

## ÉVÉNEMENTS ÉCONOMIQUES

- Pour un troisième mois consécutif, l'économie canadienne a retranché des emplois au mois d'août, une baisse de 39 700 qui porte le recul à 113 500 emplois depuis mai. Par conséquent, le taux de chômage a grimpé de 0,5 % pour s'établir à 5,4 %, une première hausse en 7 mois. Une portion de cette hausse du taux de chômage est attribuable à l'augmentation de la population active avec de nouveaux travailleurs en recherche d'un emploi. Parmi les travailleurs ayant perdu leur emploi, on note une baisse de 25 000 postes pour ceux âgés de 15 à 24 ans, une situation normale au mois d'août alors que ceux-ci s'apprêtent à retourner aux études. Par industrie, 28 000 travailleurs ont perdu leur emploi dans l'industrie de la construction en raison du ralentissement immobilier. Par ailleurs, l'emploi dans l'industrie de l'enseignement a reculé de 50 000 le mois dernier et de 81 700 depuis mai, soit 72 % de tous les emplois perdus dans les 3 derniers mois.
- L'indice des prix à la consommation (IPC) aux États-Unis a crû de 0,1 % au mois d'août, portant la croissance annuelle de 8,5 % en juillet à 8,3 % le mois suivant. Cette décélération de l'inflation est en majeure partie attribuable à la baisse de 5,0 % des prix énergétiques, notamment une chute de 10,6 % de l'essence. En revanche, les ménages ont dû déboursier 0,8 % de plus en août pour s'alimenter et 11,4 % de plus dans la dernière année. Ainsi, l'indice de référence, qui exclut les prix de l'énergie et de l'alimentation affiche un bond de 0,6 % en août et de 6,3 % sur une année, les prix des services ayant progressé de 6,8 % dans la dernière année.
- Le gouvernement britannique a lancé une vaste offensive budgétaire avec un plan de soutien de près de 150 milliards £ sur deux ans. En plus du plafonnement des tarifs d'électricité pour les ménages et les entreprises déjà annoncé, le nouveau ministre des Finances a misé sur des réductions d'impôts qui priveront l'État de 45 milliards £ en revenu d'ici 2026-27. Le taux minimum d'imposition sera abaissé de 20 % à 19 % alors que la hausse prévue du taux d'imposition de 40 % à 45 % pour les contribuables gagnants plus de 150 000 £ a été abolie. La majoration du taux d'imposition aux sociétés a aussi été annulée. Le gouvernement financera ce plan en émettant 72 milliards £ de plus en obligations pour l'exercice en cours, soit 45% de plus qu'initialement prévu (161 milliards £).

## ÉVOLUTION DES TAUX

- Les banques centrales ont poursuivi le resserrement monétaire agressif pour endiguer l'inflation. La Banque du Canada (+0,75 %), la Réserve fédérale (+0,75 %), la BCE (+0,75 %), la Banque d'Angleterre (+0,50 %), la Riksbank de Suède (+0,75 %) et les banques centrales de Suisse (+0,75 %) et de la Norvège (+0,50 %) ont majoré leur taux directeur tout en indiquant que des hausses supplémentaires seront appropriées pour lutter contre l'inflation. Dans le cas du Canada, l'évolution des statistiques économiques déterminera l'ampleur de la prochaine hausse en octobre. En identifiant clairement l'inflation des services, la Banque du Canada indique que même une amélioration des problèmes d'approvisionnement serait insuffisante pour atteindre la cible d'inflation prochainement.

SEPTEMBRE 2022



*Devons-nous craindre une récession imminente? Certains économistes s'inquiètent de la dégradation du marché de l'emploi en signalant que 3 mois de suite de recul sont observables en période de récession uniquement. Cependant, la baisse est concentrée dans l'industrie de l'enseignement, peut-être en lien avec une vague de retraite puisqu'il y a eu un recul des emplois pour les travailleurs plus âgés. Compte tenu des pénuries d'enseignants soulignées par tout le monde récemment, il est fort possible de voir une reprise des embauches en enseignement au cours des prochains mois.*

*En somme, même si l'indice d'ensemble décélère par rapport au sommet enregistré plus tôt cette année, l'indice de référence s'est accéléré et contribue à enraciner l'inflation. Les prix des services sont souvent liés aux salaires et à la pénurie de main-d'œuvre qui ne semble pas se détendre rapidement. La Réserve fédérale devra donc poursuivre sa restriction monétaire agressive pour endiguer l'inflation lors de ses prochaines réunions.*

*Les marchés financiers ont réagi violemment à ce plan de relance inflationniste. La livre sterling a atteint un creux historique alors que les taux obligataires ont bondi forçant la Banque d'Angleterre à relancer un programme d'achat d'obligations de 65 milliards £ pour stabiliser les marchés financiers. Même si le gouvernement a fait volte-face en permettant la hausse des impôts aux mieux nantis, la situation est insoutenable à long terme. La Banque d'Angleterre ne peut pas être perçue comme l'imprimeur d'argent qui paie les factures du gouvernement, car elle ne réussira jamais à endiguer l'inflation et perdra la confiance des investisseurs.*

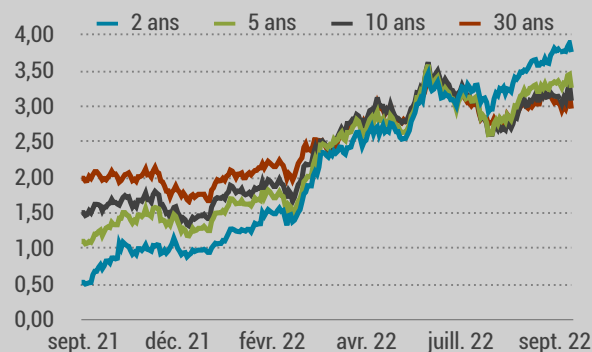
*La croissance des prix des services s'est accélérée dans plusieurs pays au cours des derniers mois alors que les mesures sanitaires se sont assouplies, propulsant une demande en suspend dans certaines industries comme le tourisme. L'inflation des services est en lien avec la pénurie de main-d'œuvre qui est un facteur structurel découlant du vieillissement de la population et qui perdurera malgré la hausse des taux. Les banques centrales doivent réaliser que la pandémie et la guerre en Ukraine ont changé l'économie mondiale. L'ère de la main-d'œuvre, des produits et de l'énergie à bon marché est révolue.*

## TAUX DE RENDEMENT OBLIGATAIRE

		Variation mois	Variation 2022		Variation mois	Variation 2022
30 sept. 2022						
Taux directeur	3,25 %	0,75 %	3,00 %	3,25 %	0,75 %	3,00 %
3 mois	3,61 %	0,36 %	3,43 %	3,28 %	0,38 %	3,25 %
2 ans	3,79 %	0,14 %	2,84 %	4,19 %	0,70 %	3,46 %
5 ans	3,33 %	0,04 %	2,07 %	4,02 %	0,67 %	2,75 %
10 ans	3,17 %	0,06 %	1,75 %	3,79 %	0,59 %	2,28 %
30 ans	3,10 %	0,07 %	1,42 %	3,72 %	0,43 %	1,82 %
ORR 30 ans	1,45 %	0,19 %	1,57 %			

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	175	210	240	15	90	15	95	15	85
Banque Royale, dette subordonnée FPUNV	A	235	280	320	20	125	20	130	25	120
Sun Life, dette subordonnée	A	210	255	290	20	110	20	115	15	100
Hydro One	A high	115	150	175	15	50	20	50	20	40
Enbridge Inc	BBB high	190	230	285	20	80	20	75	20	55
Altalink LP	A	110	145	170	15	45	20	45	20	35
GTAA	A high	115	150	170	15	45	25	50	20	40
Bell Canada	BBB high	175	220	255	15	75	25	75	20	50
Rogers Communications	BBB	190	240	300	15	60	25	65	25	65
Loblaw	BBB high	165	210	240	10	75	20	75	15	50
Canadian Tire	BBB	175	225	270	10	80	20	80	15	40
Province Québec	AA low	42	74	97	-6	9	0	18	4	23
Province Ontario	AA low	44	76	99	-6	7	-1	15	3	21
SCHL	AAA	32	45	---	-3	1	-2	4		

Source: Financière Banque Nationale

## MARCHÉ DU CRÉDIT

- La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 7,6 milliards \$ au mois de septembre, en hausse de 1,4 milliard \$ par rapport au mois précédent, mais 2,8 milliards \$ de moins qu'en septembre 2021. Depuis le début de l'année, les financements obligataires ont totalisé 84,4 milliards \$, soit 4,3 % de moins qu'à pareille date l'an dernier. Parmi les émetteurs, soulignons la société Telus Corporation qui a procédé à un financement obligataire totalisant 2 milliards \$ répartis sur 3 termes différents, soit 7 ans (350 millions \$), 10 ans (1,1 milliard \$) et 30 ans (550 millions \$). Le produit de cette dette servira en partie à financer l'achat de Lifeworks, un fournisseur de santé numérique acquit cet été pour la somme de 2,3 milliards \$.
- À mi-chemin dans son exercice financier, la Colombie-Britannique a présenté un solde budgétaire grandement amélioré. Pour l'exercice financier 2022-23, la province anticipe maintenant un surplus de 706 millions \$, une nette amélioration par rapport au déficit de 5,5 milliards \$ prévu au dépôt du budget en début d'année. L'exercice précédent a aussi été revu, passant d'un déficit de 483 millions \$ à un surplus de 1,3 milliard \$. Dans les deux cas, la province bénéficie d'une majoration importante des revenus par rapport aux prévisions, autant les revenus d'impôts personnels et de sociétés que les revenus provenant des ressources naturelles. Néanmoins, le surplus budgétaire s'effectuera dans un environnement économique moins robuste. En effet, la province s'attend à une croissance économique de 3,2 % en 2022 contre 4,0 % auparavant. Par conséquent, c'est l'inflation qui permet au gouvernement de renflouer les coffres puisque la croissance du PIB nominal en 2022 a été doublée, passant de 5,8 % initialement à 11,6 %.
- L'élargissement des primes de rendement des obligations de sociétés s'est poursuivi au mois de septembre. Selon l'indice FTSE Canada, les obligations de société offraient un rendement à échéance de 5,20 %, soit 1,8 % de plus que les obligations du gouvernement du Canada. Le mois précédent, cet écart s'élevait à 1,63 %. Depuis le début de l'année, les écarts se sont élargis en moyenne de 0,61 %. La conjoncture est moins alarmante pour les obligations provinciales. Les écarts des obligations de 5 ans se sont rétrécis alors que ceux des obligations de long terme ont élargi de seulement 0,04 %. La réduction des déficits budgétaires des provinces signifie qu'elles n'ont plus autant de besoins de financement.

## PERFORMANCE INDICE FTSE CANADA

Secteurs	Poids	sept.-22	2022
Univers	100 %	-0,53 %	-11,78 %
Court terme	42,9 %	-0,07 %	-4,69 %
Moyen terme	26,5 %	-0,17 %	-10,60 %
Long terme	30,6 %	-1,49 %	-20,96 %
Fédéral	37,1 %	-0,17 %	-9,23 %
Provincial	34,8 %	-0,57 %	-14,79 %
Sociétés	26,0 %	-0,97 %	-10,76 %
ORR		-2,46 %	-16,66 %

Source: ftse.com

*En période inflationniste où les ménages peinent à joindre les deux bouts, la réaction populaire des gouvernements est de redistribuer les surplus sous forme de chèque pour les aider à conserver leur pouvoir d'achat. Si les mesures ciblent bien les personnes à faible revenu et dans le besoin, elles sont applaudies. En revanche, elles devront être compensées par une réduction des dépenses.*

*En observant la performance des obligations de sociétés cette année (-10,76 %) on s'aperçoit qu'elle s'approche de celle des obligations fédérales (-9,23 %). La baisse des marchés obligataires n'est donc pas un événement de crédit comme on a été habitué dans les dernières décennies, mais un événement de taux d'intérêt. Par contre, si une récession se manifeste, les primes de rendement pourraient s'élever.*

## POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE

L'ouragan Ian nous l'a bien démontré, c'est seulement quelques jours après le passage d'une tempête qu'on constate l'ampleur des dégâts. Pour le Royaume-Uni, les conséquences de la tempête sur les marchés financiers à la suite du mini budget sont apparues rapidement. La forte hausse des taux obligataires de long terme a forcé la Banque d'Angleterre à faire volte-face en annonçant un programme d'achat d'obligations (65 milliards £) quelques jours seulement après avoir annoncé qu'elle allait réduire son bilan de 80 milliards £ dans la prochaine année. Mais pourquoi ce changement soudain? Pour assurer la stabilité des marchés financiers, indique la banque. En raison des taux bas et de la faible volatilité dans les dernières années, plusieurs caisses de retraite ont employé des stratégies à levier d'investissement guidé par le passif. Lorsque les taux ont bondi, les investisseurs ont fait face à des appels de marge qui ont exacerbé les ventes d'obligations pour regarnir le montant en garantie. Ce qu'on constate, c'est qu'après la crise financière de 2008, une partie des risques liés au système financier a été déplacée du bilan des banques vers d'autres investisseurs comme les grandes caisses de retraite ou les fonds de couverture. Comme c'est le cas fréquemment, c'est l'utilisation d'un excès de levier dans des actifs que l'on considère comme peu risqués qui finit par surprendre et déstabiliser les marchés. En tenant les taux directeurs trop bas trop longtemps, les banques centrales ont aussi incité à utiliser cet excès de levier.