéraux par l'entremise de la péréquation. Les dépenses seront augmentées de 2,4 milliards \$ incluant la nouvelle proposition salariale aux syndiqués de la fonction publique. En dépit des dépenses plus élevées et d'un ralentissement économique plus sévère en 2024, le manque à gagner pour l'exercice 2023-24 demeurera inchangé à 1,8 milliard \$ et le retour à l'équilibre budgétaire est encore attendu en 2025-26 (en excluant le versement au Fonds des générations). Pour y parvenir, le gouvernement Legault puisera dans ses provisions pour éventualités.

PERFORMANCE INDICE FTSE CANADA

Secteurs	Poids	nov.-23	2023
Univers	100 %	4,29 %	3,15 %
Court terme	42,4 %	1,77 %	3,46 %
Moyen terme	28,5 %	4,05 %	2,38 %
Long terme	29,1 %	8,54 %	3,22 %
Fédéral	39,1 %	3,37 %	2,11 %
Provincial	33,6 %	5,71 %	2,96 %
Sociétés	25,4 %	3,81 %	4,94 %
ORR		6,84 %	-1,62 %

Source: ftse.com

Il fallait s'y attendre, la hausse du taux directeur a perturbé l'activité des banques canadiennes. Elles génèrent encore des revenus élevés, mais les prêts consentis deviennent plus risqués et l'inflation salariale gruge les bénéfiques. Bien que la profitabilité soit réduite, le système financier canadien demeure financièrement solide avec des ratios de capitalisation élevés.

Le gouvernement profite de cette mise à jour pour attribuer des sommes aux enjeux qui les préoccupent dernièrement. Le logement social bénéficiera d'une enveloppe de 1,8 milliard \$ sur 5 ans pour construire 8 000 nouveaux logements abordables. Il s'agit d'une belle initiative, mais pour y parvenir, il faut trouver des travailleurs dans ce domaine déjà en pénurie de main-d'oeuvre.

POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE

À la fin du troisième trimestre, les investisseurs avaient adopté une nouvelle perspective au sujet de la direction des taux, épousant la notion que les banques centrales devront conserver leur taux directeur élevé pour une période prolongée si elles veulent définitivement endiguer les pressions inflationnistes. Le pessimisme qui faisait rage sur le marché obligataire à la fin du mois de septembre s'est rapidement dissipé malgré une croissance économique robuste aux États-Unis durant l'été (+5,2 %). Les investisseurs s'attendent maintenant à ce que le resserrement monétaire soit chose du passé puisque l'inflation décélère des deux côtés de la frontière et que le marché du travail américain démontre des signes de ralentissement. Il y a toutefois une étape importante entre la fin des hausses de taux et l'amorce d'un allègement monétaire. Cette étape est maintenant balayée du revers de la main. La baisse musclée des taux obligataires au mois de novembre présuppose un assouplissement de la politique monétaire prochainement sans égard aux risques que l'inflation pourrait rester persistante ou se raviver si l'activité économique ne décélère pas suffisamment. Les marchés boursiers ont aussi bondi en novembre et n'adhèrent pas au scénario d'une récession prochainement. Avant d'évoquer une baisse de taux, la Réserve fédérale voudra observer un ralentissement des hausses salariales qui progressent encore à un rythme deux fois plus élevé que l'inflation. La situation est plus précaire au Canada où la politique monétaire a plus de mordant et freine la croissance économique.