

MENSUEL OBLIGATAIRE

ÉVÉNEMENTS ÉCONOMIQUES

- Le PIB canadien a affiché une croissance trimestrielle annualisée de 2,6 % au cours de l'été, permettant au pays d'éviter la récession après un deuxième trimestre difficile (-1,8 %). A première vue, ce résultat est encourageant, mais les détails démontrent un autre portrait. Les dépenses de consommation des ménages se sont repliées durant l'été, en baisse de 0,4 % tandis que les entreprises ont réduit leurs investissements (-4,5 %), tant en machinerie qu'en immobilisations. En revanche, l'immobilier résidentiel a contribué à la croissance au troisième trimestre (+6,7 %), notamment en raison d'un regain d'activité dans la revente de propriétés. Les gouvernements ont aussi augmenté leurs dépenses (+0,3 %). Une part importante de la hausse du PIB provient du commerce international en raison d'une forte baisse des importations (-8,6 %). A lui seul, le commerce international explique 3,1 % de la croissance du PIB durant l'été.
- Il aura fallu 48 jours d'attente, mais les statistiques sur l'état du marché du travail pour le mois de septembre sont finalement publiées. L'économie a ajouté 119 000 travailleurs en septembre, surpassant les prévisions des économistes. Toutefois, des révisions ont été apportées aux données des deux mois précédents, retranchant un total de 33 000 emplois. Le gouvernement a augmenté sa masse salariale de 22 000 employés en septembre, tandis que le secteur privé a embauché 97 000 travailleurs supplémentaires. La majeure partie de ces gains provient du secteur de la santé et des services sociaux (+57 100) ainsi que des loisirs et de l'hospitalité (+47 000). L'industrie de la construction (+19 000) et le commerce de détail (+13 900) ont aussi contribué à la croissance de l'emploi.
- La croissance des prix à la consommation en Chine est de retour en territoire positif en octobre, après deux mois consécutifs de déflation. L'indice a affiché une hausse mensuelle de 0,2 %, portant le taux annuel d'inflation à 0,2 %, son rythme le plus élevé depuis janvier 2025. Cette reprise s'explique par les récentes mesures visant à freiner la concurrence excessive et par une demande intérieure accrue en raison de la fête de la mi-automne. Du côté des prix à la production, la déflation persiste (-2,1 % sur un an), mais il s'agit de la plus faible baisse depuis août 2024.

ÉVOLUTION DES TAUX

- Il ne reste qu'une rencontre de politique monétaire cette année pour l'ensemble des grandes banques centrales. Pour certaines, comme la Banque du Canada et la Banque centrale européenne, c'est le calme plat. Ces deux banques ont clairement indiqué que leur politique monétaire est dorénavant appropriée et qu'il faudrait une forte déviation de la conjoncture par rapport à leurs prévisions pour effectuer un changement de taux. Pour la Réserve fédérale, la décision risque d'être partagée. Certains se sont prononcés en faveur du statu quo alors que d'autres membres ont clairement indiqué leur préférence pour un assouplissement supplémentaire. Le ralentissement de l'emploi dernièrement leur procure des éléments de preuves pour réduire le taux directeur. Au Japon, c'est l'inverse. Les possibilités d'une hausse de taux s'accentuent en raison de la persistance de l'inflation et du nouveau plan budgétaire expansionniste (137 milliards \$ US).

TAUX DE RENDEMENT OBLIGATAIRE

		Variation mois	Variation 2025		Variation mois	Variation 2025
30 nov. 2025						
Taux directeur	2,25 %	0,00 %	-1,00 %	4,00 %	0,00 %	-0,50 %
3 mois	2,19 %	-0,06 %	-0,96 %	3,80 %	-0,00 %	-0,52 %
2 ans	2,42 %	0,01 %	-0,51 %	3,49 %	-0,08 %	-0,75 %
5 ans	2,73 %	0,03 %	-0,24 %	3,60 %	-0,09 %	-0,79 %
10 ans	3,15 %	0,03 %	-0,08 %	4,01 %	-0,07 %	-0,56 %
30 ans	3,60 %	0,02 %	0,26 %	4,66 %	0,01 %	-0,12 %
ORR 30 ans	1,59 %	-0,01 %	0,14 %			

Source: Bloomberg

NOVEMBRE 2025

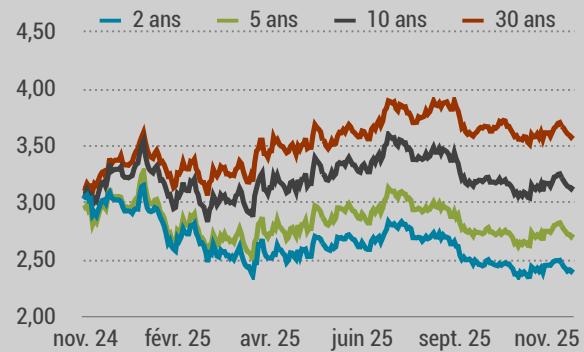
En excluant le commerce international et les variations des stocks, la demande intérieure finale a fait du surplace, témoignant ainsi d'une conjoncture plus difficile pour les Canadiens. Il est tout de même encourageant de constater que les ménages ont suffisamment confiance en l'avenir pour se procurer une nouvelle propriété. Statistique Canada a aussi revu les chiffres du PIB pour les années 2022 à 2024, permettant d'ajouter un total combiné de 1,4 % à la croissance du PIB. L'écart de production à son rythme potentiel est donc réduit, ce qui devrait rassurer la Banque du Canada que sa politique monétaire est bien calibrée.

Il s'agit du dernier rapport du gouvernement sur l'emploi avant la décision de la Fed du 10 décembre. Le BLS publiera les statistiques combinées d'octobre et de novembre le 16 décembre. Pour appuyer leur décision, les membres de la Fed pourront analyser les chiffres d'emploi du secteur privé produit par ADP. Le dernier rapport fait état d'une perte de 32 000 postes en novembre, soit la 4e baisse mensuelle dans le dernier semestre. Ce recul est concentré au sein des petites entreprises puisqu'elles disposent de moins d'options d'approvisionnement et d'un pouvoir d'achat plus limité auprès des fournisseurs.

Ces données montrent que l'économie chinoise souffre encore d'une surcapacité de production par rapport à la demande, même si la situation s'améliore graduellement. Dans son plus récent plan quinquennal, le gouvernement s'est fixé pour objectif d'accroître la part de la consommation des ménages dans le PIB, notamment en renforçant le filet social et les moyens de subsistance.

La combinaison d'une baisse du taux directeur aux États-Unis et d'un resserrement monétaire au Japon ravive les craintes d'un renversement des transactions de portage entre les deux pays. Ces stratégies consistaient à emprunter au Japon à faible coût pour investir dans le marché obligataire américain, où les rendements à échéance étaient plus attrayants. Un dénouement de ces positions pourrait exercer une pression à la hausse sur les taux de long terme, les investisseurs réduisant alors leurs placements aux Etats-Unis pour rapatrier leurs capitaux vers le Japon. L'effet stimulant de l'assouplissement monétaire américain serait ainsi affaibli si ces transactions venaient à se renverser.

ÉVOLUTION DES TAUX CANADIENS



PRIMES DE RISQUE DES OBLIGATIONS DE CRÉDIT

Émetteurs	Note de crédit DBRS	Écart			5 ans		10 ans		30 ans	
		5 ans	10 ans	30 ans	mois	2025	mois	2025	mois	2025
Banque Royale, dette recapitalisation interne	AA	70	95	120	0	-10	0	-10	-5	-20
Banque Royale, dette subordonnée FPUNV	A	110	140	170	0	-15	0	-20	-5	-35
Sun Life, dette subordonnée	A	95	125	155	5	0	5	-10	0	-20
Hydro One	A high	60	85	110	5	0	0	-5	5	-10
Enbridge Inc	A low	90	125	150	0	0	5	0	5	-25
Altalink LP	A	60	85	110	5	0	0	-5	5	-10
GTAA	A high	55	80	105	5	0	0	-5	5	-10
Bell Canada	BBB	95	125	155	5	-5	5	-20	5	-35
Rogers Communications	BBBL	100	130	160	10	-5	10	-20	10	-30
Loblaw	BBB high	75	105	135	5	0	5	-10	5	-25
Canadian Tire	BBB	95	125	160	5	-10	5	-20	5	-35
Province Québec	AA low	18	52	77	2	-6	-2	-13	-2	-13
Province Ontario	AA low	18	50	74	0	-6	-2	-12	-2	-12
SCHL	AAA	9	24	-	-2	-4	-2	-12		

Source: Financière Banque Nationale

MARCHÉ DU CRÉDIT

- La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 12 milliards \$ en novembre, en hausse de 1,4 milliard \$ par rapport au mois précédent et de 8,8 milliards \$ par rapport à novembre 2024. Depuis le début de l'année, le financement obligataire totalise 132 milliards \$, soit 13,7 % de plus qu'à pareille date l'an dernier. Il s'agit d'un record annuel d'émissions, alors qu'il reste encore un mois d'activité à comptabiliser. L'ancienne marque était de 127,7 milliards \$ l'an dernier. La diversification du calendrier des nouveaux emprunts a également été notable, puisque 20 sociétés différentes ont émis 29 obligations, soit presque un émetteur par jour ouvrable.
- L'incertitude entourant l'avenir de la Banque Laurentienne s'est dissipée. La Banque Fairstone du Canada a déposé une offre d'achat pour les activités liées aux prêts immobiliers commerciaux, au financement d'inventaire et d'équipement, aux services aux intermédiaires et aux marchés des capitaux de la Banque Laurentienne. Par ailleurs, la Banque Nationale fera l'acquisition des portefeuilles de services bancaires aux particuliers et aux PME de la Laurentienne. Les employés des services aux particuliers de la Banque Laurentienne ne seront pas intégrés aux effectifs de la Banque Nationale et toutes les succursales de la Laurentienne seront fermées. Toutefois, l'image de marque de la Laurentienne sera maintenue pour les activités transférées à la Banque Fairstone. A terme, l'action ordinaire de la banque sera radiée, mais les actions privilégiées, les dettes subordonnées et les billets à recours limité (LRCN) resteront rattachées à la Banque Laurentienne, sous le capital de la Banque Fairstone.
- Le ministre des Finances du Québec a annoncé que le déficit de la province serait moins élevé que prévu lors du dépôt du budget. Au lieu d'un déficit de 11,4 milliards de dollars, le ministre prévoit maintenant un manque à gagner de 9,9 milliards pour l'exercice 2025-2026. Cette légère amélioration découle d'une hausse de 2,4 milliards \$ des revenus, attribuable à des recettes fiscales plus élevées. Les prévisions budgétaires pour les années suivantes demeurent inchangées. Le conflit commercial avec les États-Unis continue toutefois de teinter les finances de la province. « Le ministère des Finances estime que le taux moyen effectif des tarifs devrait rester inférieur à 10 %. Cependant, certaines mesures tarifaires risquent d'être persistantes, voire permanentes », indiquait la mise à jour.

PERFORMANCE INDICE FTSE CANADA

Secteurs	Poids	nov.-25	2025
Univers	100 %	0,27 %	3,97 %
Court terme	41,5 %	0,18 %	4,14 %
Moyen terme	30,6 %	0,17 %	5,17 %
Long terme	27,9 %	0,52 %	2,44 %
Fédéral	42,4 %	0,15 %	3,37 %
Provincial	31,5 %	0,47 %	3,90 %
Sociétés	24,4 %	0,23 %	5,10 %
ORR		0,28 %	3,48 %

Source: ftse.com

Fairstone est notée BBB par une seule agence de notation, DBRS, qui n'a pas encore modifié sa perspective. Rappelons que Fairstone avait contracté un emprunt de 250 millions \$ à échéance de trois ans en septembre dernier, sans divulguer ses états financiers aux investisseurs. Ceux-ci s'en souviendront-ils lorsque la société cherchera à financer une partie de cette acquisition en 2026?

Comme en Ontario, le déficit a été revu à la baisse, puisque l'effet des tarifs sur l'activité économique s'est avéré moins prononcé qu'anticipé lors du dépôt du budget. Cette révision modeste pourrait être stratégique. Pourquoi annoncer de bonnes nouvelles un an avant l'élection? Aussi bien attendre à mars 2026 pour afficher une marge de manœuvre plus importante et présenter de nouvelles mesures expansionnistes.

POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE

L'économie américaine traverse une période houleuse. Dans l'ensemble, les indicateurs agrégés dépeignent une économie résiliente, compte tenu des obstacles rencontrés cette année (les conflits commerciaux et la paralysie gouvernementale). Toutefois, une analyse plus approfondie révèle une économie à deux vitesses et une accentuation marquée des disparités de revenus. Les 20 % des ménages les plus fortunés, soit ceux dont le revenu annuel dépasse 175 000 \$, sont responsables de plus de 85 % de la croissance des dépenses de consommation depuis 2023. Ils bénéficient de l'effet de richesse généré par l'ascension des marchés boursiers dans les dernières années. À l'inverse, les ménages à plus faibles revenus peinent à joindre les deux bouts, et le coût de la vie élevé demeure un frein à leur consommation. La croissance des salaires pour le quartile inférieur s'est nettement essoufflée, tout comme le marché de l'emploi au cours des derniers mois. Les petites entreprises éprouvent aussi des difficultés, ce qui les pousse à réduire leurs effectifs, tandis que les grandes entreprises poursuivent leurs embauches, soutenues par la hausse de leur capitalisation boursière. Cette dichotomie complique les prévisions économiques. Quelle réalité finira par dominer? Si les ménages aisés commencent à ralentir leurs dépenses, une récession pourrait émerger. À l'inverse, l'administration Trump envisage de redistribuer aux ménages de la classe moyenne une partie des revenus tirés des tarifs douaniers, une mesure qui pourrait stimuler l'économie, mais au risque d'accentuer les pressions inflationnistes.