

30 novembre 2021

L'hémorragie de capital du Canada ne peut pas continuer

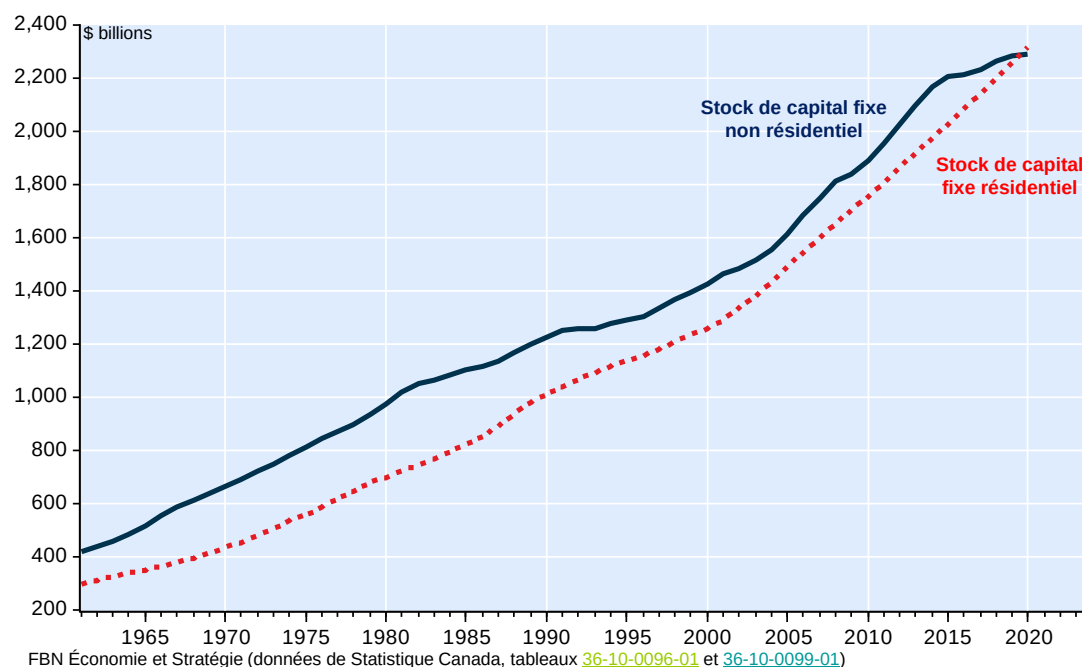
Par Stéfane Marion

Nous sommes entrés dans un nouveau régime dans lequel les pays et les entreprises doivent rendre leurs réseaux plus résilients dans un monde postpandémique, tout en répondant aux préoccupations des investisseurs concernant la transition énergétique et les considérations sociales et de gouvernance. À notre avis, cela nécessitera un effort important pour remplacer le stock de capital existant dans les économies de l'OCDE à un moment où nombre d'États sont déjà lourdement endettés. La capacité d'attirer et de retenir du capital privé sera par conséquent critique pour éviter une transition abrupte vers le nouveau régime. Petite économie ouverte, le Canada ne peut pas rester immobile et doit mieux faire croître son stock de capital afin de tirer le meilleur parti de sa politique d'immigration couronnée de beaucoup de succès et mettre à contribution le pouvoir productif d'un effectif croissant de travailleurs hautement qualifiés.

Malheureusement, l'investissement favorisant la croissance n'est pas au rendez-vous au Canada, et cette tendance était évidente déjà avant la pandémie. Un récent [rapport](#) de Statistique Canada relevait que, exprimé en volume, le stock de capital résidentiel a dépassé le stock de capital non résidentiel en 2020 pour la première fois depuis 1961, année où on a commencé à enregistrer ces données (graphique).

Les actifs résidentiels représentent le gros de notre stock de capital

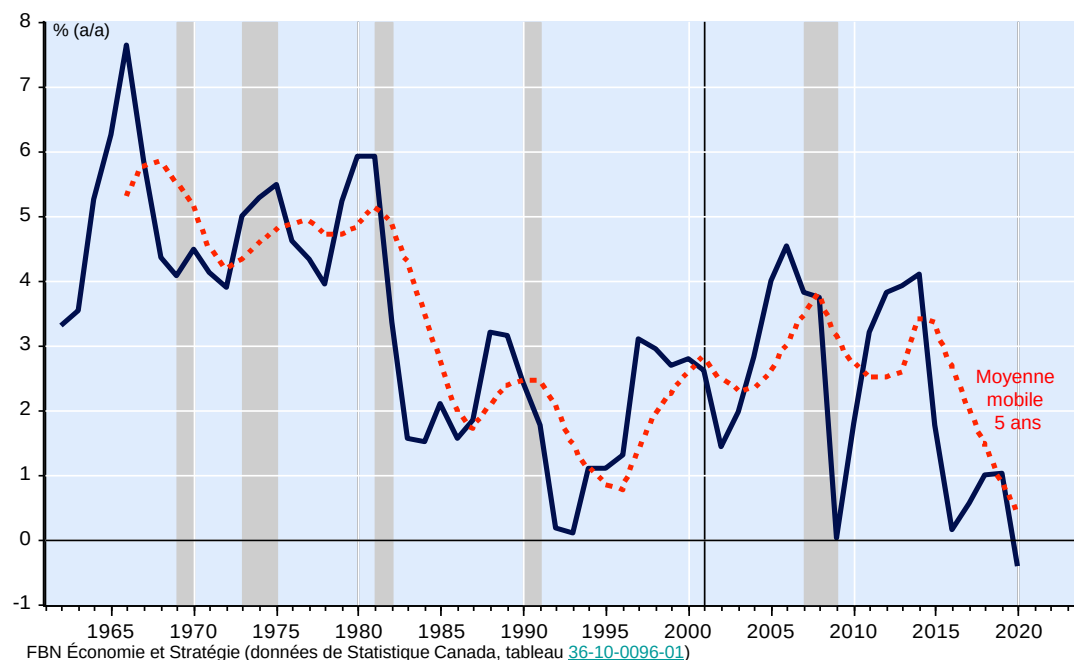
Stock de capital en fin d'année (2012 prix constants)



Le déficit de croissance du stock de capital privé (75 % du total) est particulièrement inquiétant. Nous estimons que le stock de capital non résidentiel s'est contracté pour la première fois l'an dernier (graphique). Si la pandémie a assurément exacerbé ce déclin, on notera que la moyenne mobile de 5 ans suit une tendance à la baisse depuis plusieurs années.

Canada : Le stock de capital non résidentiel privé baisse

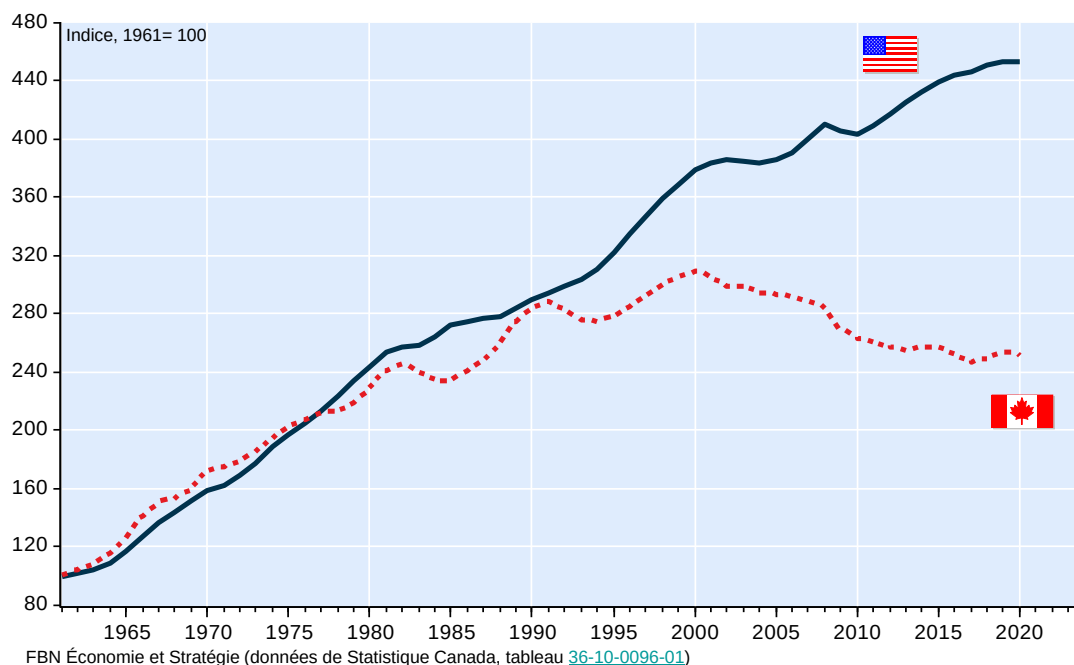
Stock net de capital fixe non résidentiel privé (en fin d'année, dollars constants)



Bien que la diminution continue de l'investissement dans le secteur de l'extraction minière, de l'exploitation en carrière et de l'extraction de pétrole et de gaz explique ce recul, nous constatons que le secteur manufacturier ne fait guère meilleure figure. Les usines canadiennes affichent actuellement le stock de capital le plus bas depuis 35 ans (graphique).

Canada : Le stock de capital manufacturier au plus bas depuis 35 ans

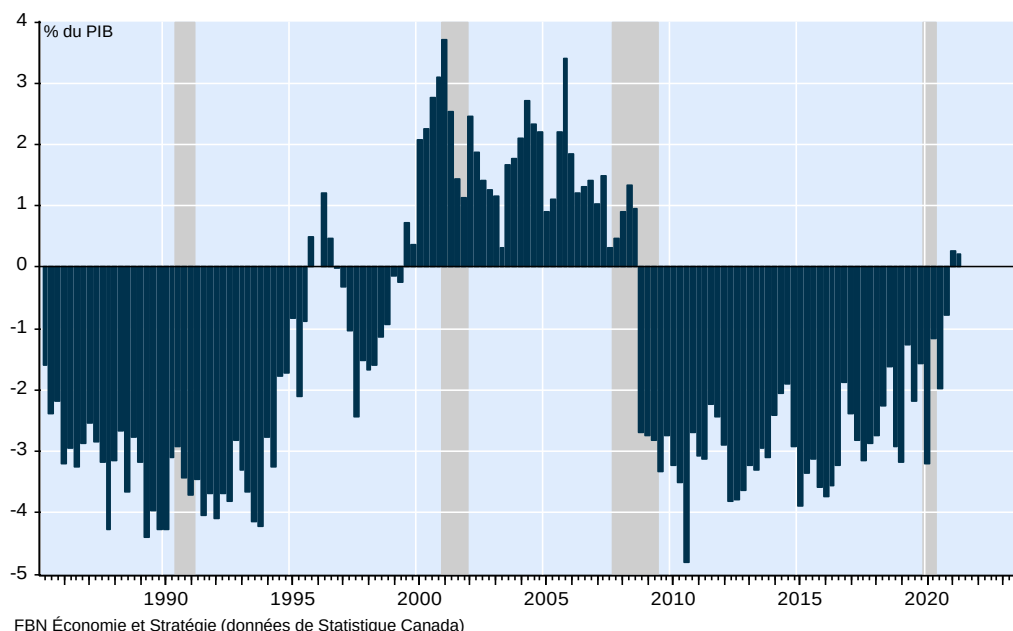
Stock de capital net en fin d'année dans la fabrication, Canada et États-Unis (dollars de 2012 en chaîne)



Quelle que soit la cause de cette carence d'investissement privé, nous devons redresser la barre. Le Canada est très dépendant des capitaux étrangers pour financer son compte courant qui redeviendra sans doute déficitaire en 2022. Si nos perspectives de croissance paraissent inintéressantes dans un monde postpandémique, une fuite des capitaux nous guette.

Canada : Le compte courant devrait redevenir déficitaire en 2022

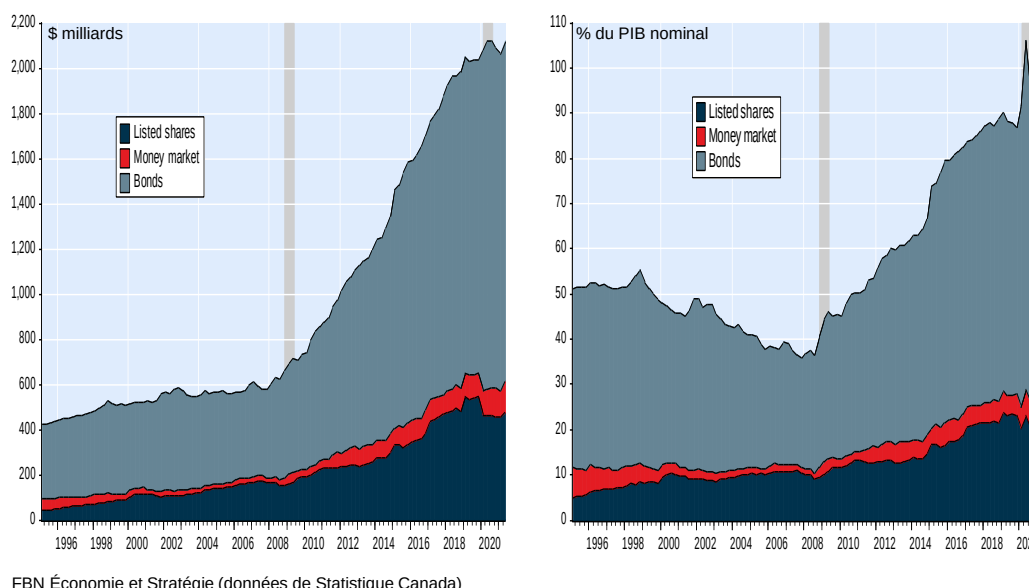
Solde du compte courant (désaisonnalisé)



Et les investisseurs étrangers sont trop importants pour qu'on puisse se payer le luxe de les ignorer. Au deuxième trimestre de 2021, ils détenaient plus de \$2,000 milliards de valeurs mobilières canadiennes, dont 70% étaient des obligations gouvernementales et des obligations de sociétés (graphique). Aujourd'hui, plus d'un quart des obligations fédérales et provinciales sont entre les mains d'investisseurs étrangers. Pour les obligations de sociétés, ce chiffre est plus proche de 50% et pour les actions cotées en Bourse, la proportion est voisine de 30%. Les entreprises canadiennes n'ont jamais été aussi dépendantes du capital étranger.

Portefeuille de titres canadiens détenu par des investisseurs étrangers

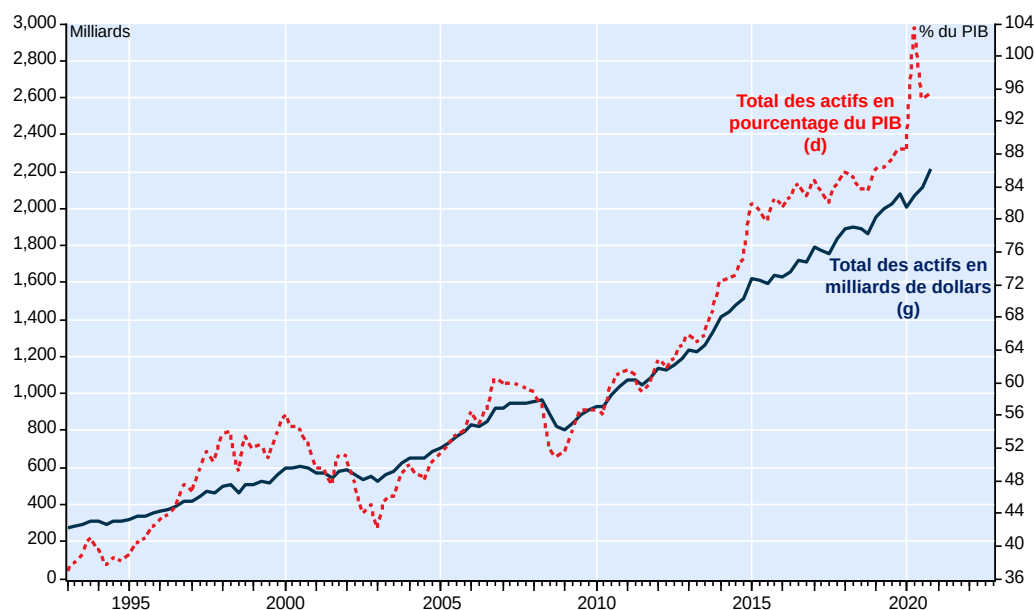
Valeur comptable, en fin de trimestre; dernière observation : T2 2021



Il vaut la peine de noter que cette dépendance croissance des fonds étrangers est survenue malgré l'influence de plus en plus grande des fonds de pension du Canada. Selon les plus récentes données disponibles, la valeur marchande des actifs détenus par des fiducies de retraite canadiennes dépassait les \$2,000 milliards, soit plus ou moins la taille du PIB du Canada. Cela représente une augmentation importante par rapport aux 36% du PIB du début des années 1990 (graphique).

Canada : La capitalisation des fonds de retraite équivaut au PIB

Valeur marchande des actifs détenus par des fonds de retraite fiduciaires canadiens

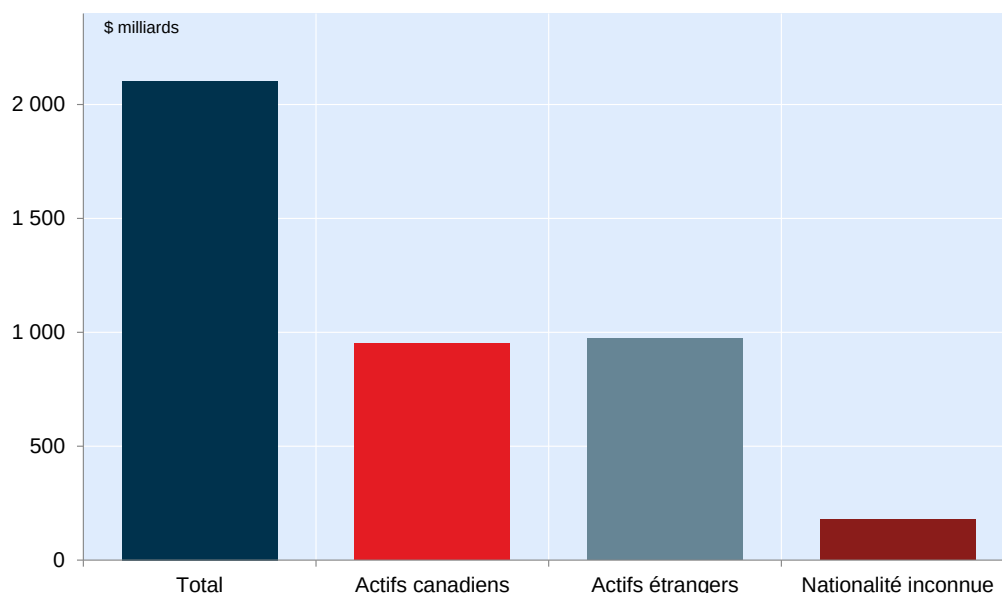


FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada, tableau [11-10-0077-01](#))

À mesure que se poursuit l'expansion des caisses de retraite canadiennes, on voit croître leur appétence pour les actifs étrangers. Selon le plus récent [rapport](#) de Statistique Canada, la valeur marchande totale des actifs étrangers détenus était de \$972 milliards au premier trimestre de 2021, dépassant pour la première fois celle des actifs canadiens en portefeuille (graphique).

Les fonds de pension ont plus d'actifs étrangers que de canadiens

Valeur marchande des positions en actifs étrangers et canadiens des caisses de retraite (au T1 2021)

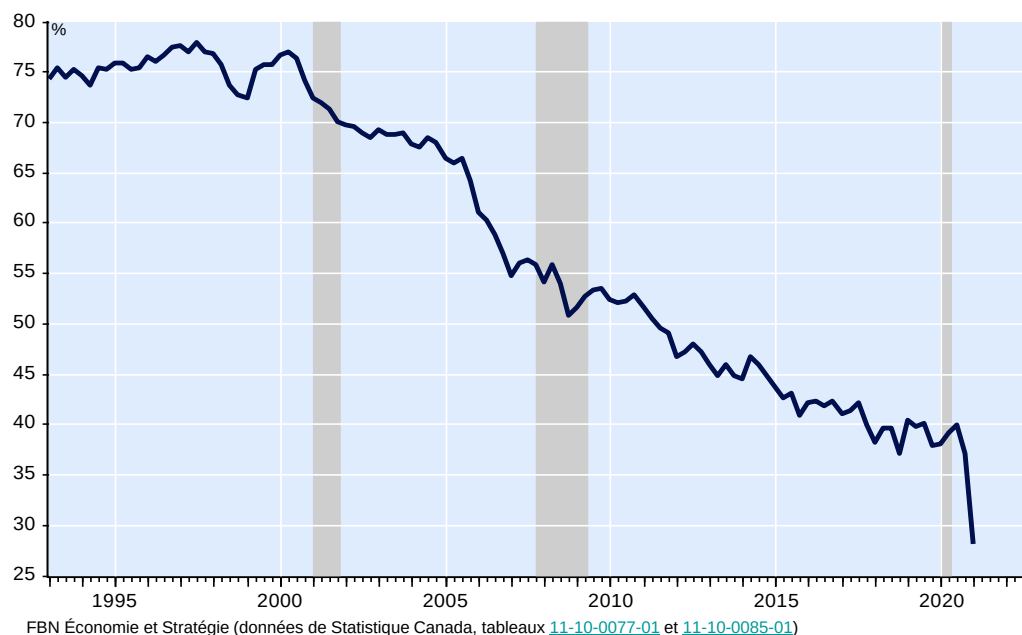


FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada, tableau [11-10-0085-01](#))

Le secteur qui semble le plus affecté par cette ruée des capitaux sur les actifs étrangers est le marché boursier canadien. Alors qu'au début des années 1990, les caisses de retraite détenaient environ 75% de sociétés canadiennes dans leurs avoirs totaux en actions, cette part a chuté à moins de 30% (graphique). Par comparaison, les caisses de retraite privilégient toujours les titres canadiens dans leurs portefeuilles obligataires, où ces derniers représentent 86% des avoirs.

Canada : Les fonds de pension délaissent les actions canadiennes

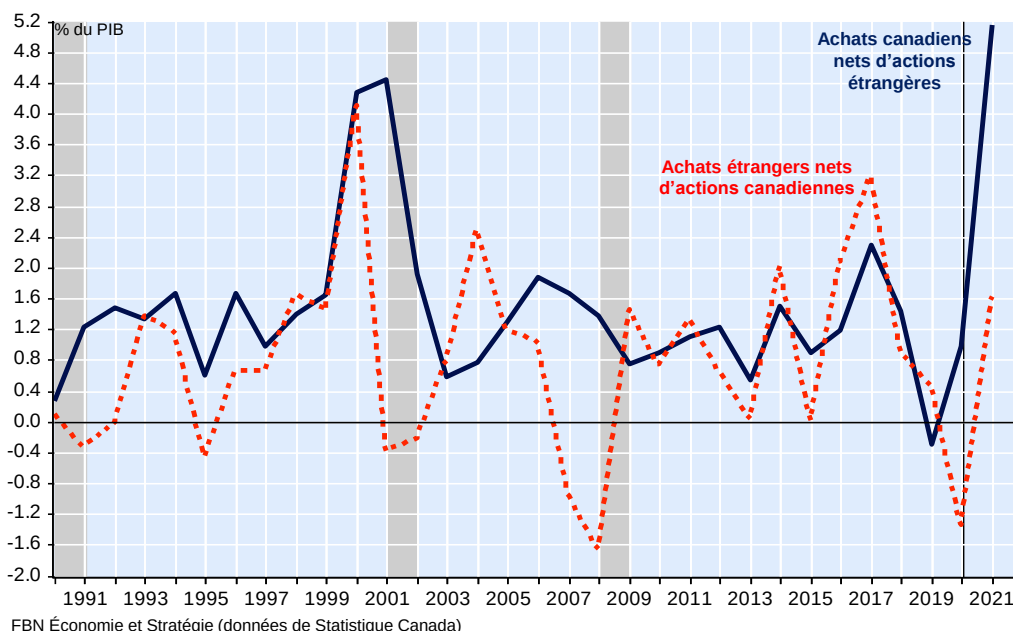
Proportion des valeurs canadiennes dans le total des actions détenues par les caisses de retraite



Les caisses de retraite du pays ont particulièrement délaissé les actions canadiennes au cours de la dernière année. Pendant les douze mois terminés en septembre 2021, les achats canadiens nets d'actions étrangères ont bondi à \$130 milliards (cela comprend les caisses de retraite ainsi que tous les autres investisseurs canadiens). En proportion du PIB, cela équivaut à 5.2%, soit une sortie record qui dépasse largement les achats étrangers d'actions canadiennes (graphique).

Canada : Investissement record en actions étrangères

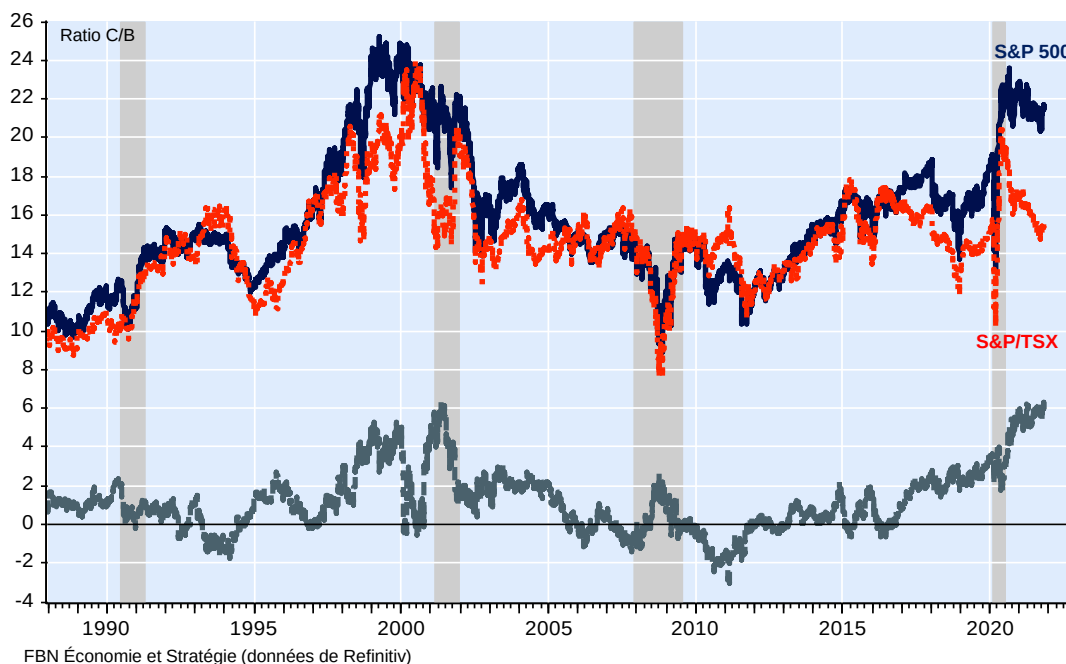
Achats nets d'actions et de parts de fonds d'investissement (somme mobile sur 12 M en sept. chaque année)



Cela est justifié au nom de ce qu'il est convenu d'appeler les considérations ESG. Mais qui sont au juste les bénéficiaires du capital canadien? Les entreprises américaines, principalement dans le secteur de la technologie de l'information, qui bénéficie de l'investissement indiciel. Si certaines de ces sociétés passent haut la main le test du « E » parmi les critères ESG, nous estimons que beaucoup d'entre elles ont un bilan douteux dans les critères « S » et « G ». La même chose est d'ailleurs vraie pour certains marchés émergents qui attirent aussi le capital canadien. Cela handicape les sociétés canadiennes par rapport aux entreprises étrangères. Actuellement, le ratio bénéfice/cours des constituants de l'indice S&P/TSX est plus élevé de 40% que celui des sociétés de l'indice S&P 500 (6.5% contre 4.6%). Cela laisse penser que le coût du capital est nettement moins élevé pour les sociétés américaines. Bien qu'il représente un des marchés boursiers les plus performants en 2021, l'indice S&P/TSX se négocie par conséquent à une décote record par rapport à l'indice S&P 500 (graphiques).

S&P/TSX : L'indice se négocie à une décote par rapport au S&P 500

Ratios C/B prévisionnels à 12 mois des indices S&P 500 et S&P/TSX



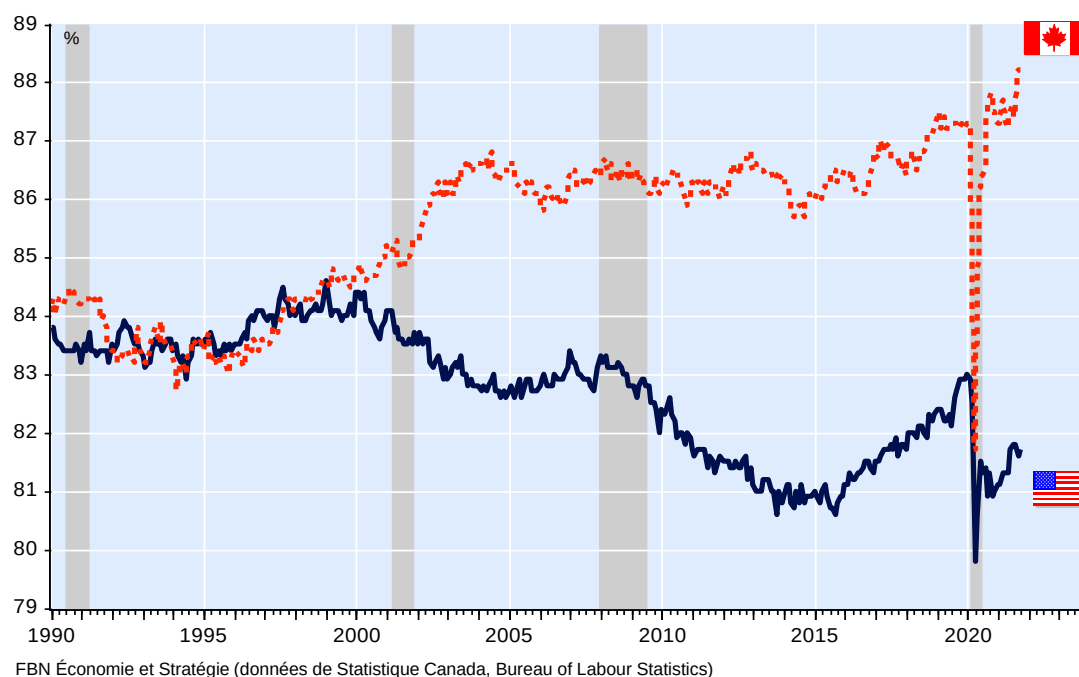
Conclusion

Il est vital pour les économies flexibles qui veulent s'adapter aux changements structurels massifs engendrés par la pandémie et lutter contre le changement climatique d'attirer des investissements privés et d'augmenter le stock de capital. Étant une petite économie ouverte qui restera dépendante de son secteur des ressources naturelles dans un avenir prévisible, il est crucial que le Canada explique mieux aux investisseurs sa transition ESG et comment celle-ci cadre avec sa stratégie d'intégration d'une chaîne d'approvisionnement mondiale potentiellement profondément altérée. Il est clair que nous laissons à désirer quand nos propres fonds de pension préfèrent investir plus lourdement à l'étranger qu'au Canada. Nous comprenons que les émissions de carbone sont maintenant au cœur des décisions d'investissement. En même temps, nous ne pouvons pas ignorer le fait que les possibilités géographiques du Canada, sa composition géologique, ses infrastructures existantes, la collaboration et ses partenariats industriels placent le secteur de l'énergie du pays en bonne posture pour devenir un chef de file mondial dans le captage, l'utilisation et le stockage du carbone (CCS/CUSC)¹. Quoi qu'il en soit, là où nous semblons laisser à désirer en E, nous le compensons largement en S ou en G. Une économie qui réussit à intégrer son importante population d'origine étrangère dans la population active pour produire un des taux d'activité les plus élevés de l'OCDE devrait être en mesure de faire bien mieux dans l'expansion de son stock de capital².

Sur cette toile de fond, nos décideurs politiques doivent trouver une solution pour résoudre le casse-tête de l'investissement du Canada avant d'aller plus loin et de rehausser encore le coût du capital pour les entreprises canadiennes en augmentant l'impôt des sociétés. Nous souffrons déjà d'une hémorragie de capital. Ce n'est pas le moment d'accroître notre handicap.

Canada : Le taux d'activité atteint un record

Taux d'activité des personnes âgées de 25 à 54 ans (en octobre 2021)



¹ Voir l'étude thématique de NBCMF sur le captage du carbone au Canada (*Carbon Capture in Canada: Boom or bust?*) du 3 août 2021.

² Selon l'[OCDE](#), plus d'un cinquième de la population du Canada est née à l'étranger contre 14% aux États-Unis.



Économie et Stratégie

Bureau Montréal

514 879-2529

Stéfane Marion

Économiste et stratège en chef
stefane.marion@bnc.ca

Kyle Dahms

Économiste
kyle.dahms@bnc.ca

Alexandra Ducharme

Économiste
alexandra.ducharme@bnc.ca

Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint
matthieu.arseneau@bnc.ca

Daren King

Économiste
daren.king@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Paul-André Pinsonnault

Économiste principal
paulandre.pinsonnault@bnc.ca

Jocelyn Paquet

Économiste
jocelyn.paquet@bnc.ca

Bureau Toronto

416 869-8598

Warren Lovely

Stratège principal, Taux d'intérêt et secteur public
warren.lovely@bnc.ca

Taylor Schleich

Stratège, Taux d'intérêt
taylor.schleich@bnc.ca

Alpa Atha

Économiste, Revenu fixe
alpa.atha@bnc.ca

Général

Le présent rapport a été élaboré par Financière Banque Nationale inc. (FBN), (courtier en valeurs mobilières canadien, membre de l'OCRCVM), filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la Bourse de Toronto.

Les renseignements contenus aux présentes ont été obtenus de sources que nous croyons fiables, mais ils ne sont pas garantis, peuvent être incomplets et modifiés sans préavis. Les renseignements sont à jour à la date indiquée dans le présent document. Ni le ou les auteurs ni FBN n'assument quelque obligation que ce soit de mettre ces renseignements à jour ou de communiquer tout fait nouveau concernant les sujets ou les titres évoqués. Les opinions exprimées sont fondées sur l'analyse et l'interprétation du ou des auteurs de ces renseignements, et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés dans les présentes, et rien dans le présent rapport ne constitue une déclaration selon laquelle toute stratégie ou recommandation de placement contenue aux présentes convient à la situation individuelle d'un destinataire. Dans tous les cas, les investisseurs doivent mener leurs propres vérifications et analyses de ces renseignements avant de prendre ou d'omettre de prendre toute mesure que ce soit en lien avec les titres ou les marchés qui sont analysés dans le présent rapport. Il importe de ne pas fonder de décisions de placement sur ce seul rapport, qui ne remplace pas un contrôle préalable ou les travaux d'analyse exigés de votre part pour motiver une décision de placement.

Le présent rapport ne peut être distribué que dans les cas permis par la loi applicable. Le présent rapport ne s'adresse pas à vous si FBN ou toute société affiliée distribuant le présent rapport fait l'objet d'interdiction ou de restriction de le mettre à votre disposition par quelque loi ou règlement que ce soit dans quelque territoire que ce soit. Avant de lire le présent rapport, vous devriez vous assurer que FBN a l'autorisation de vous le fournir en vertu des lois et règlements en vigueur.

Marchés financiers Banque Nationale du Canada est une marque de commerce utilisée par Financière Banque Nationale et National Bank of Canada Financial Inc.

Résidents du Canada

FBN ou ses sociétés affiliées peuvent appliquer toute stratégie de négociation décrite dans les présentes pour leur propre compte ou sur une base discrétionnaire pour le compte de certains clients; elles peuvent, à mesure que les conditions du marché changent, modifier leur stratégie de placement, notamment en procédant à un désinvestissement intégral. Les positions de négociation de FBN et de ses sociétés affiliées peuvent également être contraires aux opinions exprimées dans le présent rapport.

FBN ou ses sociétés affiliées peuvent intervenir comme conseillers financiers, placeurs pour compte ou preneurs fermes pour certains émetteurs mentionnés dans les présentes et recevoir une rémunération pour ces services. De plus, FBN et ses sociétés affiliées, leurs dirigeants, administrateurs, représentants ou adjoints peuvent détenir une position sur les titres mentionnés dans les présentes et effectuer des achats ou des ventes de ces titres à l'occasion, sur les marchés publics ou autrement. FBN, ses sociétés affiliées peuvent agir à titre de teneurs de marché relativement aux titres mentionnés dans le présent rapport. Le présent rapport ne peut pas être considéré comme indépendant des intérêts exclusifs de FBN et de ses sociétés affiliées.

Le présent rapport n'est pas considéré comme un produit de recherche en vertu des lois et règlements canadiens. Par conséquent, ce document n'est pas régi par les règles applicables à la publication et à la distribution de rapports de recherche, notamment les restrictions ou renseignements à fournir pertinents qui doivent être inclus dans les rapports de recherche.



Résidents du Royaume-Uni

Le présent rapport est un document de marketing. Il n'a pas été préparé conformément aux exigences prévues par les lois de l'Union européenne établies pour promouvoir l'indépendance de la recherche en matière de placement, et il ne fait l'objet d'aucune interdiction concernant la négociation préalable à la diffusion de la recherche en matière de placement. FBN a approuvé le contenu du présent rapport, dans le cadre de sa distribution aux résidents du Royaume-Uni (notamment pour l'application, au besoin, du paragraphe 21(1) de la *Financial Services and Markets Act 2000*). Le présent rapport est fourni à titre indicatif seulement et ne constitue en aucun cas une recommandation personnalisée ni des conseils juridiques, fiscaux ou de placement. FNB et sa société mère, ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle, ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des placements ou des placements connexes qui font l'objet du présent rapport, ou ils peuvent avoir détenu de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de contrepartistes ou de mandataires. Elles peuvent agir à titre de teneurs de marché pour ces placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre, ou peuvent agir à titre de banque d'investissement ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements et les revenus qui en découlent peuvent autant baisser qu'augmenter, et il se peut que vous ne récupériez pas la somme investie. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Si un placement est libellé en devises, les variations de change peuvent avoir un effet défavorable sur la valeur du placement. Il peut s'avérer difficile de vendre ou de réaliser des placements non liquides, ainsi que d'obtenir de l'information fiable concernant leur valeur ou l'étendue des risques auxquels ils sont exposés. Certaines opérations, notamment celles qui concernent les contrats à terme, les swaps, et autres produits dérivés, soulèvent un risque sérieux et ne conviennent pas à tous les investisseurs. Les placements prévus dans le présent rapport ne sont pas offerts aux clients particuliers, et le présent rapport ne doit pas leur être distribué (au sens des règles de la Financial Conduct Authority). Les clients particuliers ne devraient pas agir en fonction des renseignements contenus dans le présent rapport ou s'y fier. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription, ni la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription des titres décrits dans les présentes, ni n'en fait partie. On ne doit pas non plus se fonder sur le présent rapport dans le cadre d'un contrat ou d'un engagement quelconque et il ne sert pas, ni ne servira de base ou de fondement pour de tels contrats ou engagements.

Les présents renseignements ne doivent être communiqués qu'aux contreparties admissibles et clients professionnels du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. FBN est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni, et à son siège social au 70 St. Mary Axe, London, EC3A 8BE.

FBN n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority ou par la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

Résidents des États-Unis

En ce qui concerne la distribution du présent rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») qui est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC), membre du groupe de FBN, endosse la responsabilité du contenu du présent rapport, sous réserve des modalités susmentionnées. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis doivent communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Ce rapport n'est pas un rapport de recherche et ne s'adresse qu'aux grands investisseurs institutionnels des États-Unis. Ce rapport n'est pas assujéti aux normes d'indépendance et d'informations à fournir aux États-Unis applicables aux rapports de recherche.

Résidents de HK

En ce qui concerne la diffusion de ce document à Hong Kong par NBC Financial Markets Asia Limited (« NBCFMA »), titulaire d'un permis de la Securities and Futures Commission (« SFC ») qui l'autorise à mener des activités réglementées de type 1 (négociation de valeurs mobilières) et de type 3 (négociation avec effet de levier sur le marché de change), le contenu de cette publication est uniquement présenté à titre d'information. Il n'a pas été approuvé, examiné ni vérifié par aucune autorité de réglementation de Hong Kong, ni n'a été déposé auprès d'une telle autorité. Rien dans ce document ne constitue une recommandation, un avis, une offre ou une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'un produit ou d'un service, ni une confirmation officielle d'aucune transaction. Aucun des émetteurs de produits, ni NBCFMA ni aucun membre de son groupe, ni aucune autre personne ou entité désignée dans les présentes n'est obligé de vous aviser de modifications de quelque information que ce soit et aucun des susmentionnés n'assume aucune perte que vous auriez subie en vous en fondant sur ces informations.

Ce document peut contenir des informations au sujet de produits de placement dont l'offre au public de Hong Kong n'est pas autorisée par la SFC et ces informations seront uniquement mises à la disposition de personnes qui sont des investisseurs professionnels [au sens de « Professional Investors », tel que défini par la Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (« SFO »)]. Si vous avez des doutes quant à votre statut, vous devriez consulter un conseiller financier ou communiquer avec nous. Ce document n'est pas un document de marketing et n'est pas destiné à une distribution publique. Veuillez noter que ni ce document ni le produit qui y est mentionné ne sont visés par une autorisation de vente de la SFC. Prière de vous reporter au prospectus du produit pour des renseignements plus détaillés.

Des conflits d'intérêts concernant NBCFMA ou les activités de membres de son groupe sont possibles. Ces activités et intérêts comprennent des intérêts multiples en termes de conseils, transactionnels et financiers, dans les valeurs mobilières et instruments qui peuvent être achetés ou vendus par NBCFMA ou les membres de son groupe, ou dans d'autres instruments de placement qui sont gérés par NBCFMA ou les membres de son groupe qui peuvent acheter ou vendre de telles valeurs mobilières ou de tels instruments. Aucune autre entité au sein du groupe de la Banque Nationale du Canada, y compris la Banque Nationale du Canada et Financière Banque Nationale Inc., n'est titulaire d'un permis de la SCF ni n'est inscrite auprès de la SFC. Par conséquent, ces entités et leurs employés ne sont pas autorisés à ni n'ont l'intention de : (i) se livrer à une activité réglementée à Hong Kong; (ii) se présenter comme s'ils se livraient à une activité réglementée à Hong Kong; (iii) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

Droits d'auteur

Le présent rapport ne peut être reproduit en totalité ou en partie, ni distribué, publié ou mentionné de quelque manière que ce soit, ni ne le peuvent les renseignements, les opinions ou les conclusions qu'il contient sans, dans chaque cas, obtenir le consentement préalable et écrit de la FBN.