

MENSUEL OBLIGATAIRE

AlphaFixe
Capital

ÉVÉNEMENTS ÉCONOMIQUES

- Après un gain annualisé de 3,1 % au premier trimestre, l'économie canadienne a crû de 3,3 % au second. Soutenus par un marché de l'emploi robuste et un coffre garni d'épargne, les ménages ont augmenté leurs dépenses de 9,5 % en rythme annualisé, propulsé par des dépenses pour les voyages, la restauration et les vêtements. Les investissements des entreprises ont également contribué, en hausse de 13,9 %, mais n'ont pu contrebalancer la chute (-27,8%) des investissements en bâtiments résidentiels. L'accumulation des stocks des entreprises a le plus contribué à la croissance au second trimestre, ajoutant 5,9 % au PIB. Le ratio des stocks aux ventes est dorénavant similaire à celui d'avant la pandémie, permettant d'envisager un répit dans les pénuries de certains biens. En termes nominaux, le PIB affiche une croissance de 17,9 % en raison d'une hausse de 14 % de l'indice des prix du PIB, la plus élevée depuis 1974.
- L'économie américaine a ajouté 315 000 travailleurs au mois d'août, portant la somme des nouveaux emplois créés en 2022 à plus de 3,5 millions. Toutefois, le taux de chômage est passé de 3,5 % en juillet à 3,7 % le mois dernier. Cette hausse s'explique par une augmentation de la population active. Certains travailleurs retournent sur le marché du travail et sont à la recherche d'un emploi. En fait, le nombre de personnes figurant dans la population active (164,7 millions), soit ceux au travail, au chômage ou à la recherche d'un emploi a finalement dépassé le niveau d'avant la pandémie (164,6 millions). Néanmoins, le taux de participation (le nombre de personnes dans la population active en proportion de la population en âge de travailler) demeure inférieur (62,4 %) à celui de février 2020 (63,4 %).
- L'inflation en Europe a crû de 0,5 % au mois d'août et de 9,1 % dans la dernière année, un nouveau sommet. Certes, l'explosion des prix de l'énergie (38,3 % sur un an) a fortement contribué, mais l'inflation est de plus en plus répandue. Les prix ont également augmenté plus rapidement pour l'alimentation (10,6 %), les services (3,8 %) et les biens industriels non énergétiques (5 %). En excluant l'énergie, l'alimentation, l'alcool et le tabac, l'inflation de référence est passée de 4,0 % à 4,3 %, plus du double de la cible de la Banque centrale européenne (BCE).

ÉVOLUTION DES TAUX

- Lors de son allocution au symposium annuel de Jackson Hole, Jerome Powell a indiqué que la lutte à l'inflation se fera au coût d'une croissance plus lente, un marché du travail qui s'affaiblit, causant une certaine souffrance aux ménages et aux entreprises. Pour rétablir la stabilité des prix, une politique monétaire restrictive pendant un certain temps sera nécessaire. Jerome Powell n'a pas été le seul à prendre une position plus sévère à l'égard de l'inflation. Isabel Schnabel, membre du conseil d'administration de la Banque centrale européenne, a déclaré que « même si nous entrons en récession, nous n'avons guère d'autre choix que de poursuivre la voie de la normalisation », car « si les anticipations d'inflation s'enracinaient, l'effet sur l'économie serait encore pire. »

AOÛT 2022



Avec une aussi forte croissance nominale, pas surprenant que le fédéral ait enregistré un surplus budgétaire de 10,2 G\$ entre avril et juin. Les recettes fiscales des provinces seront aussi bonifiées par l'inflation et la hausse des salaires. Malheureusement, ces coffres gamis inciteront les gouvernements à distribuer des chèques aux contribuables pour les aider à faire face à l'inflation, nourrissant à nouveau la hausse des prix. La levée des mesures sanitaires a libéré une demande en suspens qui ne devrait pas se répéter, la croissance pourrait être plus lente au second semestre.

Si, par miracle, le taux de participation revenait à son niveau d'avant la pandémie, l'économie américaine pourrait disposer de 2,6 millions de travailleurs supplémentaires. Si l'on ajoute ces travailleurs aux 6 millions de chômeurs, il manque encore 2,6 millions d'employés pour pourvoir tous les postes vacants dans l'économie (11,2 millions). Par conséquent, la pénurie de travailleurs ne semble pas se corriger de sitôt et les pressions sur les salaires devraient poursuivre. Dans la dernière année, le salaire horaire moyen est en hausse de 5,2 %, toujours sous le niveau de l'inflation.

L'inflation est plus élevée qu'au Canada et aux États-Unis alors que le taux directeur n'est qu'à 0,75 %, ils ont donc un retard important à rattraper s'ils veulent contenir la hausse des prix. En revanche, le risque de stagflation est élevé, ce qui limite le niveau auquel le taux peut être relevé sans provoquer de sérieux troubles économiques.

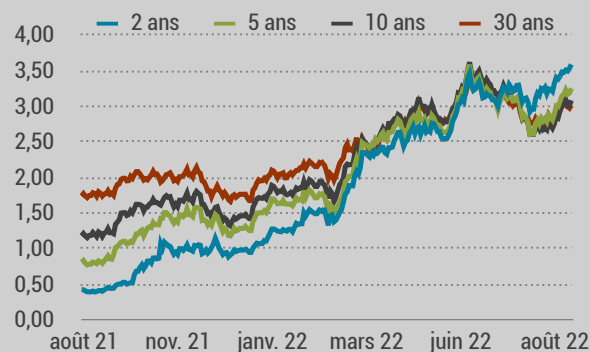
Ainsi, le président de la Réserve fédérale a rejeté du revers de la main les anticipations d'une baisse du taux directeur au second semestre l'an prochain pour stimuler une économie en récession. Les banques centrales ont donc durci le ton en indiquant que le spectre d'une récession ne les ferait pas dévier de leur objectif de contrôler l'inflation. Toutefois, la Fed n'est pas reconnue dernièrement pour l'exactitude de ses prévisions. Lors de ce symposium l'an dernier, Jerome Powell avait défendu la thèse d'une inflation transitoire. L'histoire lui a prouvé le contraire.

TAUX DE RENDEMENT OBLIGATAIRE

		Variation mois	Variation 2022		Variation mois	Variation 2022
31 août 2022						
Taux directeur	2,50 %	0,00 %	2,25 %	2,50 %	0,00 %	2,25 %
3 mois	3,25 %	0,58 %	3,07 %	2,90 %	0,58 %	2,87 %
2 ans	3,65 %	0,69 %	2,70 %	3,49 %	0,61 %	2,76 %
5 ans	3,29 %	0,67 %	2,03 %	3,35 %	0,67 %	2,09 %
10 ans	3,12 %	0,51 %	1,69 %	3,19 %	0,54 %	1,68 %
30 ans	3,03 %	0,26 %	1,35 %	3,29 %	0,28 %	1,39 %
ORR 30 ans	1,26 %	0,31 %	1,38 %			

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	2022	mois	2022	mois	2022
Banque Royale, dette recapitalisation interne	AA	160	195	225	0	75	0	80	5	70
Banque Royale, dette subordonnée FPUNV	A	215	260	295	0	105	-5	110	-10	95
Sun Life, dette subordonnée	A	190	235	275	5	90	5	95	5	85
Hydro One	A high	100	130	155	0	35	-5	30	-5	20
Enbridge Inc	BBB high	170	210	265	0	60	-5	55	-5	35
Altalink LP	A	95	125	150	0	30	-5	25	-5	15
GTAA	A high	100	125	150	0	30	-10	25	-10	20
Bell Canada	BBB high	160	195	235	5	60	0	50	0	30
Rogers Communications	BBB high	175	215	275	5	45	0	40	0	40
Loblaw	BBB high	155	190	225	5	65	0	55	5	35
Canadian Tire	BBB	165	205	255	5	70	0	60	-15	25
Province Québec	AA low	48	74	93	2	15	2	18	-1	19
Province Ontario	AA low	50	77	96	1	13	0	16	0	18
SCHL	AAA	35	47	---	0	4	3	6		

Source: Financière Banque Nationale

MARCHÉ DU CRÉDIT

- La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 6,2 milliards \$ au mois d'août, en hausse de 1,3 milliard \$ par rapport au mois précédent et 2,4 milliards \$ de plus qu'en août 2021. Depuis le début de l'année, les financements obligataires ont totalisé 76,8 milliards \$, soit 1,2 % de moins qu'à pareille date l'an dernier. Parmi les émetteurs au cours du mois, notons une nouvelle émission de billet avec remboursement de capital à recours limité de la Banque Nationale, noté BB. Cette note sous la qualité d'investissement contraste avec celles des autres banques pour la même structure de dette en raison d'un échelon inférieur pour la note de crédit de l'institution par rapport aux 5 autres banques canadiennes.
- Les six grandes banques canadiennes ont présenté leurs résultats financiers du troisième trimestre. Elles ont déclaré des bénéfices totalisant 13,2 milliards \$ collectivement, en baisse de 13 % par rapport à la même période l'an dernier. Les prêts hypothécaires des six banques ont augmenté de près de 10 % au cours du trimestre par rapport à l'année précédente, tandis que les prêts commerciaux ont bondi de 16 %, selon les états financiers. Néanmoins, les revenus sont dorénavant affaiblis par une baisse des frais bancaires d'investissement et des revenus provenant des actifs sous gestion en provenance de la division de gestion de patrimoine. Devant l'incertitude économique qui se dessine, les banques ont relevé les provisions pour pertes alors que les hausses de taux d'intérêt et de l'inflation compressent les budgets des ménages et des entreprises.
- La province de l'Alberta a revu ses prévisions budgétaires pour l'exercice financier 2022-23. Le ministre des Finances mise dorénavant sur un surplus de 13,1 milliards \$ (2,9 % du PIB), une majoration importante par rapport aux prévisions annoncées en février (511 millions \$). Cette révision provient essentiellement d'une hausse de 13,3 milliards \$ en revenus supplémentaires, surtout ceux en provenance des redevances pétrolières. Rappelons que lors du dépôt du budget en février, la province misait sur un baril de pétrole WTI à 70 \$ US. La prévision pétrolière est dorénavant de 92,50 \$ US. Les revenus d'imposition ont aussi augmenté, mais les revenus de placements ont agi de contrepois. Les dépenses ont aussi été rehaussées, mais seulement de 635 millions \$. Par conséquent, les besoins de financement de la province se sont évaporés alors qu'ils étaient de 2,2 milliards \$ en début d'année.

PERFORMANCE INDICE FTSE CANADA

Secteurs	Poids	août-22	2022
Univers	100 %	-2,74 %	-11,31 %
Court terme	43,3 %	-1,44 %	-4,62 %
Moyen terme	26,1 %	-3,45 %	-10,44 %
Long terme	30,6 %	-3,94 %	-19,77 %
Fédéral	37,1 %	-2,62 %	-9,07 %
Provincial	34,7 %	-3,44 %	-14,30 %
Sociétés	26,1 %	-1,95 %	-9,88 %
ORR		-4,31 %	-14,56 %

Source: ftse.com

Les récentes hausses de taux ralentissent l'activité immobilière, mais il ne devrait pas y avoir d'inquiétude sur la viabilité des banques canadiennes. Leur ratio de capitalisation est élevé et les hausses de taux directeurs ne touchent que ceux qui renégocient leur prêt à taux fixe ou ceux qui possèdent une hypothèque à taux et paiement variables, soit l'équivalent de près de 10 % des emprunteurs hypothécaires.

Nous avons mentionné en février dernier que les prévisions de la province à l'égard du pétrole étaient conservatrices et qu'il y avait place à une amélioration au niveau du surplus. Aujourd'hui, on pourrait mentionner le contraire. En tablant sur un pétrole à 92,50 \$, il y a peu de marge de manoeuvre pour atteindre l'objectif annoncé, surtout dans un environnement géopolitique volatil et l'incertitude économique.

POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE

Aux prises avec des taux d'inflation très élevés, les gouvernements cherchent à rejeter le blâme sur les banques centrales. Le gouvernement australien a déjà annoncé un examen de la conduite de la politique monétaire et la nouvelle première ministre du Royaume-Uni, Liz Truss, a aussi fait une telle promesse lors de sa course à la chefferie du parti conservateur. Certes, les banques centrales ont trop attendu avant de normaliser les taux directeurs, mais les largesses des dépenses gouvernementales durant la pandémie ont aussi contribué à la flambée des prix. Néanmoins, les autorités monétaires semblent toujours utiliser des modèles de projections d'inflation développés lors des dernières décennies sans trop se questionner sur leur pertinence dans le monde d'aujourd'hui. Les banques espèrent que l'inflation retournera à la cible de 2 % aussi rapidement que l'ascension des deux dernières années. Toutefois, leur politique monétaire n'agit que sur la demande dans l'économie, elle ne peut pas corriger les perturbations des chaînes mondiales, rajeunir la population qui contribue aux pénuries de main-d'oeuvre, renverser le réchauffement climatique ou même rétablir les liens commerciaux brisés par les différentes tensions géopolitiques. L'inflation cyclique pourrait fléchir au fur et à mesure que les taux directeurs seront relevés, mais de nouvelles forces structurelles pourraient maintenir une structure de prix élevée. Ces facteurs doivent maintenant être pris au sérieux.