

ÉVÉNEMENTS ÉCONOMIQUES

- L'économie canadienne a amorcé l'année en force. Le PIB a enregistré une croissance mensuelle de 0,5 % au mois de janvier et devrait continuer de croître de 0,3 % le mois suivant selon une estimation préliminaire effectuée par Statistique Canada. La croissance en janvier est généralisée alors que 17 industries sur 20 présentent une croissance de la production. Les industries productrices de biens ont crû de 0,4 %, notamment dans l'industrie de la construction (+0,7 %) et de la fabrication (+0,5 %). La rénovation domiciliaire et la fabrication de véhicules ont contribué à la croissance en janvier. Les industries des services ont aussi crû en janvier, en hausse de 0,6 % sur un mois. Des gains notables ont été enregistrés dans le commerce de détail (+1,0 %), les arts et spectacles (+2,1 %) et la restauration et l'hôtellerie (+4,0 %).
- La faillite de la banque américaine Silicon Valley Bank (SVB) a créé une commotion sur les marchés financiers en mars. Celle-ci a été prise d'assaut par une accélération des retraits après avoir subi une perte de 1,8 milliard \$ sur la vente de 21 milliards \$ de son portefeuille obligataire. Pour éviter un mouvement de panique dans le système bancaire, le gouvernement a annoncé qu'il garantissait tous les dépôts de cette banque et non seulement ceux dont les montants sont inférieurs à 250 000\$. De plus, la Réserve fédérale a offert aux banques régionales du financement en utilisant comme garantie des obligations qu'ils détiennent en portefeuille. Le prêt se fera à la valeur nominale de l'obligation (100 \$), au lieu de la valeur marchande qui est souvent à escompte.
- Comme prévu, l'inflation décélère rapidement en Europe. Selon une lecture préliminaire, l'indice des prix a progressé de 0,9 % au mois de mars et de 6,9 % dans la dernière année. Il s'agit d'une forte décélération par rapport à février (8,5 %). Ce rythme plus faible est attribuable aux prix de l'énergie qui ont maintenant reculé de 0,9 % dans les 12 derniers mois contre une hausse de 13,7 % en février. En excluant l'énergie et l'alimentation, l'inflation de référence atteint dorénavant un nouveau sommet à 5,7 %.

ÉVOLUTION DES TAUX

- En dépit des événements qui ont secoué les marchés financiers au cours du mois, la Réserve fédérale a poursuivi sa lutte à l'inflation en relevant son taux directeur de 0,25 % pour le fixer à 5,0 %. Elle n'a pas été la seule à poursuivre son resserrement monétaire. La Banque centrale européenne, la Banque d'Angleterre et la Banque Nationale Suisse ont toutes relevé leur taux directeur pour les mêmes raisons inflationnistes. Elles ont également chacune réitéré leur confiance envers leur système bancaire respectif en indiquant qu'il est résilient et bien capitalisé pour traverser les turbulences. Les perspectives ont toutefois été atténuées. L'engagement de continuer à relever les taux pour lutter contre l'inflation est dorénavant moins ferme. Les banques centrales désirent évaluer les effets économiques des conditions économiques plus strictes avant de poursuivre le resserrement.

MARS 2023

En fait, plusieurs industries liées aux dépenses discrétionnaires des ménages ont bien fait en janvier. Pensons aux restaurants, aux spectacles et aux commerces de détail. En posant l'hypothèse que l'économie progressera de 0,3 % en février pour ensuite faire du surplace au mois de mars, le PIB enregistrerait une croissance annualisée de 2,9 % au premier trimestre, loin devant la prévision de la Banque du Canada (+0,5 %). Pour atteindre ce pronostic de la Banque, l'économie devra se contracter de 1,8 % au mois de mars, ce qui est improbable.

La première réaction des investisseurs est de tracer un parallèle avec la crise financière de 2008 lorsque le bilan des banques a amené le système financier au bord du précipice. Cependant, cette comparaison est inappropriée. On ne parle pas encore de problème de qualité des actifs, mais plutôt d'une mauvaise gestion d'une banque qui n'a pas bien apparié son passif (les dépôts) avec ses actifs (des obligations gouvernementales).

L'inflation de référence est étroitement suivie par la Banque centrale européenne (BCE) comme baromètre pour sa politique monétaire. La stabilité financière est encore une préoccupation pour les dirigeants, mais l'inflation s'accélère et n'est pas encore combattue. Si la situation bancaire se stabilise, la BCE poursuivra son resserrement monétaire, mais à un rythme plus modéré.

Les inquiétudes concernant le système bancaire sont davantage liés à la liquidité des banques qu'une crainte sur leur solvabilité. Or, dans le but d'apaiser ces inquiétudes, les banques centrales se sont concertées au cours du mois pour annoncer des mesures coordonnées de liquidité. Ceci n'écarte pas pour autant les conséquences économiques découlant de cette crise. Si les banques régionales doivent resserrer les conditions de crédit, la croissance économique serait limitée, ce qui nuirait au marché du travail. Il est encore trop tôt pour évaluer les conséquences économiques, mais pour le moment, les derniers sondages démontrent que la confiance des consommateurs s'améliore.

TAUX DE RENDEMENT OBLIGATAIRE

		Variation mois	Variation 2023		Variation mois	Variation 2023
31 mars 2023						
Taux directeur	4,50 %	0,00 %	0,25 %	5,00 %	0,25 %	0,50 %
3 mois	4,40 %	-0,12 %	0,14 %	4,69 %	-0,08 %	0,35 %
2 ans	3,74 %	-0,47 %	-0,32 %	4,03 %	-0,79 %	-0,40 %
5 ans	3,02 %	-0,50 %	-0,39 %	3,57 %	-0,61 %	-0,43 %
10 ans	2,90 %	-0,43 %	-0,40 %	3,47 %	-0,45 %	-0,41 %
30 ans	3,00 %	-0,20 %	-0,28 %	3,65 %	-0,27 %	-0,31 %
ORR 30 ans	1,26 %	0,01 %	0,07 %			

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	165	200	230	25	0	25	0	25	0
Banque Royale, dette subordonnée FPUNV	A	240	285	325	50	15	50	15	50	15
Sun Life, dette subordonnée	A	210	250	275	35	10	35	10	30	5
Hydro One	A high	110	140	165	10	0	10	0	10	5
Enbridge Inc	BBB high	175	220	265	15	0	15	5	15	5
Altalink LP	A	110	140	165	10	5	10	5	10	10
GTAA	A high	105	130	155	10	0	10	-5	10	0
Bell Canada	BBB high	155	200	230	15	-5	15	5	10	5
Rogers Communications	BBB	180	225	270	15	0	5	0	10	0
Loblaw	BBB high	150	190	210	20	0	20	5	15	0
Canadian Tire	BBB	170	215	255	20	0	20	5	15	0
Province Québec	AA low	44	74	97	9	-2	9	2	8	3
Province Ontario	AA low	45	74	97	8	-3	7	0	7	2
SCHL	AAA	32	42	---	7	-4	2	-4		

Source: Financière Banque Nationale

MARCHÉ DU CRÉDIT

- La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 7,4 milliards \$ au mois de mars, en hausse de 2,1 milliards \$ par rapport au mois précédent, mais 21,3 milliards de moins qu'en mars 2022. Depuis le début de l'année, la somme des financements obligataires totalise 22,5 milliards \$, soit 49 % de moins qu'à la même période l'an dernier. Rappelons qu'au premier trimestre l'an dernier, les nouvelles émissions avaient enregistré un record de 44,2 milliards \$. Toutefois, l'activité a été plus importante ce trimestre-ci en matière d'obligations vertes avec 7 émissions pour un total de 2,6 milliards \$. Malgré le record absolu l'an dernier, il n'y avait eu que 2 émissions d'obligations vertes dans les 3 premiers mois pour une somme totale de 600 millions \$.
- Les autorités suisses ont orchestré la fusion des banques UBS et Credit Suisse après que les investisseurs et déposants aient récemment perdu confiance en cette dernière. La transaction est évaluée à 3,25 milliards US en actions et a forcé la radiation complète de la valeur des obligations de capital additionnel Tier1 (AT1). Pour les investisseurs de ces obligations, il s'agit d'une perte évaluée à 17 milliards \$ US tandis que les actionnaires, qui sont de rang inférieur aux créanciers, récoltent une portion de cette transaction. Cette décision a suscité la surprise des créanciers de Credit Suisse. Ces obligations étaient munies de déclencheurs contractuels qui permettaient au régulateur de radier complètement la valeur des obligations si le ratio de capital-actions de Tier1 de la banque tombait en dessous de 7 %. La radiation était aussi possible si la banque est considérée comme étant non viable par le régulateur ou si le gouvernement apporte un soutien financier à la banque. L'organisme réglementaire a statué qu'à la suite du soutien gouvernemental extraordinaire dans cette fusion, ces titres pouvaient être radiés.
- Le mois de mars est la période des budgets provinciaux. Au Québec, le gouvernement Legault a présenté un budget 2023-24 qui mise sur une croissance de 1,8 % des revenus malgré une réduction du taux d'imposition de 1 % pour chacun des deux premiers paliers d'imposition. Les dépenses seront relevées de 0,7 %, ce qui porte le déficit pour l'exercice financier 2023-24 à 4 milliards \$ si l'on inclut le versement au fond des générations (2,4 milliards \$). L'équilibre budgétaire devrait être atteint lors de l'exercice financier 2027-28. Bonne nouvelle, le gouvernement s'est fixé un objectif de réduire le ratio d'endettement de la province à 30 % du PIB, soit près de la moyenne des autres provinces.

PERFORMANCE INDICE FTSE CANADA

Secteurs	Poids	mars-23	2023
Univers	100 %	2,16 %	3,22 %
Court terme	43,3 %	1,22 %	1,82 %
Moyen terme	27,1 %	3,16 %	3,85 %
Long terme	29,6 %	2,61 %	4,72 %
Fédéral	38,0 %	2,47 %	2,95 %
Provincial	34,4 %	2,42 %	3,79 %
Sociétés	25,5 %	1,33 %	2,79 %
ORR		0,69 %	-0,23 %

Source: ftse.com

Cette situation ne pourrait pas s'appliquer sous le cadre réglementaire canadien. Les dettes de remboursement de capital des banques canadiennes ne forcent pas une radiation. Le cadre canadien prévoit plutôt un mécanisme de conversion du montant investi en actions ordinaires selon des multiples préétablis. Les créanciers se retrouveraient donc actionnaires au lieu de perdre complètement leur investissement.

En période d'incertitude économique et d'inflation toujours présente, on peut contester la décision politique de réduire les impôts. En guise de comparaison, l'Ontario table sur un déficit de 1,3 milliard \$ incluant un montant de 1 milliard \$ en réserve pour des imprévus. Tout compte fait, l'Ontario a atteint l'équilibre budgétaire pour l'exercice en cours.

POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE

C'est incroyable ce qu'une semaine peut nous apporter dans les marchés financiers ces jours-ci. Le 7 mars dernier, le président de la Réserve fédérale mentionnait que si les statistiques économiques demeurent robustes, la Fed devrait relever sa prévision du taux directeur pour l'année en cours en accélérant les hausses à venir. Trois jours plus tard, la banque SVB a été saisie et tous les scénarios ont été mis à la poubelle. Après avoir stabilisé la situation à l'aide de programmes spéciaux de liquidité supplémentaire pour les banques américaines, la Réserve a tout de même rehaussé son taux directeur de 0,25 % le 22 mars dernier assujettissant de conditions pour poursuivre le resserrement monétaire dans l'avenir. Il est difficile et encore trop tôt pour évaluer les conséquences de cette crise bancaire sur l'évolution de l'économie. Les membres de la Fed s'attendent à une autre hausse de taux cette année et un à ralentissement de la croissance en raison des conditions de crédit plus serrées. Le marché du travail devrait aussi écopier avec une hausse de 1 % du taux de chômage, soit l'équivalent d'une perte de 1,6 million d'emplois. Malgré ce recul de l'emploi, la Fed ne prévoit pas réduire le loyer de l'argent avant 2024. Ce scénario n'est pas partagé par les investisseurs qui misent dorénavant sur une baisse de près de 1 % du taux directeur au deuxième semestre. Certes, les banques pourraient resserrer les conditions de crédit, mais la baisse des taux obligataires ce mois-ci pourrait soutenir la croissance. La direction des marchés financiers est donc dans les mains des banques régionales.