



# L'Observateur des marchés

Avril 2023

## Un marché qui chantonne, qui détonne

Nous avons déjà parlé musique dans l'Observateur des marchés, mais ce n'est pas une raison de ne pas le refaire. On croirait entendre Charles Aznavour se lamenter des jours passés des marchés financiers :

*J'ai fait tant de projets qui sont restés en l'air*

*J'ai fondé tant d'espoirs qui se sont envolés*

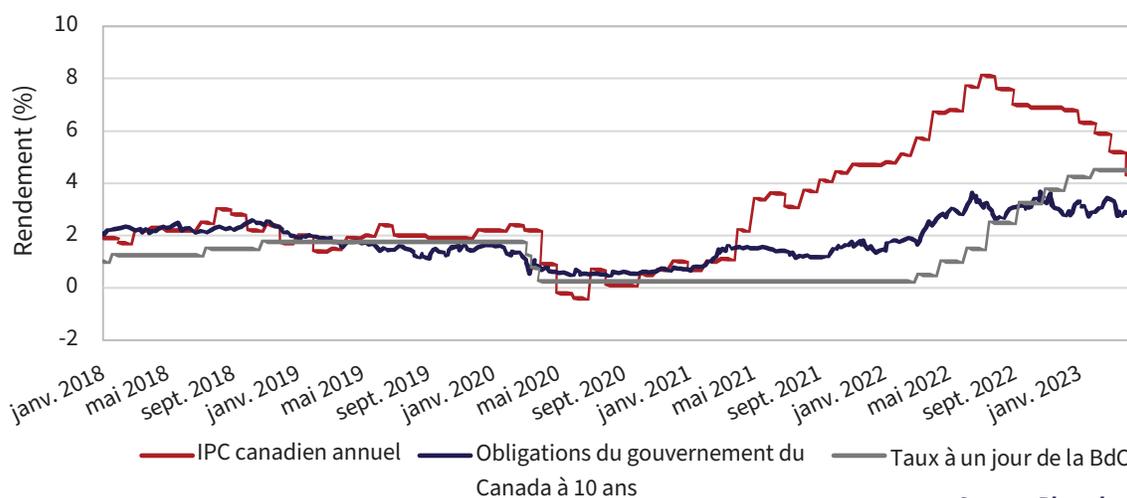
*Que je reste perdu, ne sachant où aller*

Aznavour chantait sa jeunesse perdue, mais il aurait tout autant pu être le porte-parole des investisseurs obligataires qui n'ont en tête qu'un retour aux beaux jours d'après la pandémie lorsque l'argent facile coulait à flot. La dernière fois nous avons chanté, Edith Piaf ne regrettait rien, mais les marchés eux souffraient d'un lendemain de veille, mais aujourd'hui se sont les espoirs du marché obligataire qui se sont envolés. Les projets développés à l'époque révolue de l'inflation à 2 % et du taux nul sont restés en l'air et les investisseurs obligataires, qui ne souhaiteraient qu'un retour en arrière, ne savent plus où aller.

## L'attrait de la nullité

Le graphique ci-dessous montre l'attrait irrésistible d'un taux d'inflation futur de 2 % pour les investisseurs obligataires. L'inflation a oscillé entre 1,4 % et 3 % en 2018 et en 2019, la Banque du Canada (BdC) ayant relevé ses taux à court terme de 1 % à 1,75 % dans le but de freiner l'inflation. À l'époque, les banques centrales fuyaient comme la peste la redoutable déflation japonaise.

**IPC canadien, obligations du Canada à 10 ans et taux de la BdC**



Source : Bloomberg



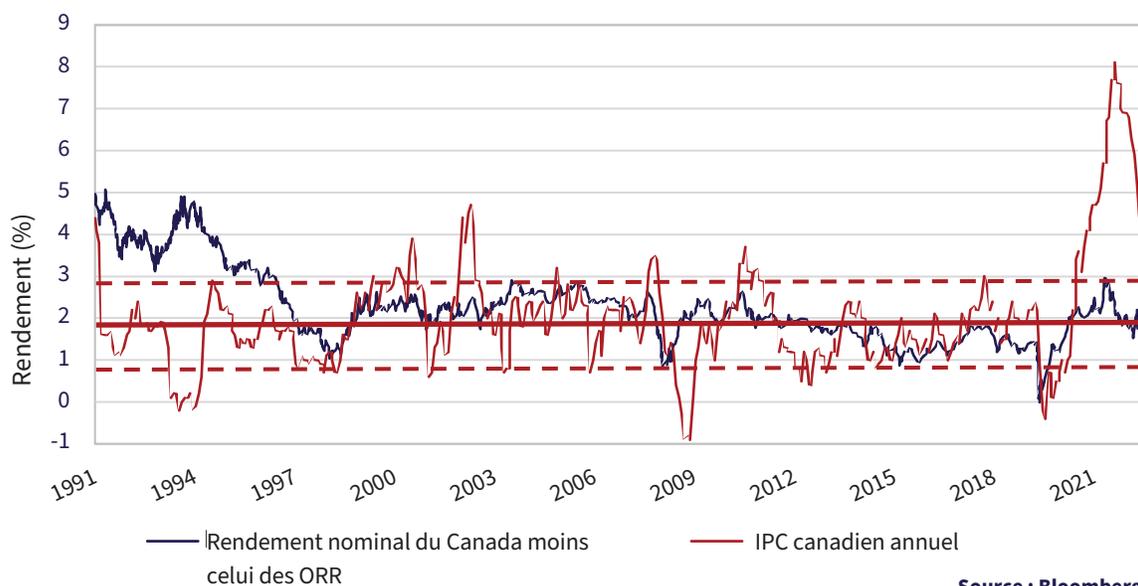
Il a fallu la pandémie de la Covid au début de 2020 pour vraiment refroidir l'inflation à -0,4 %. La Banque du Canada et d'autres banques centrales ont encore une fois réagi en créant d'importantes quantités de liquidités et en achetant des obligations gouvernementales. Cette hystérie déflationniste a de nouveau fait chuter les rendements vers un taux nul. Le taux de la Banque du Canada est tombé à 0,25 % et le rendement des obligations du Canada à 10 ans s'est stabilisé à 0,5 %.

## L'hydre de la déflation

À l'été 2020, le monstre de la déflation semblait avoir été terrassé, l'inflation ayant augmenté à 0,5 %. Elle a ensuite chuté à un peu plus de 0 %, de sorte que la Banque du Canada est demeurée fermement convaincue que la principale menace qui planait était toujours la déflation. Malgré la hausse de l'inflation à la fin de 2021 à 4,7 %, la Banque du Canada a adopté une position résolument défensive à l'éventuel assaut d'une déflation.

La Banque du Canada, ayant coupé la tête de l'hydre de la déflation, n'eut même pas le temps de se reposer sur ses lauriers avant que ne ressurgissent les têtes de l'inflation, sept fois plus redoutables! Alors que les Canadiens se préoccupaient de plus en plus de l'inflation, il fallut attendre jusqu'au deuxième trimestre de 2022 pour que la Banque du Canada admette à contrecœur que l'inflation n'était pas « passagère ». L'IPC canadien avait déjà atteint 5 % lorsque la Banque du Canada commença à relever ses taux. L'IPC atteignit un sommet de 8,1 % avant de redescendre vers 4,3 %. Le rendement des obligations du Canada à 10 ans, qui avait atteint un sommet de 3,7 %, est maintenant redescendu à un peu moins de 3 % dans le cadre d'un vote de confiance des porteurs d'obligations à l'égard de la Banque du Canada.

### IPC réel c. celui escompté par le marché obligataire



Source : Bloomberg

## Il n’y a que la foi qui sauve [de l’inflation]

De toute évidence, une obligation du Canada à 10 ans dont le rendement est de 3 % n’est pas très ragoûtante si l’inflation se maintient à 4,3 %. Le détenteur obtient essentiellement un rendement de -1,3 % en termes réels. Il n’y a que la foi dans les miracles que peuvent accomplir les banques centrales qui sauve de l’inflation et le marché obligataire en est le testament. Le graphique ci-dessus de l’IPC réel annuel par rapport à l’IPC escompté par le marché obligataire (en fonction des rendements d’une obligation à rendement réel (ORR) et d’une obligation du Canada à échéance similaire) en témoigne.

Le graphique ci-dessus illustre la période écoulée depuis 1991, date à laquelle la Banque du Canada a mis en place son régime de « ciblage de l’inflation » à 2 %. L’IPC canadien annuel est tracé en rouge et l’IPC moyen au cours de la période prend la forme de la ligne rouge grasse. Depuis lors, l’IPC s’est généralement maintenu dans la fourchette de 1 à 3 %, avec une moyenne légèrement supérieure à 2 %. L’écart d’équilibre, qui correspond aux attentes du marché obligataire en matière d’inflation, prend la forme de la ligne bleue. Il s’agit de la différence entre le rendement d’une obligation du gouvernement du Canada normale ou « nominale » et d’une obligation à rendement réel canadienne à échéance similaire, qui représente la prévision du marché obligataire quant au maximum que peut atteindre l’inflation.

## Nouvelle anormalité inflationniste

L’inflation n’avait jamais dépassé la fourchette cible de 1 à 3 % pendant longtemps. L’après-pandémie a changé la donne. Cette période d’inflation anormale dure depuis déjà bien longtemps. Au cours de la période d’inflation élevée du milieu de l’année 2002 au milieu de l’année 2003, l’IPC a atteint un sommet de 4,7 %, soit 2,7 % de plus que la cible établie par la Banque du Canada, et ce, pendant une période n’ayant pas dépassé 12 mois. La période de très faible inflation qui a suivi la crise du crédit a connu un creux de l’inflation de -0,9 %, soit 2,9 % de moins que l’objectif, et cette période de faible inflation a duré un peu moins d’un an. La période actuelle de forte inflation a débuté en mai 2021, avec un pic de 8,1 %, soit 6,1 % au-dessus de la cible. L’inflation actuelle est de 4,3 % et cela va bientôt faire deux ans qu’elle est supérieure à sa cible.

## Aussi fiable qu’une marmotte

Ce graphique confirme également que le marché obligataire est aussi fiable qu’une marmotte prédisant le printemps lorsqu’il est question d’inflation. L’écart d’équilibre prévoyait une inflation beaucoup plus élevée que la réalité entre 1991 et 1998. Les gestionnaires d’obligations craignaient le retour de l’inflation élevée des années 1970 et 1980 et il a fallu sept ans pour que l’inflation escomptée se rapproche de l’inflation réelle. Nous avons constaté le contraire depuis 2021, les prévisions de l’écart d’équilibre sont largement inférieures à l’inflation réelle. Dans les années 1990, il a fallu sept ans pour que l’inflation escomptée se rapproche de l’inflation réelle. Faudra-t-il également 5 ans aux investisseurs obligataires d’aujourd’hui pour retrouver la raison?

Aucune autre solution n'est préférable. Les spécialistes estiment soit que la politique monétaire en a déjà fait plus qu'assez et qu'elle nous mène tout droit vers une récession et la déflation, soit que nous avons perdu le contrôle de l'inflation et que la politique monétaire est beaucoup trop laxiste. Pris entre l'arbre et l'écorce se trouvent les gestionnaires d'obligations qui ne savent plus à quel saint se vouer et guettent avec inquiétude le terme et la durée de leur portefeuille.

Voici les questions à se poser : quand l'inflation va-t-elle baisser? et quelles mesures sont nécessaires pour que cela se produise? Comme nous l'avons dit à maintes reprises depuis la pandémie, la politique monétaire est un puissant outil qui a fait ses preuves. Il ne fait aucun doute qu'une politique monétaire extrêmement restrictive ferait son « méchant travail » et provoquerait un important recul économique. Le marché obligataire a déjà dit niet. Il prévoit une inflation de 2 % depuis la majeure partie de la période qui a commencé lorsque l'inflation a dépassé 2 % en mai 2021. Exception faite d'un pic de 3 %, alors que l'inflation réelle était de 5,7 % et continuait de monter.

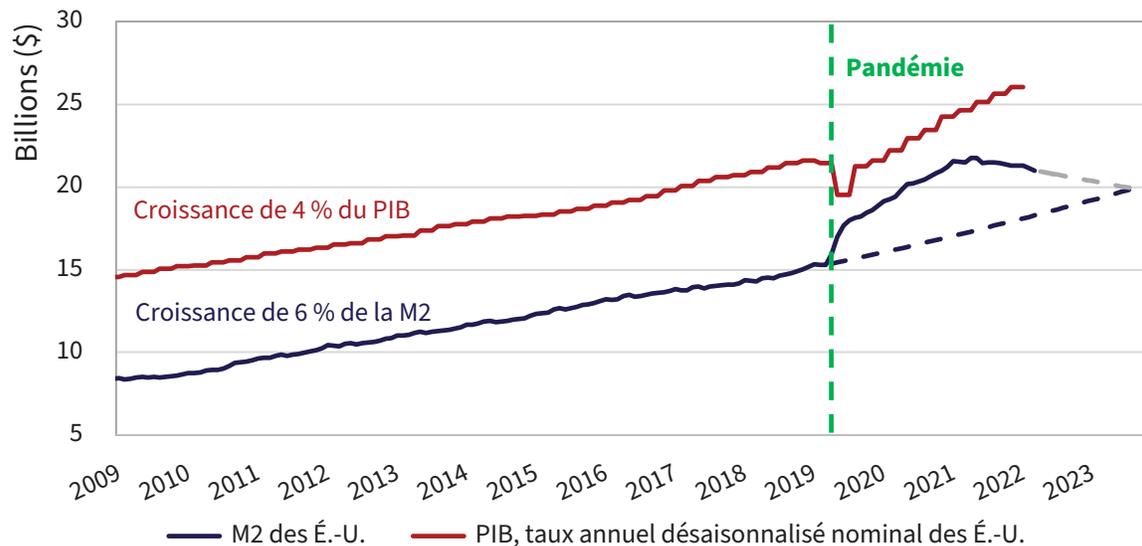
### **L'éveil monétariste**

La bonne nouvelle, c'est que les banques centrales semblent avoir reconnu leur erreur. Les sommes importantes qu'elles ont créées ont déclenché une tempête inflationniste qu'elles n'avaient ni envisagée ni prévue et pour laquelle elles ne s'étaient pas préparées. Aujourd'hui, leurs tendances monétaristes récessives ont été pleinement éveillées, après avoir été très malmenées par l'inflation, elles semblent croire à nouveau que « seul l'argent compte ». La mauvaise nouvelle, c'est que, comme nous l'avons vu à maintes reprises, les banques centrales sont à notre image et sont sujettes à l'erreur. C'est ce à quoi se résume le grand débat sur la politique monétaire. Les banques centrales en ont-elles fait assez pour maîtriser l'inflation?

### **Explication explicite**

Nous croyons que la politique monétaire et le cycle du crédit sont des forces puissantes, mais nous soupçonnons que les choses seront beaucoup plus difficiles sur le plan de l'inflation que ne le croient ceux qui s'expriment à la tribune. Pendant très longtemps, le consensus était que l'offre excédentaire n'entraînerait pas une inflation excédentaire. Maintenant, après une inflation galopante à la suite de l'offre extraordinairement excédentaire d'argent après la pandémie, elles refusent toujours de croire que la restriction actuelle de l'offre d'argent n'est pas désastreuse.

## M2 et PIB nominal des États-Unis



Source : Macrobond, Canso

Nous pourrions interroger les esprits, les devins, ou une planche Ouija pour essayer de deviner l'avenir de la politique monétaire, mais nous préférons nettement nous fier à nos recherches. Le graphique ci-dessus illustre de façon très explicite ce qui est arrivé à la masse monétaire américaine pendant et après la pandémie. Ce graphique illustre le taux de croissance annualisé de la M2 américaine du 31 décembre 2009 à 2019, lequel s'est chiffré à 6 %. Ce taux a entraîné une croissance de 4 % du PIB nominal. Le bond après la pandémie qui a commencé au début de 2020 est clair. La M2 est passée de 15,4 milliards de dollars juste avant la pandémie en février 2020 à un pic de 21,9 milliards de dollars en mars 2022, soit une augmentation de 42 %. La bonne nouvelle, c'est que ces mesures de relance monétaire et les mesures de relance budgétaire du gouvernement américain ont à nouveau fait grimper le PIB nominal américain. La mauvaise nouvelle, c'est que, si « seul l'argent compte », une augmentation de 42 % de la masse monétaire américaine devrait faire augmenter les prix. L'IPC américain s'est établi en moyenne à 1,6 % de 2009 à 2019. Le tout a changé lorsque l'argent a été remis directement aux consommateurs pendant la pandémie, plutôt qu'aux banquiers incompétents pour aider ces derniers à échapper aux défauts de paiement.

Chez Canso, nous avons pensé que cette fois-ci il y aurait probablement de l'inflation en raison de cette énorme augmentation de la masse monétaire. Ce fut effectivement le cas, contrairement aux autres fois où les banques centrales avaient sonné l'alerte. L'IPC américain était de 258,7 en février 2020 et de 287,5 en mars 2022, au sommet de la masse monétaire, soit une augmentation de 11,1 %. L'IPC de mars 2023 s'est établi à 301,8, soit une hausse supplémentaire de 5 %, malgré la baisse de la M2 des États-Unis. C'est un total de 16,5 % par rapport à l'IPC juste avant la pandémie.

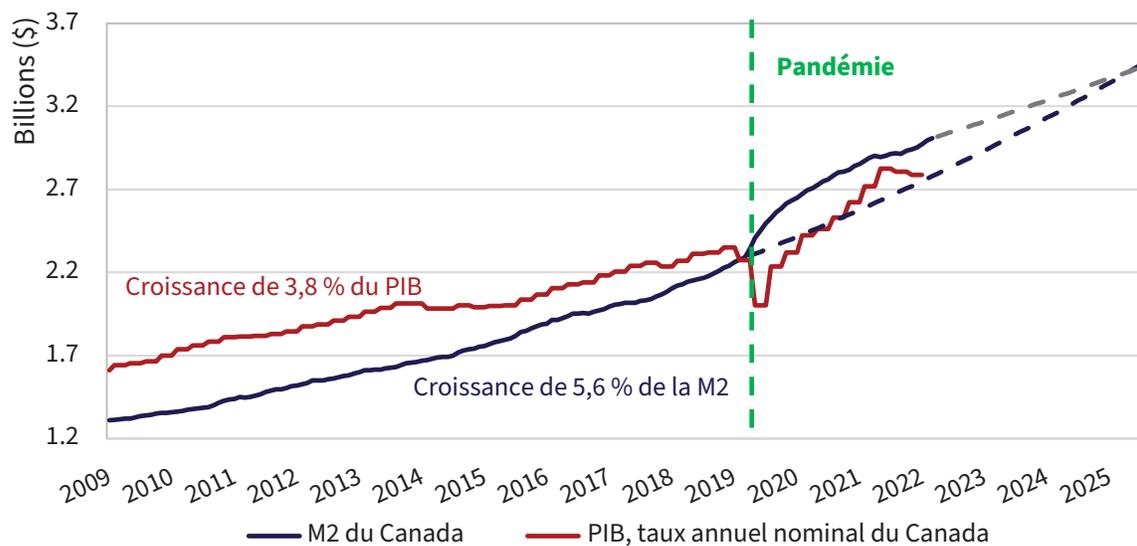
## Avec des « si », on mettrait Paris en bouteille

Dans le graphique ci-dessus, nous avons extrapolé la croissance de 6 % de la masse monétaire M2 américaine pour la période de 2010 à 2020. Il est très clair à quel point la croissance de la masse monétaire liée à la pandémie s'est écartée de sa tendance historique. Il est également assez clair que la masse monétaire est en diminution ou, pour faire joli, que « des liquidités sont supprimées ». Nous l'avons également pris en compte, et cela se traduit par une réduction annuelle de -3,7 % de la masse monétaire depuis que la Réserve fédérale a commencé à hausser les taux en juin 2022, ce que nous avons également tracé. Si le rythme se maintient, la M2 reviendra à la tendance historique, vers juillet 2024, dans plus d'un an. À ce moment-là, si la Fed reprend l'ancien rythme de croissance de la masse monétaire, et nous savons tous qu'avec des « si » on mettrait Paris en bouteille, toutes choses étant égales par ailleurs, nous reviendrons à une « inflation normale ».

## Ô Canada

Nous avons également tracé le PIB nominal et la M2 du Canada dans le graphique ci-dessous. La M2 du Canada a augmenté de 5,6 % du 31 décembre, 2009 à 2020, puis a affiché une forte hausse après le début de la pandémie de la COVID. Le PIB canadien a chuté, puis s'est redressé. Ce qui est intéressant dans ce graphique, c'est qu'il montre que le PIB du Canada était plus élevé que la M2 avant la pandémie, mais qu'il est plus faible depuis. Comme la M2 du Canada continue d'augmenter, il nous semble que nous ne reviendrons pas à une masse monétaire « normale » avant un bon moment.

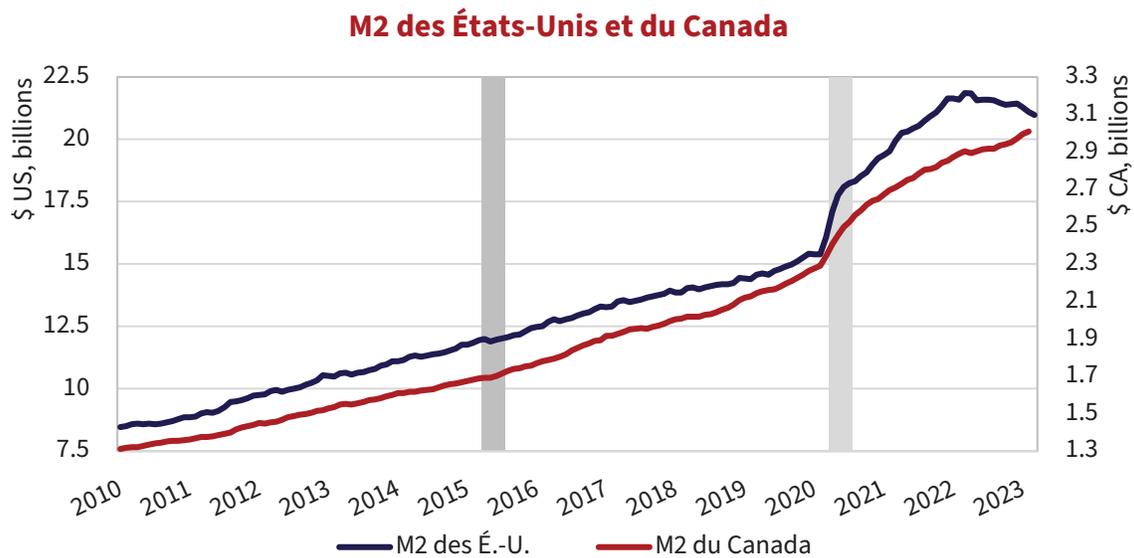
### M2 et PIB nominal du Canada



Source : Macrobond, Canso

## Lorsqu'une pause n'en est pas une

Le graphique ci-dessous de la M2 américaine et canadienne illustre la différence entre les politiques monétaires. La M2 aux États-Unis et au Canada affichait une croissance relativement similaire jusqu'à la pandémie. Maintenant, les États-Unis ont réduit leur masse monétaire après avoir atteint le pic, mais le Canada continue d'augmenter sa M2. La Réserve fédérale américaine et la Banque du Canada ont toutes deux recours à des opérations sur le marché libre pour atteindre leurs taux d'intérêt cibles. Ils retirent de l'argent pour augmenter les taux d'intérêt et fournissent de l'argent pour les réduire. La « pause » des hausses de taux de la Banque du Canada a fait en sorte qu'elle a dû fournir de l'argent pour empêcher une hausse des taux au-delà de sa cible.



Source : Macrobond

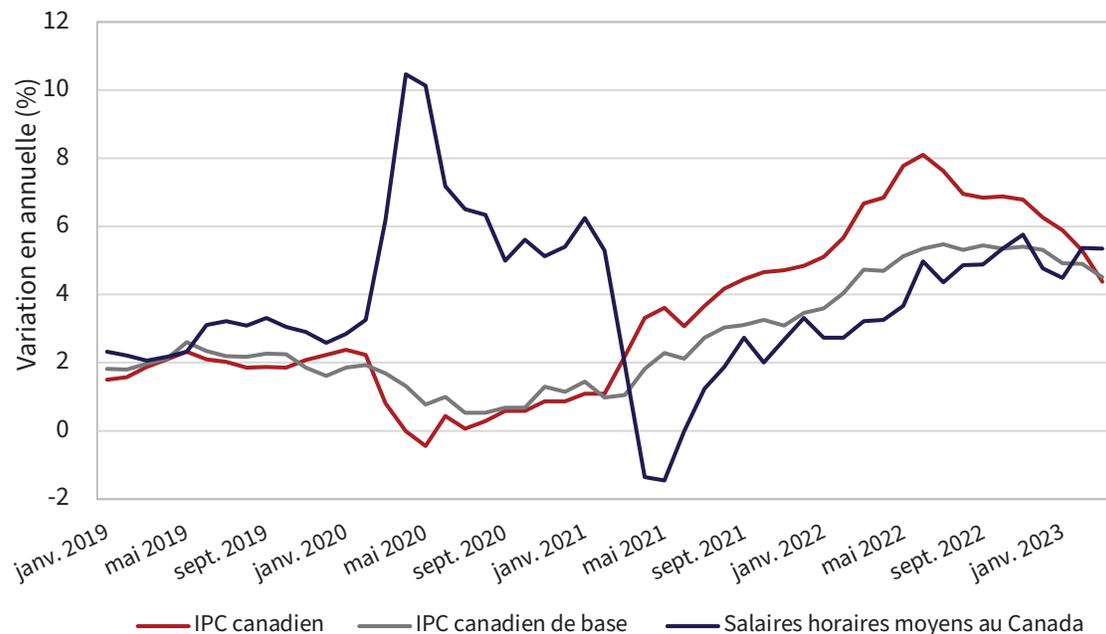
## Contre toute attente

La source du problème, comme les banquiers centraux le savent bien, c'est que les anticipations inflationnistes se transforment en attentes. Les employés sont des consommateurs et, aux États-Unis, ils ont vu l'IPC augmenter de 16,7 % et leur pouvoir d'achat diminuer. Une personne ayant reçu une augmentation de salaire de 2 % par année pour les trois années qui ont suivi le début de la pandémie en mars 2020, a donc reçu une augmentation de 6,1 %, mais elle accuse un retard de 10,6 % en termes réels. Voilà le problème. Les banques centrales et les bureaucrates financiers pourraient désirer que tout le monde « fasse sa part » et accepte des salaires réels plus faibles jusqu'au retour d'une inflation se chiffrant à 2 %, mais tout acteur économique rationnel devrait s'efforcer d'augmenter à nouveau ses revenus réels.

Nous le constatons au Canada avec la grève des fonctionnaires au fédéral, qui ont vu leurs hausses de salaire accuser beaucoup de retard sur la hausse des prix. Ils veulent rattraper le temps perdu en demandant des augmentations salariales annuelles de 4 à 8 %. Les employés du secteur privé ont

bénéficié d'augmentations salariales de 4 % au cours de la dernière année, comme l'illustre le graphique ci-dessous, et les dirigeants syndicaux de la fonction publique le soulignent dans le cadre de leurs négociations. L'IPC canadien global est en baisse en raison de la chute des prix des biens, mais l'IPC de base demeure élevé, principalement en raison du prix des services et des salaires. Puisque la main-d'œuvre est une composante beaucoup plus importante pour les coûts du secteur des services, on s'attendrait à ce que les salaires et les prix du secteur des services suivent la même trajectoire, ce qui est également illustré dans le graphique.

### IPC canadien, IPC de base et salaires horaires moyens



Source : Macrobond

### L'art de ne pas plaire à tout le monde

Comme nous vous le disons souvent dans cette infolettre, les gens veulent plus d'argent, pas moins d'argent. Imprimer de l'argent et sauver le système financier et l'économie du désastre, c'est payant sur le plan réputationnel. Le fait de raréfier l'argent et de déclencher une récession, c'est faire de soi le méchant de l'histoire.

Une pénurie d'argent ne sera jamais un concept populaire, mais les banques centrales semblent manquer de discernement lorsqu'il est question de communiquer la nouvelle. Adrian Orr, le gouverneur de la Banque de réserve de la Nouvelle-Zélande, a demandé à ses compatriotes, juste avant Noël, de se sacrifier pour le bien commun. Lors de la conférence de presse du 23 novembre qui a suivi sa décision relative à la politique monétaire, au cours de laquelle il a relevé les taux de 75 points de base, il a souhaité aux Néo-Zélandais « *un Noël financièrement raisonnable* ». Les commentateurs ont plaisanté en disant que le gouverneur était devenu « un vrai grincheux » et qu'il avait « volé le Noël de Chouville ». Au cours de la même séance d'information, M. Orr a également fait remarquer que tout un chacun devait réduire

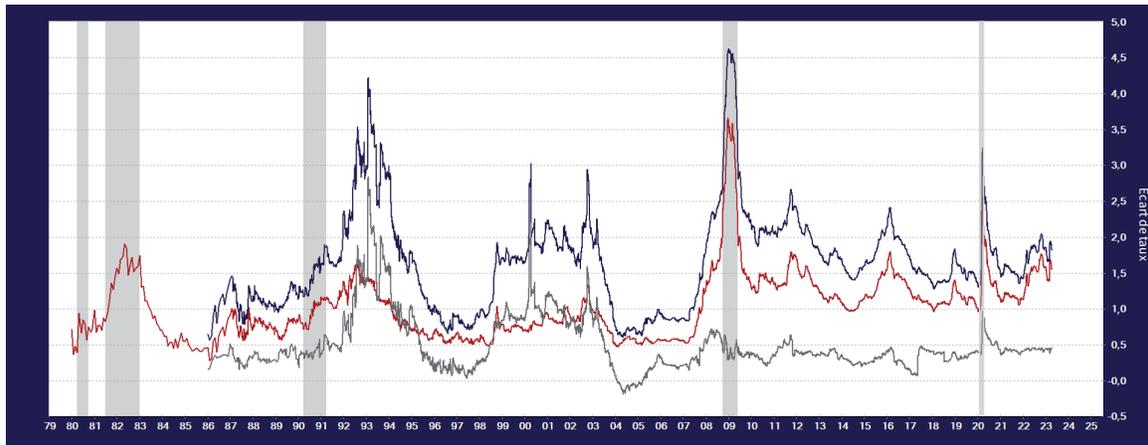
ses demandes salariales, que les augmentations salariales devaient être moindres et que les employeurs devaient réduire leurs hausses de prix. « **Les gens pourraient simplement commencer à s'attendre à une baisse de l'inflation à l'avenir et agir en conséquence.** *L'avenir est entre les mains des citoyens. Si vous commencez à penser autrement en terme de vos attentes en matière d'inflation et la croissance des salaires, notre travail à nous sera plus facile* ». Source : Hargreaves, D. (2022, 24 novembre). Le gouverneur de la Banque de réserve dit que la banque centrale est désolée que les Néo-Zélandais fassent les frais de l'augmentation de l'inflation; que cette dernière n'est l'amie de personne et qu'elle entraîne des coûts économiques. Interest.co.nz.

De toute évidence, M. Orr est tellement déconnecté de M. et M<sup>me</sup> tout le monde qu'il n'a aucune idée comment leur expliquer ses politiques. Le contrôle des salaires et des prix s'est avéré difficile dans les années 1970, lorsque les gouvernements l'ont imposé pour lutter contre l'inflation. Ça ne fonctionnait pas à l'époque, et demander au grand public de le faire lui-même n'est pas réaliste, compte tenu de la situation financière des électeurs. Ce qui semble être une bonne stratégie de relations publiques dans la salle du conseil d'une banque centrale semble un peu ridicule au grand jour!

## **Le grand écart**

Alors, quand saurons-nous si les banques centrales, et la Banque du Canada en particulier, en auront fait assez? Nous sommes à l'affût de tout éventuel signe de récession, et les écarts de taux sont un indicateur très fiable des difficultés financières des émetteurs. Lorsque les flux de trésorerie internes diminuent, un émetteur doit émettre davantage d'obligations, ce qui entraîne une augmentation de l'offre et de plus grands écarts. Les investisseurs obligataires peuvent même détenir des émetteurs en difficulté au sein de leurs propres portefeuilles. Le graphique ci-dessous illustre les récessions canadiennes dans les zones grisées. La ligne rouge correspond à l'écart entre le rendement de l'indice FTSE Canada Corporate Bond et celui de l'indice Canada Government Bond Index, et la ligne bleue correspond à l'écart entre l'indice BBB et l'indice Canada Government Bond Index. La ligne grise est l'« écart de qualité » entre le rendement d'une obligation notée BBB et celui d'une obligation notée A.

## Écarts de taux de l'indice FTSE Canada



Source : FTSE Global Debt Capital Markets, Inc.

On peut comprendre pourquoi, chez Canso, nous croyons que la valeur des écarts de rendement des obligations de sociétés est un bon précurseur de récession. Les écarts de rendement ont augmenté sans récession, mais nous n'avons jamais connu de récession en l'absence d'une telle augmentation, habituellement bien avant la récession. À cet égard, l'écart de rendement global entre les obligations de sociétés et les obligations notées BBB a augmenté récemment, mais l'écart de qualité entre les obligations notées BBB et A ne montre aucun signe de difficulté.

### T'inquiète!

La stabilité de l'écart de qualité entre A et BBB nous porte à croire que la récente crise bancaire a fait grimper tous les écarts des obligations de sociétés, et non seulement ceux des banques. Les investisseurs obligataires n'ont pas encore commencé à s'inquiéter vis-à-vis les obligations de qualité inférieure, comme le laisse penser cet écart. Pour ce qui est du marché américain des obligations à rendement élevé de qualité inférieure, le graphique ci-dessous illustre que les investisseurs ne s'inquiètent pas autrement de la qualité du crédit des sociétés. L'écart de l'indice ICE BofA U.S. High Yield s'établit à 465 points de base, ce qui est supérieur au buffet à volonté pendant la pandémie où la Réserve fédérale achetait des obligations de pacotille sans s'inquiéter outre mesure, mais tout près de l'écart moyen depuis 1996.

## Écarts de taux des obligations de sociétés américaines à rendement élevé



Source : Indices ICE BofA

Les actifs financiers autres que les obligations gouvernementales ne semblent pas présager de grandes difficultés. Les marchés boursiers se comportent également bien. L'indice S&P 500 des États-Unis est en hausse de 8,2 % depuis le début de l'année et n'a reculé que de 1,6 % d'une année à l'autre, rien de désastreux sur le plan des actions. Les prêts à effet de levier et les défaillances des obligations sont également dans les normes.

### C'est serré, serré

La forme de la courbe de rendement peut être un autre signe de récession. De nombreux économistes et stratèges considèrent l'inversion entre les obligations à court terme et les obligations à long terme comme une preuve de récession imminente. Cela attire certainement beaucoup l'attention des médias financiers. Comme nous l'avons dit plus tôt, nous estimons que les prévisions d'inflation à 2 % des obligations à long terme sont plutôt mal placées. Nous croyons que les contraintes financières liées au resserrement des liquidités et du crédit disponibles sont un meilleur indicateur de la santé économique.

Le graphique ci-dessous illustre l'écart de rendement entre les obligations à 2 ans et le taux de la BdC. Il s'agit du rendement supplémentaire dont peut se prévaloir un investisseur en adoptant une obligation à 2 ans plutôt qu'un taux variable. Lorsque le rendement à 2 ans est supérieur de 2 % au taux de la BdC, cela indique une politique monétaire conciliante et une abondance de liquidités. Il s'agit également d'une courbe de rendement dite « normale » et d'une indication que les investisseurs sont optimistes et que les rendements à court terme augmenteront. Ils se contentent de garder au portefeuille une obligation à plus long terme pour le rendement supplémentaire et acceptent le risque d'inflation, estimant qu'ils sont bien rémunérés pour ce risque.

## Récession et inversion de l'écart entre le taux à 2 ans et celui de la BdC



Source : FTSE Global Debt Capital Markets, Inc.

En revanche, lorsque le taux de la BdC est nettement supérieur au rendement d'une obligation à 2 ans, cela signifie une politique monétaire des plus strictes, signalant une véritable pénurie de liquidités et de crédit disponibles. La courbe de rendement s'en trouve inversée, car les investisseurs croient que l'économie s'affaiblira et que les taux à court terme baisseront à mesure que la Banque du Canada adoptera des mesures d'assouplissement. Pour cette raison, ils estiment qu'il est préférable de pérenniser le rendement inférieur d'une obligation à 2 ans afin d'éviter une chute des taux. Cela montre également que les trésoriers qui renouvellent leur dette à court terme paieront le prix du marché, quel qu'il soit, si le seul autre recours est une défaillance.

### Moyenne illusoire

Si l'on regarde le graphique, en moyenne, l'écart entre les taux des obligations à 2 ans et ceux de la BdC est très faible, à 0,06 %, mais il est très rare que l'écart se chiffre pile poil dans cette moyenne. Lorsqu'un navigateur trace un parcours désiré sur une carte, dans les faits il est rare qu'un navire tienne exactement le cap, plutôt il dérive tantôt d'un côté, tantôt de l'autre. Si le navire suit une bonne politique monétaire, il tirera dans tous les azimuts. Nous avons tracé un ruban de 66 %, soit 2 écart-types, par rapport à la moyenne de 0,06 %. Voilà maintenant que nous observons le taux actuel de -0,95 % se rapprocher de la zone dangereuse de -1,5 %. Étant donné que les investisseurs obligataires estiment que l'inflation se situe déjà à la cible de 2 %, soit un bon 2,3 % en deçà de l'inflation réelle, le bien-fondé de l'opinion du marché obligataire sur le rendement d'une obligation à 2 ans pourrait être remis en question. Un examen du graphique montre que les périodes inflationnistes antérieures des années 1970 et 1980 ont affiché des inversions de -3 % à -4 % avant que la BdC ne fasse marche arrière en raison du chaos économique qu'elle avait semé.

## Plus haut plus loin

À la lumière de tous ces enjeux, nous croyons que la Banque du Canada et d'autres banques centrales imposent un sevrage des liquidités, mais il nous semble que nous sommes encore loin de manquer d'argent et que la Banque ne cédera pas de sitôt. Après avoir commis la grossière erreur d'avoir attendu trop longtemps pour relever les taux après la pandémie, les banques centrales risquent de pratiquer une surcorrection dans la direction contraire. Nous pensons donc qu'il est très peu probable qu'elles céderont tant que l'inflation n'aura pas atteint la fourchette cible d'environ 2 %, de sorte que les taux d'intérêt pourraient demeurer plus élevés encore que ce qu'en pense le marché obligataire.

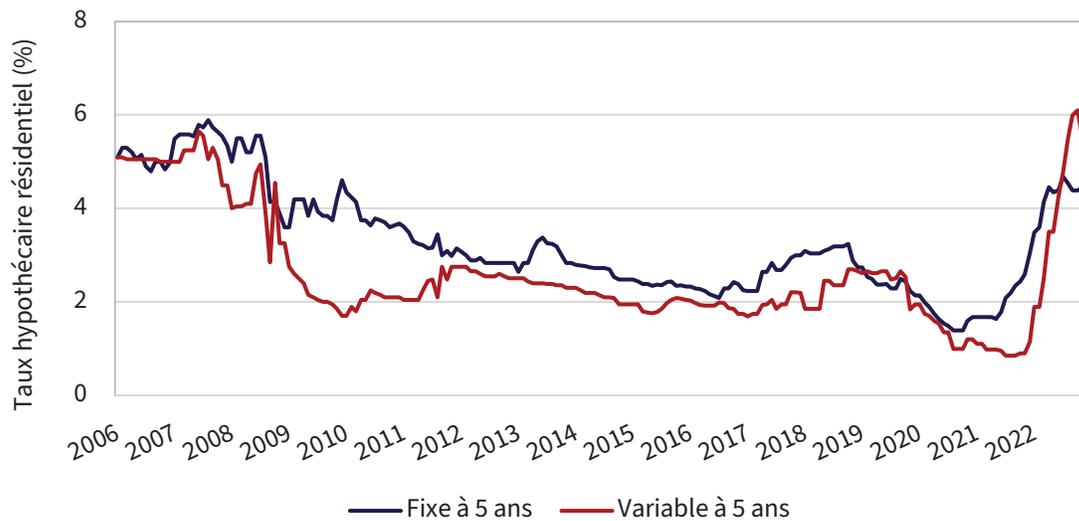
## Banques dans la ligne de mire

Dans la foulée des ruées sur la Silicon Valley Bank et le Credit Suisse, maints clients s'interrogeant sur le secteur bancaire, en particulier canadien, se sont tournés vers nous. Leur principale crainte : les prix exagérés du marché immobilier canadien au bilan et l'exposition du secteur bancaire aux prêts hypothécaires résidentiels. Si la valeur des maisons baisse et que les gens mettent la clé sous la porte, les banques subiront inévitablement des pertes.

Le marché immobilier résidentiel canadien nous préoccupe depuis de nombreuses années. En 2013, nous avons publié un Rapport sur la situation de l'immobilier résidentiel canadien, dans lequel nous soutenions que les logements canadiens étaient surévalués et qu'une éventuelle chute du prix des maisons pourrait avoir une incidence sur notre économie, surtout compte tenu du fait que l'immobilier est le principal moteur de la prospérité économique du Canada. Nous avions tort, sans équivoque et aux yeux de tous.

Avoir tort pour les bonnes raisons, ça ne nous dérange moins qu'autrement. La principale raison pour laquelle nous nous sommes trompés, c'est qu'au lieu de « normaliser » les taux d'intérêt, les banques centrales, y compris la Banque du Canada, les ont presque descendus au taux nul, comme l'illustre le graphique ci-dessous. Les taux hypothécaires à taux fixe de cinq ans sont passés de 3,5 % au moment de notre analyse à 1,5 % pendant la pandémie. Les taux hypothécaires à taux variable sont passés de 2,5 % à moins de 1 %. Comme nous l'avons expliqué en 2013, le prix des maisons est inversement corrélé aux taux hypothécaires. Ce n'est pas par hasard que les prix des maisons ont atteint un sommet alors que les taux d'intérêt étaient au plus bas pendant la pandémie.

## Taux fixes c. taux variables à 5 ans

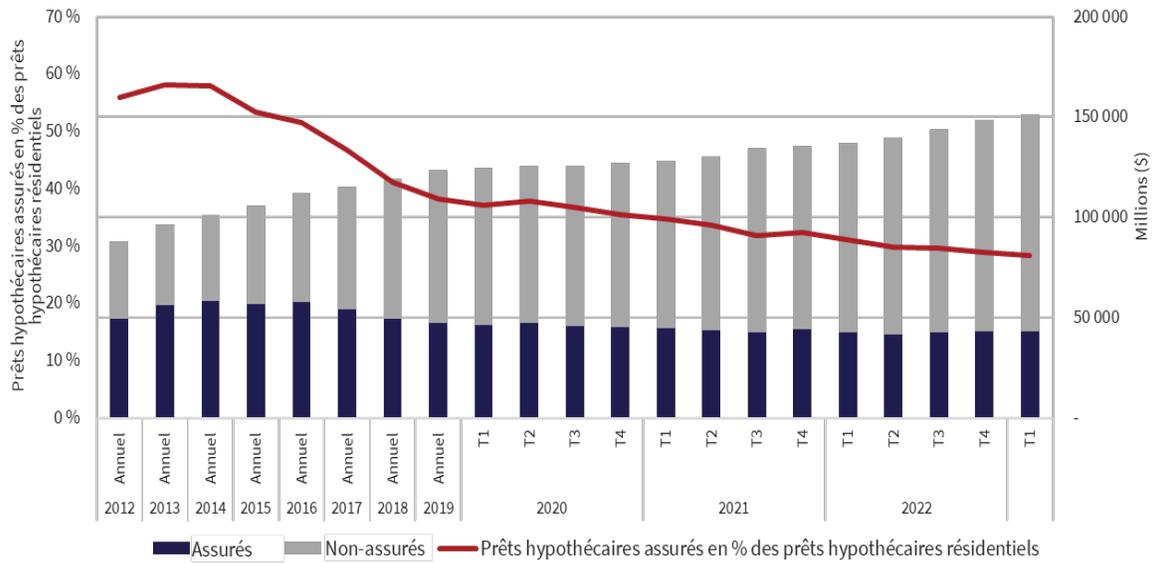


Source : ratehub.ca

Les taux hypothécaires ont énormément augmenté par rapport aux creux atteints pendant la pandémie, et maintenant que nous traversons une période prolongée de taux hypothécaires beaucoup plus élevés, bon nombre d'enjeux que nous avons soulignés sont encore très pertinents. Des cas de fraude hypothécaire généralisée sont de retour, et les promoteurs immobiliers peinent à financer l'achèvement de leurs projets. Les prêteurs hypothécaires privés, dernier recours des emprunteurs en difficulté, refusent de leur offrir du financement.

En fait, la situation est pire qu'en 2013 en termes d'exposition des banques canadiennes. Lorsque nous avons rédigé notre Rapport sur la situation, les banques étaient beaucoup plus protégées des difficultés liées à l'immobilier, car environ 60 % de leur exposition hypothécaire était assurée contre les pertes par le gouvernement. La SCHL a limité la quantité d'assurance à la disposition des grandes banques, et ce chiffre se rapproche maintenant de 30 %. Le tableau ci-dessous illustre le portefeuille de prêts hypothécaires de la BMO. En 2013, le portefeuille se chiffrait à 96 milliards de dollars, dont 56 milliards de dollars, ou 58 %, en prêts hypothécaires assurés. Les prêts hypothécaires assurés de la BMO ont baissé à 43 milliards de dollars en 2022, soit seulement 29 % de son portefeuille de prêts hypothécaires qui se chiffre aujourd'hui à 106 milliards de dollars.

## Prêts hypothécaires assurés et non assurés de la BMO



Source : BMO

Le secteur de l'immobilier résidentiel et des prêts hypothécaires canadien subit actuellement un « choc exogène », pour parler économiste, en raison de la normalisation des taux d'intérêt. Le prix du crédit hypothécaire a grimpé en flèche avec la normalisation des rendements obligataires. Si vous êtes un propriétaire immobilier canadien qui a contracté un prêt hypothécaire de cinq ans il y a cinq ans, en 2017, vous tomberez des nues au renouvellement. Votre taux sera passé de 3 % à 5 % et votre paiement augmentera d'environ 18 %. Tout propriétaire qui a emprunté au taux fixe à cinq ans le plus bas, soit 1,39 % en janvier 2021, espère désespérément que les taux baisseront avant 2026, car les taux actuels lui coûteront 37 % de plus par mois.

### Un plan peu reluisant

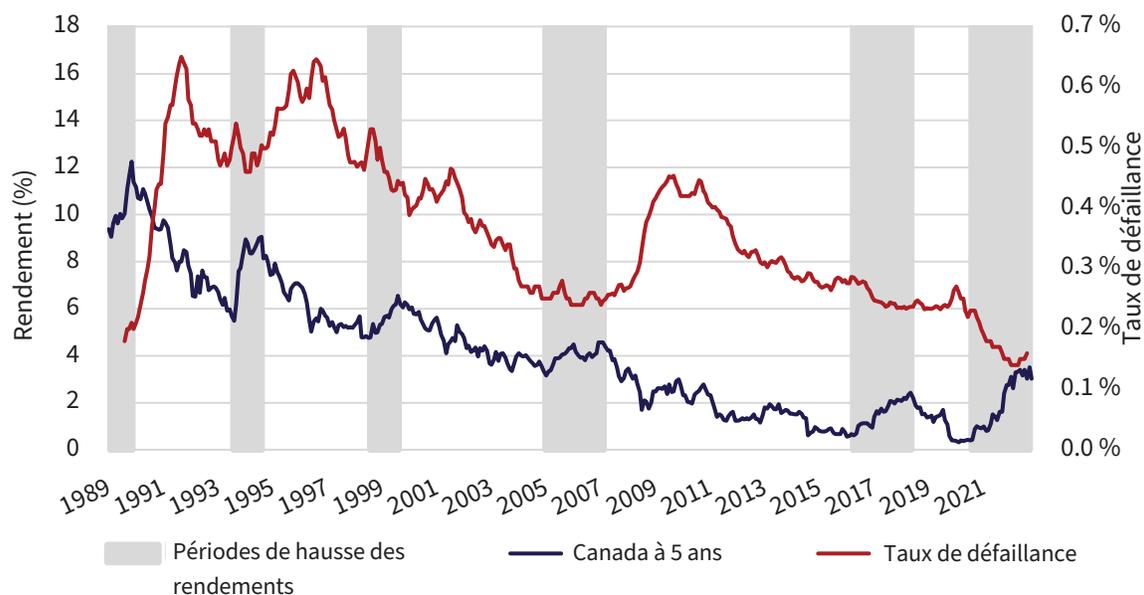
Si vous êtes chanceux, vous pourriez figurer parmi ceux qui ont demandé à leur banque amicale de « prolonger l'amortissement ». La majorité des prêts hypothécaires à taux variable au Canada sont assortis de paiements mensuels fixes. Au lieu de rajuster le paiement hypothécaire chaque mois en fonction de la hausse des taux d'intérêt, le pourcentage du paiement qui sert à payer les intérêts augmente, tandis que le remboursement du capital, lui, diminue. Cela a pour effet d'augmenter l'amortissement de l'hypothèque. Les banques canadiennes, qui n'avaient auparavant aucun prêt hypothécaire avec amortissement de plus de 30 ans au bilan, se retrouvent maintenant avec 30 % en pareille situation. L'amortissement de certains Canadiens s'étendrait en théorie sur plus de 80 ans.

Ce plan de match est en voie d'être raturé, car le BSIF, l'organisme canadien de réglementation des banques, envisage maintenant d'informer les banques que ce plan est peu reluisant sur le plan des risques financiers. Qui l'eût cru? Quoi qu'il en soit, les emprunteurs s'exposent à la possibilité de

paiements sensiblement plus élevés lorsqu'ils devront à nouveau respecter l'amortissement initial. Nous calculons qu'un emprunteur qui avait choisi le taux variable de 0,85 % disponible en 2022 verra ses paiements augmenter de 90 % au moment de son renouvellement en 2027, en supposant que les taux variables actuels perdurent.

Pourtant, malgré tout ce qui précède, les taux de défaillance au Canada, déjà à un creux historique, ont à peine tressailli, comme l'illustre le graphique suivant. Les choses peuvent changer rapidement, de 1990 à 1992, le taux avait plus que triplé de 0,18 % à 0,65 %. Malgré quelques accidents de parcours, les arriérés ont diminué depuis. La hausse des prix de l'immobilier donné du jeu et les arriérés sont restés stables et contrôlés, à l'exception de la période de hausse des taux de 2008 à 2011, au cours de laquelle ils ont presque doublé, passant de 0,25 % à 0,45 %. La période de taux d'intérêt ultra-faibles qui a débuté avec la crise de la dette européenne en 2011 y a été un remède du tonnerre et les arriérés sont tombés au plancher record de 0,14 %, encore plus bas qu'en 1990.

### Taux de défaillance des prêts hypothécaires canadiens



Source : Bloomberg, Association des banquiers canadiens

L'éventuel recul tant claironné du secteur immobilier canadien semble maintenant se concrétiser. Les arriérés hypothécaires augmentent de nouveau, à l'instar des taux d'intérêt, et les emprunteurs sont aux prises avec une dette hypothécaire très élevée, reflet du prix très élevé des maisons. La dernière fois que nous avons connu une longue période de baisse du prix des maisons, c'était au début des années 1990, et les arriérés hypothécaires et les pertes sur prêts ont alors monté en flèche. L'assureur hypothécaire privé MICC a fait faillite et la SCHL, garantie par le gouvernement, a eu besoin de l'aide du fédéral. Étant donné l'exposition accrue des banques canadiennes aux prêts hypothécaires résidentiels non assurés, leurs pertes sur prêts résidentiels pourraient augmenter et leurs profits en souffriront.

Un article récent du *Globe and Mail* sur l'assureur hypothécaire canadien Canada Guaranty Mortgage a souligné l'enjeu [traduction libre de l'article] :

« Selon les informations fournies par Canada Guaranty Mortgage Insurance Co., la **proportion des prêts dont le ratio prêt-valeur est estimé à plus de 100 % a augmenté de plus de six fois pour s'établir à près de 4 milliards de dollars au quatrième trimestre de l'exercice précédent. Cela représentait 5 % de l'encours de ses prêts hypothécaires assurés** pour les particuliers, selon les mesures trimestrielles du portefeuille de Canada Guaranty.

D'après les informations fournies, **ce montant était auparavant de 532 millions de dollars, soit 0,74 % de l'encours des prêts hypothécaires assurés** au quatrième trimestre de 2021. » Source : Younglai, R. (2023, 24 avril). *Mortgage insurers report growing number of homeowners with underwater loans*. (Les assureurs hypothécaires font état d'un nombre croissant de propriétaires surhypothéqués.) *The Globe and Mail*.

Cela dit, les banques canadiennes continuent de réaliser d'importants profits sans risque sur la tranche assurée de leur portefeuille hypothécaire, qui se chiffre à 30 %. Le gouvernement fédéral a accordé de l'aide aux banques canadiennes pendant la crise du crédit de 2008 dans le cadre de son Programme d'achat de prêts hypothécaires assurés (PAPHA) et il est probable que l'histoire se répète. Cette aide a rapidement permis aux banques canadiennes d'obtenir des liquidités et de dégager des profits sans risque pour consolider leurs bilans. Si un gouvernement veut que ses électeurs soient heureux, un marché immobilier résidentiel sens dessus dessous et funeste n'est pas une stratégie à retenir.

### **Qu'en est-il de mon argent?**

Les banques canadiennes bénéficient de l'appui implicite et symbiotique du gouvernement fédéral. De surcroît, leur oligopole réduit la concurrence. Bien qu'un ralentissement du marché immobilier et une récession au Canada puissent entraîner une baisse des bénéfices, nous croyons que les risques sont inférieurs à ceux de la crise du crédit de 2008. La réglementation bancaire a été considérablement resserrée depuis, ce qui a permis d'améliorer l'accès aux liquidités et de limiter les activités les plus risquées des marchés financiers.

Cela dit, une ruée sur une banque n'est rien d'autre qu'une perte de confiance lorsque les épargnants croient que leur argent est en danger. Si vous n'avez que 10 % de la valeur des dépôts des clients en caisse et que tout le monde veut récupérer son argent en même temps, vous avez un problème. La clientèle de Credit Suisse était principalement étrangère et aisée et, au premier signe de difficulté, elle s'est envolée. Selon nous, la base de dépôts et les franchises des banques canadiennes sont plus stables.

Traditionnellement, les titres de capital de première catégorie (T1) des banques canadiennes se négocient à des niveaux très serrés par rapport à leurs obligations non garanties de premier rang. Ces titres T1 auraient été convertis en actions privilégiées en cas de faillite de la banque. À l'époque, nous ne pensions pas qu'un aussi faible écart en valait le risque. Lorsque les titres T1 ont commencé à éprouver des difficultés financières, nous avons dégagé des sommes considérables dans divers titres T1 et titres de créance subordonnés de banques mondiales au fil des années.

Après la crise du crédit, les organismes de réglementation mondiaux ont forcé les banques à émettre des titres de créance de premier rang admissibles à la recapitalisation interne et ont créé des titres de première catégorie (AT1) supplémentaires qui pourraient subir d'importantes pertes lors de toute éventuelle « non-viabilité », ces titres se nommaient obligations de fonds propres d'urgence en cas de non-viabilité (FPUNV). Une variante de ces obligations a été radiée lors de la débâcle de Credit Suisse, et c'est la réputation de l'ensemble des titres AT1 qui en a pâti. À notre avis, le problème était que les détenteurs des obligations convertibles conditionnées suisses n'avaient pas lu les petits caractères et ne comprenaient pas les risques qu'ils prenaient. Une obligation est un contrat et si le contrat dit que la dette peut être radiée, ne vous en plaignez pas. Nous avons accumulé et détenu des obligations non garanties de premier rang de recapitalisation interne de Credit Suisse, sur lesquelles nous avons dégagé des gains, mais nous n'avons pas d'obligations convertibles conditionnées en raison de notre analyse et de notre compréhension des risques.

L'équipe de placement de Canso comprend les risques et leur attribue une valeur. Nous avons une grande expérience et avons connu un grand succès avec différentes catégories de titres bancaires. Nous estimons que les cours actuels des billets de capital à recours limité (« BCRL ») AT1 canadiens offrent une compensation raisonnable pour le risque encouru, étant donné qu'ils se négocient actuellement à des niveaux de rendement très élevés au rachat ou à l'échéance. Ces billets prévoient un conversion forcée en capitaux propres à un taux de non-viabilité et le BSIF, l'organisme canadien de réglementation des banques, l'a confirmé. Cela entraînerait une dilution massive des actionnaires ordinaires et les détenteurs d'obligations AT1 pourraient alors possiblement contrôler la banque. Les titres AT1 d'un émetteur en difficulté présentent des incertitudes et des inconvénients considérables, mais il y a un avantage à obtenir des titres de capitaux propres en difficulté à des cours inférieurs. Les rendements des titres juniors des banques étaient beaucoup plus élevés pendant la crise du crédit, tout éventuel acheteur doit savoir qu'il pourrait y avoir une baisse importante avant toute hausse.

### **C'est-tu fini?**

En conclusion, nous croyons toujours que les choses vont s'empirer avant de s'améliorer si les banques centrales continuent d'augmenter les taux d'intérêt. L'objectif du « resserrement » de la politique monétaire est de réduire la disponibilité des liquidités et du crédit au sein d'une économie et de ralentir l'inflation grâce à une baisse de l'activité économique. Le débat actuel tourne autour de la « fin ». Les

pessimistes croient que nous en avons fait assez. Nous n'en sommes pas si sûrs. À l'heure actuelle, les maisons attrayantes de la région de Toronto s'envolent encore en surenchère. Il semblerait que les acheteurs se soient bien adaptés à des taux plus élevés dans leur idée fixe d'acheter une maison.

Le marché obligataire prévoit déjà une inflation de 2 %, mais si ce n'est pas bientôt le cas, nous avons plus de risques que les rendements augmentent plutôt que chutent. Cela pourrait prendre un certain temps, comme lorsque les marchés obligataires se faisaient les prophètes de malheur de l'inflation dans les années 1990. La bonne nouvelle, c'est que le niveau actuel des rendements à court terme est juste pour une inflation de 2 %. La mauvaise nouvelle, c'est que les obligations canadiennes à long terme, qui se situent juste en deçà de 3 %, n'ont pas beaucoup de potentiel de hausse, même si l'inflation atteint miraculeusement le 2 % en peu de temps.

### **Devine bien qui pourra**

Nous privilégions donc l'extrémité courte à l'extrémité longue de la courbe de rendement. Nous croyons également que les obligations indexées sur l'inflation, après avoir dégoûté les investisseurs lors du récent pic d'inflation, nous semblent aujourd'hui très bon marché. Si la Réserve fédérale, la Banque du Canada et d'autres banques centrales maintiennent le cap, il y aura inévitablement une récession. Cela nous amène à faire preuve de prudence au sein de nos portefeuilles de crédit.

Comme le disent les anciens devins lorsqu'ils consultent leur boule de cristal ou leur brasero remplis d'os de poulet dans les films, « tout sera bientôt clair ». Pour l'instant, l'avenir est mi-figue mi-raisin, et il est de notre avis qu'il vaut mieux en faire une salade de fruits qu'essayer d'y lire l'avenir.

# Avril 2023 L'Observateur des marchés

## Coordonnées

### **Patrick McCalmont**

Gestionnaire de portefeuille  
pmccalmont@cansofunds.com

### **Jason Davis**

Gestionnaire de portefeuille  
jdavis@cansofunds.com

### **Richard Usher-Jones**

Gestionnaire de portefeuille  
rusherjones@cansofunds.com

### **Tim Hicks**

Gestionnaire de portefeuille  
thicks@cansofunds.com

Comme toujours, nous vous sommes reconnaissants de votre intérêt envers Canso et du soutien que vous lui accordez.

Inscrivez-vous à LinkedIn et à Twitter pour vous tenir au courant des derniers commentaires de Canso sur le marché.

Cette publication a été préparée par Canso Investment Counsel Ltd., uniquement à des fins d'information. Les renseignements contenus aux présentes ne doivent pas être interprétés comme constituant des conseils légaux, fiscaux ou de placement et sont fournis « en l'état ». Les renseignements contenus dans cette présentation sont susceptibles d'être modifiés sans préavis. Canso Investment Counsel Ltd. n'assume aucune obligation de mettre à jour ces renseignements, en tout ou en partie.

Certains renseignements dans cette publication proviennent de sources présumées fiables et/ou crédibles. Canso Investment Counsel Ltd. n'assume aucune responsabilité en regard de l'exactitude, l'actualité, la fiabilité ou la justesse de renseignements provenant de sources externes.

Ce document pourrait contenir des hypothèses constituant des « énoncés prospectifs ». Les énoncés concernant les objectifs, les buts, les stratégies, les intentions, les projets, les convictions, les attentes et les estimations d'un fonds ou d'une entité et leurs affaires, leurs activités, leurs rendements financiers et leurs conditions constituent des énoncés prospectifs. Les termes « croire », « attendre », « prévoir », « estimer », « entendre », « viser », « être », « devoir », « pouvoir » et toute autre expression similaire, de même que leur forme négative, sont destinés à identifier les énoncés prospectifs, bien que les énoncés prospectifs ne contiennent pas tous ces termes identifiables. Ces énoncés prospectifs sont assujettis à divers risques et incertitudes qui pourraient faire en sorte que les résultats soient considérablement différents des résultats prévus. Le lecteur ne devrait pas se fier indûment sur ces énoncés prospectifs. Bien que Canso Investment Counsel Ltd. considère ces risques et incertitudes comme étant raisonnablement fondés sur les renseignements actuellement disponibles, ceux-ci pourraient s'avérer inexacts.

Source : Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® est une marque de commerce et de service de Bloomberg Finance L.P. et de ses sociétés affiliées (collectivement « Bloomberg »). BARCLAYS® est une marque commerciale et une marque de service de Barclays Bank Plc (collectivement, avec ses sociétés affiliées, « Barclays »), utilisée sous licence. Bloomberg ou les parties concédantes de Bloomberg, incluant Barclays, détiennent tous les droits exclusifs dans les indices Bloomberg Barclays. Bloomberg et Barclays n'approuvent pas ni n'endossent ce document, ne garantissent d'aucune façon l'exhaustivité et l'exactitude des renseignements aux présentes ou les résultats qui pourraient en découler et, dans la mesure permise par la loi, se dégagent de toute responsabilité pour quelque perte ou dommage lié aux présentes.

Toute utilisation ou divulgation non autorisée est interdite. Aucune disposition aux présentes ne doit aucunement être considérée comme modifiant les droits ou obligations légaux prévus dans les ententes conclues entre toute entité de ICE Data Services (« ICE ») et leurs clients relativement à l'un des indices, produits ou services décrits dans les présentes. Les renseignements aux présentes fournis par ICE peuvent être modifiés sans préavis et ne constituent aucune forme de représentation ou d'engagement. ICE et ses sociétés affiliées n'offrent aucune garantie, expresse ou tacite, quant à la commercialité et la convenance pour un but particulier ou tout autre sujet lié aux renseignements fournis. Sans limiter la portée de ce qui précède, ICE et ses sociétés affiliées n'effectuent aucune représentation et n'offrent aucune garantie d'exhaustivité ou d'absence d'erreur, d'omissions ou de défauts en regard des renseignements fournis aux présentes. Tous les renseignements fournis par ICE appartiennent à ICE ou font l'objet d'une licence concédée à ICE. ICE conserve la propriété exclusive des indices ICE, incluant les indices ICE BofAML et les analyses sur lesquelles se fonde cette analyse. ICE peut, à sa discrétion absolue et sans préavis, réviser ou résilier les indices et les analyses de renseignements de ICE, et ce, à tout moment. Les renseignements indiqués dans cette analyse ne sont destinés qu'à l'usage interne et toute rediffusion de ces renseignements est expressément interdite.

Ni l'analyse, ni les renseignements contenus aux présentes ne constituent un conseil d'investissement, une offre ou une invitation à offrir d'acheter ou de vendre tout titre ou toute option, contrat à terme ou produit dérivé lié à ces titres. Les renseignements et les calculs contenus dans cette analyse ont été obtenus de diverses sources, incluant des sources autres que ICE, et ICE n'en garantit pas l'exactitude. Avant de vous fier à tout renseignement de ICE ou d'exécuter une opération sur titre sur la base de tels renseignements de ICE, vous êtes invités à consulter votre courtier ou un autre représentant financier, afin de vérifier les renseignements tarifaires. Il n'existe aucune assurance que les résultats hypothétiques seront identiques aux résultats réels sous quelque condition de marché que ce soit. LES RENSEIGNEMENTS DE ICE SONT FOURNIS « EN L'ÉTAT ». NI ICE, NI SES SOCIÉTÉS AFFILIÉES NI TOUT AUTRE FOURNISSEUR DE DONNÉES TIERS NE SERONT RESPONSABLES ENVERS TOUTE UTILISATION OU TOUTE

AUTRE PERSONNE POUR L'INTERRUPTION, L'INEXACTITUDE, LES ERREURS OU LES OMISSIONS, QUELLE QU'EN SOIT LA CAUSE, EN REGARD DE TOUT RENSEIGNEMENT FOURNI PAR ICE OU POUR TOUT DOMMAGE EN RÉSULTANT. En aucun cas ICE ou ses sociétés affiliées, leurs employés, dirigeants, administrateurs ou agents ne sont tenus responsables de quelque responsabilité que ce soit envers une personne ou entité, en lien ou résultant de ces analyses des renseignements ou des indices contenus aux présentes.

Source : London Stock Exchange Group plc et les entreprises de son groupe (collectivement, le « Groupe LSE »). © Groupe LSE 2022. FTSE Russell est un nom commercial de certaines sociétés du Groupe LSE. « FTSE® » est une marque déposée des sociétés du Groupe LSE concernées et est utilisée par toute autre société du Groupe LSE sous licence. Tous les droits relatifs aux indices ou aux données FTSE Russell sont dévolus à la société du Groupe LSE qui est propriétaire de l'indice ou des données. Ni le Groupe LSE ni ses concédants de licence n'assument de responsabilité à l'égard des erreurs ou des omissions dans les indices ou les données et aucune partie ne peut se fier aux indices ou aux données contenus dans la présente communication. Aucune autre distribution de données provenant du Groupe LSE n'est autorisée sans le consentement écrit exprès de la société du Groupe LSE concernée. Le Groupe LSE ne promeut, ne parraine ni n'approuve le contenu de cette communication. »