

MENSUEL OBLIGATAIRE

AlphaFixe
Capital

ÉVÉNEMENTS ÉCONOMIQUES

DÉCEMBRE 2023

- La stagnation de l'économie canadienne s'est poursuivie au mois d'octobre. Pour un troisième mois consécutif, le PIB du Canada a fait du surplace alors que le recul de l'activité dans les industries productrices de biens a contrebalancé la croissance au niveau des services. L'industrie de la fabrication a été perturbée par la grève des travailleurs automobiles aux États-Unis. L'industrie de la construction s'est aussi contractée sous le poids des taux d'intérêt élevés. Au chapitre des services, les industries en lien avec la consommation des ménages ont bien fait. Le commerce de détail (+1,2 %), les arts et loisirs (+0,3 %) de même que l'hôtellerie et la restauration (+0,9 %) ont progressé en octobre. Dans l'année se terminant en octobre 2023, l'économie a tout de même crû (+0,9 %), lentement j'en conviens, mais on avance quand même.
- Les détaillants américains ont enregistré une hausse de 0,3 % de leurs ventes au mois de novembre, ce qui porte la croissance annuelle à 4,1 %. La baisse des prix à la pompe a entraîné un recul de 2,9 % des ventes des stations-service. Les ménages ont toutefois tiré avantage de ce répit pour augmenter leurs dépenses pour d'autres biens. Les ventes des restaurants et bars (+1,6 %), des détaillants en ligne (+1 %) et des magasins de meubles (+0,9 %) ont toutes enregistré de fortes progressions, tout comme les concessionnaires automobiles (+0,5 %) et les magasins de vêtements (+0,6%). En excluant l'essence et les véhicules, le chiffre d'affaires des détaillants a progressé vigoureusement de 0,6 % en novembre.
- L'économie britannique s'est repliée de 0,3 % au mois d'octobre, ce qui signifie que le PIB a stagné au cours des 3 derniers mois. Les industries des services ont affiché un recul de 0,3 % alors que la production industrielle (-0,8 %) et la construction (-0,5 %) sont également en contraction. Au cours de l'année se terminant en octobre 2023, la croissance économique s'est élevée à 0,3 %. Par ailleurs, l'emploi s'est replié de 12 000 au mois de novembre après avoir augmenté de 39 000 le mois précédent. Par conséquent, le taux de chômage est demeuré inchangé à 4,2 %, soit 0,7 % de plus que le plus récent creux.

Cette faible progression est encore plus anémique lorsqu'on considère que la population a augmenté de 3,0 % durant cette période. Par habitant, on recule au lieu de progresser. Pour le mois de novembre, Statistique Canada s'attend à une légère croissance de 0,1 %. Cependant, les grèves du secteur public au Québec nuiront à l'activité au dernier mois de l'année. Le PIB du quatrième trimestre pourrait donc afficher une seconde contraction consécutive, ce qui correspond à une récession technique. Avons-nous besoin d'une définition pour stipuler qu'une économie stagnante quand sa population croît de 3 % est en récession?

C'est également encourageant d'observer que les articles financés comme les véhicules et les meubles enregistrent une bonne progression des ventes malgré les taux élevés. Le Vendredi fou et le Cyberlundi semblent avoir profité aux détaillants. L'optimisme des consommateurs est donc revenu en force. Le ralentissement de l'inflation, la baisse des taux obligataires au quatrième trimestre et l'excellente performance des places boursières dernièrement se conjuguent pour offrir une conjoncture favorable à la demande.

L'économie s'affaiblit, l'emploi ralenti, le taux annuel d'inflation descend, mais demeure tout de même deux fois plus élevée que la cible. Ces éléments militent pour cesser le resserrement monétaire. Toutefois, les salaires progressent encore à un rythme (7,3 %) incompatible avec sa cible d'inflation. Si la Banque d'Angleterre veut s'assurer que les attentes d'inflation demeurent ancrées à 2 %, elle ne peut pas se permettre de déclarer victoire à l'inflation rapidement.

ÉVOLUTION DES TAUX

- Conformément aux attentes, la Réserve fédérale a maintenu son taux directeur à 5,5 % en indiquant que la croissance économique a ralenti par rapport au rythme soutenu du troisième trimestre. Le communiqué d'accompagnement était peu bavard sur les conditions actuelles, mais a surpris au chapitre de ses prévisions économiques. Selon le sommaire de ces prévisions, il n'y aurait plus de nouvelles hausses de taux et la Fed s'attend maintenant de réduire à trois reprises son taux directeur en 2024. Par conséquent, ce taux terminerait l'année à 4,625 % contre 5,125 % prévu en septembre dernier. Cette réduction du taux ne s'accompagne pas non plus d'une récession ou d'un ralentissement sévère, car la prévision de croissance en 2024 (1,4 %) est sensiblement pareille à celle de septembre dernier (1,5 %). Le taux de chômage est aussi inchangé par rapport à septembre.

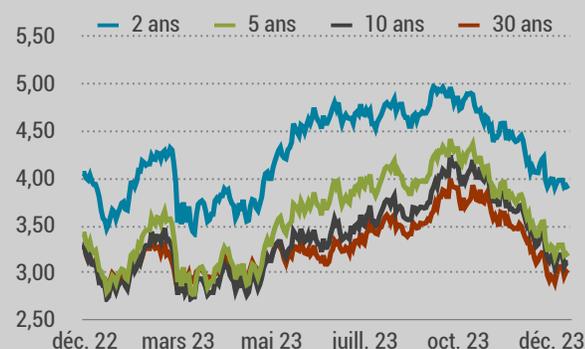
Ce qui est surprenant de cette volte-face de la Fed en décembre est qu'elle survient après une baisse rapide des taux observés dans les marchés le mois précédent. Les conditions financières se sont déjà assouplies en novembre avec la baisse des taux, la contraction des écarts de rendement et la hausse des indices boursiers. Cet assouplissement soutient déjà la croissance. Le risque est qu'un assouplissement additionnel des conditions financières réduise les probabilités que la Réserve fédérale atteigne sa cible d'inflation de 2 % et que les attentes d'inflation des ménages s'enracinent à un niveau plus élevé qu'avant.

TAUX DE RENDEMENT OBLIGATAIRE

		Variation mois	Variation 2023		Variation mois	Variation 2023
31 déc. 2023						
Taux directeur	5,00 %	0,00 %	0,75 %	5,50 %	0,00 %	1,00 %
3 mois	5,05 %	0,02 %	0,79 %	5,33 %	-0,06 %	0,99 %
2 ans	3,89 %	-0,30 %	-0,16 %	4,25 %	-0,43 %	-0,18 %
5 ans	3,18 %	-0,46 %	-0,24 %	3,85 %	-0,42 %	-0,16 %
10 ans	3,11 %	-0,44 %	-0,19 %	3,88 %	-0,45 %	0,00 %
30 ans	3,03 %	-0,32 %	-0,24 %	4,03 %	-0,47 %	0,07 %
ORR 30 ans	1,30 %	-0,20 %	0,10 %			

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	130	165	195	-10	-35	-5	-35	-5	-35
Banque Royale, dette subordonnée FPUNV	A	185	230	270	-15	-40	-10	-40	-10	-40
Sun Life, dette subordonnée	A	165	205	235	-10	-35	-10	-35	-10	-35
Hydro One	A high	85	115	140	-5	-25	-5	-25	0	-20
Enbridge Inc	BBB high	130	175	220	-15	-45	-15	-40	-10	-40
Altalink LP	A	85	115	140	-5	-20	-5	-20	0	-15
GTAA	A high	80	110	130	-5	-25	-5	-25	-5	-25
Bell Canada	BBB high	125	165	200	-5	-35	-15	-30	-10	-25
Rogers Communications	BBBL	145	185	230	-5	-35	-15	-40	-10	-40
Loblaw	BBB high	105	140	175	-5	-45	-10	-45	-5	-35
Canadian Tire	BBB	120	160	205	-5	-50	-10	-50	-5	-50
Province Québec	AA low	38	66	88	1	-8	-3	-6	0	-6
Province Ontario	AA low	40	68	90	1	-8	-3	-6	0	-5
SCHL	AAA	28	44	---	3	-8	2	-2		

Source: Financière Banque Nationale

MARCHÉ DU CRÉDIT

- La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 7,7 milliards \$ au mois de décembre, en baisse de 2,8 milliards \$ par rapport au mois précédent et 675 millions de moins qu'en décembre 2022. Au dernier trimestre de l'année, la somme totalisait 20,6 milliards, soit 950 millions de moins qu'au troisième trimestre. Pour l'année 2023, la somme des financements obligataires totalise 95,2 milliards \$, ce qui correspond à une baisse de 18 % par rapport à 2022. Il s'agit en fait de la plus faible somme annuelle de nouvelles émissions depuis 2018. La hausse des taux obligataires a donc refroidi les intentions de financement des entreprises.
- La visibilité limitée sur la trajectoire stratégique à long terme de la Banque Laurentienne et les perspectives de rentabilité plus faibles ont eu raison de la note de crédit chez DBRS Morningstar. L'agence a réduit la note de crédit de la Banque de A(faible) à BBB(élevé) tout en conservant une perspective négative sur cette note. Rappelons que les dirigeants de la Banque avaient entrepris un examen complet de ses options stratégiques durant l'été qui a abouti en optimisation des capitaux vers les unités d'affaires plus rentables. La réalisation de ce plan demeure incertaine et la Banque a aussi rencontré des difficultés opérationnelles à la suite d'une panne informatique qui a paralysé ses activités pendant quelques jours. Ces éléments nuiront à la Banque dans l'amélioration de ses bénéfices et des perspectives de croissance à court et moyen terme. « La Banque fait face à ces changements fondamentaux et à ces problèmes opérationnels dans un environnement économique incertain et confronté à des vents contraires croissants », indiquait DBRS.
- La performance des obligations provinciales s'est ressaisie au dernier trimestre. Celles-ci ont produit un rendement de 10,42 % pour les trois derniers mois de l'année, ce qui porte la performance en territoire positif pour l'année 2023, soit 7,31 %. Dans le secteur de long terme, les obligations provinciales ont produit un rendement de 15,04 % au dernier trimestre et de 9,21 % pour l'année. Cette performance trimestrielle s'explique en grande partie par une baisse de 0,78 % des taux des obligations de 30 ans du gouvernement du Canada, mais également par une compression des écarts de rendement au cours du trimestre (-5 p.c.). Les obligations provinciales ont donc tiré avantage de l'attrait des investisseurs pour les actifs plus risqués durant le trimestre, et ce, malgré des déficits revus à la hausse en raison de la conjoncture plus difficile au pays.

PERFORMANCE INDICE FTSE CANADA

Secteurs	Poids	déc.-23	2023
Univers	100 %	3,43 %	6,69 %
Court terme	42,4 %	1,51 %	5,02 %
Moyen terme	28,5 %	3,66 %	6,13 %
Long terme	29,1 %	6,09 %	9,51 %
Fédéral	39,1 %	2,83 %	5,00 %
Provincial	33,6 %	4,22 %	7,31 %
Sociétés	25,4 %	3,27 %	8,37 %
ORR		3,67 %	1,99 %

Source: ftse.com

La Banque devra aussi solidifier la confiance de ses clients après les derniers événements. Au 31 octobre 2023, les dépôts de sa clientèle personnelle ont fléchi de 1 % trimestriellement alors que ceux des clients d'affaires ont reculé de 4 % sur la même période. En guise de comparaison, la Banque Nationale a augmenté ses dépôts des particuliers au quatrième trimestre de 1,5 % et de 2,4 % pour les entreprises.

Parlant de conjoncture difficile, le PIB du Québec s'est contracté de 0,8 % en rythme annualisé au troisième trimestre après avoir reculé de 1,5 % le trimestre précédent, donc une récession technique selon la définition. Toutefois, les dépenses de consommation finale ont crû de 3,6 % et les investissements de 1,2 %. Le recul s'explique par le commerce international. C'est malhonnête de parler de récession quand la demande finale et l'emploi progressent autant.

POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE

La période de transition des politiques monétaires s'amorce. Devant le ralentissement de l'inflation, le ton belliqueux des banques centrales a laissé place à plus de souplesse. Certains banquiers ont indiqué leur intention de conserver les taux élevés pour une période prolongée alors que d'autres, comme la Réserve fédérale, parlent de réduire davantage les taux en 2024. Pourtant, la conjoncture ne s'y prête pas. L'économie américaine est vigoureuse, le déséquilibre de l'emploi favorise encore les travailleurs et les revenus des ménages progressent plus rapidement que l'inflation, contribuant à soutenir la consommation. Les ménages sont aussi moins endettés et leur cycle de refinancement hypothécaire est long, ce qui affaiblit la transmission de la politique monétaire américaine dans l'économie. En revanche, l'économie canadienne s'affaiblit sous le poids des hausses de taux et des refinancements hypothécaires fréquents. Néanmoins, la Banque du Canada n'est pas encore prête à rendre les armes devant la menace de l'inflation. Dans son discours, elle demeure préoccupée par l'effet inflationniste de l'immigration qui accentue la pénurie de logements et pousse les prix des loyers en hausse. Donc, pas de baisses de taux prévues par la Banque du Canada pour le moment, même si la conjoncture peut l'indiquer autrement. Les marchés financiers voient les choses sous un angle différent, prévoyant que la Banque devra agir en 2024 si elle désire éviter une récession. Confrontée à une faiblesse économique, il est plus probable qu'elle réduise son taux directeur avant la Fed.