

# LE MENSUEL OBLIGATAIRE

AlphaFixe  
Capital

MARS 2018

## ÉVÉNEMENTS ÉCONOMIQUES

- Le taux annuel d'inflation au Canada a atteint son niveau le plus élevé depuis octobre 2014 à 2,2% à la suite d'une hausse mensuelle de 0,6 % en février. Au cours des douze derniers mois, les prix des huit composantes principales de l'indice ont augmenté, notamment ceux de l'énergie avec un bond de 5,3 % depuis février 2017. Si l'on exclut les variations des prix des aliments et de l'énergie, la croissance annuelle se situe à 1,8 %. Néanmoins, la Banque du Canada utilise 3 mesures tendanciennes des prix de base (IPC-tronq, IPC-méd et IPC-comm) dont la moyenne de la variation annuelle se situe à un sommet des six dernières années, soit 2,03 % en février contre 1,83 % le mois précédent.
- L'économie américaine a ajouté 313 000 emplois en février, la plus grande variation mensuelle depuis l'été 2016. Des révisions ont aussi été apportées aux deux précédents mois pour un ajout de 54 000 emplois. Toutefois, le taux de chômage est demeuré stable à 4,1 % pour un cinquième mois consécutif. Le salaire horaire moyen a crû de 0,1 % mensuellement, ce qui porte la variation annuelle à 2,6 %. En janvier, la croissance annuelle des salaires a atteint 2,9 %, causant un certain vent de panique quant au risque d'une inflation accrue.
- Le 13 mars dernier, aucune obligation de 10 ans du gouvernement du Japon ne s'est négociée sur le marché secondaire, une septième fois en 24 ans. Avec plus de 9 000 milliards \$ d'encours, le Japon constitue le second marché d'obligations d'État au monde après celui des États-Unis. Toutefois, la Banque du Japon détient un peu plus de 40 % de ce marché à travers son programme de rachats d'actifs, laissant ainsi peu d'espace aux autres investisseurs pour négocier des titres.

## ÉVOLUTION DES TAUX

- La Réserve fédérale a relevé son taux directeur de 25 p.c. pour le fixer à 1,75 % à sa réunion du mois de mars. Le nouveau président de la Fed, Jerome Powell, a aussi présenté de nouvelles perspectives de croissance pour l'économie américaine dopées par le stimulus fiscal. Les membres de la Fed misent dorénavant sur une fourchette de croissance de 2,6-3,0 % en 2018 et de 2,2-2,6 % l'an prochain, en hausse de 4 et 3 dixième cette année et l'an prochain. Le taux de chômage devrait atteindre 3,4-3,7 % en 2019 contre 4,1 % actuellement. Par contre, les prévisions d'inflation ont très peu changé et devraient se stabiliser autour de 2 %.
- À l'issue de la réunion du 7 mars, la Banque du Canada a laissé son taux directeur inchangé à 1,25 % en dépit d'une croissance économique vigoureuse en 2017. La Banque demeure consciente que la conjoncture justifie un retrait de l'assouplissement monétaire toujours en place, mais s'inquiète toujours des répercussions de la renégociation de l'ALÉNA et du marché immobilier.

*L'indice tendanciel des prix est en hausse, mais les incertitudes liées au commerce international et à l'immobilier résidentiel devraient toujours préoccupier la Banque du Canada. Si elle attend un dénouement de l'ALÉNA avant d'agir, la Banque risque d'être forcée à redresser plus rapidement ses taux dans le futur, ce qui pourrait causer un trouble au marché immobilier canadien.*



*La décélération des salaires en février n'est pas inquiétante, car la Fed établit sa politique monétaire aussi en fonction d'informations anecdotiques. À cet égard, la plupart des 12 districts de la Fed ont vu les employeurs hausser les salaires et offrir des prestations supplémentaires pour attirer les travailleurs.*

*Depuis septembre 2016, la Banque du Japon cible le taux de 10 ans à 0 % au lieu de fixer un montant mensuel d'achats d'actifs. Maintenant qu'elle détient près de 40% de l'encours, la Banque du Japon n'a plus à intervenir autant pour atteindre son objectif, de sorte que les achats sont dorénavant inférieurs aux nouvelles émissions du gouvernement, une première depuis 2013.*

*La Fed s'attend donc à une accélération de la croissance et de l'emploi sans inflation supplémentaire, et ce, malgré la pénurie de main-d'oeuvre et une possible guerre commerciale. Si ces deux derniers éléments s'intensifient au cours de l'année, la Fed sera forcée à être plus agressive que les 2 hausses de taux escomptées d'ici la fin de l'année.*

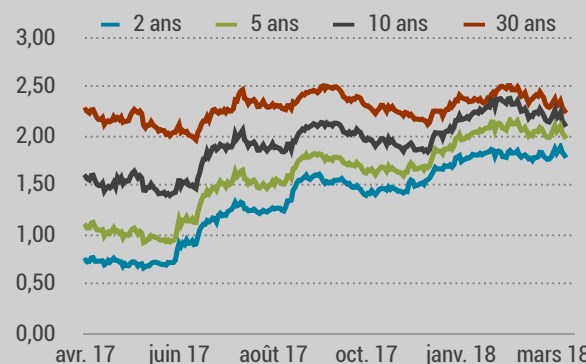
*Maintenant que la Fed a majoré son taux au milieu du mois, l'écart entre les taux directeurs canadien et américain s'élève à -0,50 %. Depuis le début des années 2000, cet écart a atteint un creux de -1,00 %. La Banque devrait donc suivre les pas de la Fed prochainement sinon le huard se dépréciera, ajoutant ainsi à l'inflation déjà préoccupante.*

## TAUX DE RENDEMENT OBLIGATAIRE

		Variation mois	Variation 2018		Variation mois	Variation 2018
31 mars 2018						
Taux directeur	1,25 %	0,00 %	0,25 %	1,75 %	0,25 %	0,25 %
3 mois	1,10 %	-0,05 %	0,04 %	1,70 %	0,05 %	0,32 %
2 ans	1,78 %	-0,01 %	0,09 %	2,27 %	0,02 %	0,38 %
5 ans	1,97 %	-0,08 %	0,10 %	2,56 %	-0,08 %	0,36 %
10 ans	2,09 %	-0,14 %	0,05 %	2,74 %	-0,12 %	0,33 %
30 ans	2,23 %	-0,15 %	-0,04 %	2,97 %	-0,15 %	0,23 %
ORR 30 ans	0,53 %	-0,07 %	-0,04 %			

Source: Bloomberg

## ÉVOLUTION ANNUELLE DES TAUX CANADIENS



## PRIMES DE RISQUE DES OBLIGATIONS DE CRÉDIT

### Variations

Émetteurs	Note de crédit		Écart			5 ans		10 ans		30 ans	
	DBRS	S&P	5 ans	10 ans	30 ans	mois	2018	mois	2018	mois	2018
Banque Royale, billet de dépôt	AA	AA-	80	100	140	5	5	5	10	5	10
Financière Manuvie, dette senior	A high	A+	95	120	170	5	5	0	5	5	5
Fortis Inc.	BBB high	BBB+	105	140	175	10	15	10	5	5	10
Hydro One	A high	A	75	95	135	10	10	5	10	5	5
Enbridge Inc	BBB high	BBB+	125	175	240	10	10	15	10	15	15
Encana Corp	BBB low	BBB	135	190	260	0	5	-5	0	-5	-5
GTAA	---	A+	60	85	100	5	10	10	15	5	15
Bell Canada	BBB high	BBB+	105	150	210	10	10	10	5	5	10
Rogers Communications	BBB	BBB+	95	140	205	10	5	5	0	5	5
Loblaw	BBB	BBB	105	155	210	0	10	5	10	0	10
Canadian Tire	BBB high	BBB+	110	160	220	0	10	5	10	5	15
Province Québec	A high	AA-	43	62	75	3	7	2	7	1	10
Province Ontario	AA low	A+	45	69	80	4	7	6	10	4	13
SCHL	AAA	AAA	31	40	---	3	4	2	5		

Source: Financière Banque Nationale

## MARCHÉ DU CRÉDIT

● La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 8,8 milliards \$ au mois de mars, une hausse de 2,8 milliards \$ par rapport au mois précédent, mais 817 millions \$ de moins qu'en mars 2017. La Banque CIBC a procédé à sa troisième émission de dette subordonnée éligible comme Fonds propres d'urgence en cas de non-viabilité de l'institution (FPUNV). Notée BBB dans l'indice FTSE TMX, l'obligation d'une taille de 1,5 milliard \$ offrait une prime de rendement de 1,4 % pour un terme de 5 ans. Depuis le 7 février dernier, tous les titres FPUNV en circulation au Canada font partie de l'indice FTSE TMX, leur poids s'élève à 4,3 % des obligations de sociétés avec un encours total de 19,6 milliards \$.

● Le gouvernement du Québec a annoncé des dépenses supplémentaires de 848 millions \$ pour l'exercice se terminant le 31 mars 2018, réduisant ainsi le surplus à 850 millions \$. Pour le prochain exercice (2018-19) et les 5 années subséquentes, le gouvernement mise sur un budget équilibré. En cette année électorale, les revenus du gouvernement devraient atteindre 109,6 milliards \$ (+ 2,2 %) tandis que les dépenses s'élèveront à 108,7 milliards \$ (+ 4,7 %) auxquelles s'additionne aussi le versement obligatoire de 2,5 milliards \$ au Fonds des générations. Ainsi, pour pallier au manque à gagner, le gouvernement puisera 1,6 milliard \$ dans la réserve de stabilisation cette année et 1,4 milliard \$ au cours des deux prochaines années. Cette réserve est actuellement de 5,4 milliards \$. Par ailleurs, Québec a l'intention de réduire sa dette de 10 milliards \$ au cours des 5 prochaines années en retirant 2 milliards \$ par année du Fonds des générations dont la taille s'élève à 12,8 milliards \$ au 31 mars 2018. Par conséquent, le ratio d'endettement devrait passer de 49,6 % actuellement à 45 % dans 5 ans.

● L'agence de notation DBRS a revu à la hausse les perspectives de la note de crédit de Sobeys (BB high) de négative à stable. Ce changement survient alors que l'épicier a su stabiliser ses parts de marché et améliorer la croissance des ventes de ses magasins comparables à un niveau qui s'approche de ses concurrents. Par conséquent, le ratio de dette sur les BAIIA s'est amélioré, passant de 4,0x à 3,4x. Pour obtenir une action positive de la part de l'agence, Sobeys devra améliorer davantage ses ventes de magasins comparables à un taux équivalent à celui des autres épiceries tout en augmentant les revenus d'exploitation à un rythme annuel de 1 milliard \$.

## PERFORMANCE INDICE FTSE TMX

Secteurs	Poids	mars-18	2018
Univers	100 %	0,75 %	0,10 %
Court terme	45,6 %	0,16 %	0,22 %
Moyen terme	22,4 %	0,67 %	0,01 %
Long terme	32,1 %	1,65 %	-0,01 %
Fédéral	36,5 %	0,75 %	0,33 %
Provincial	33,5 %	0,96 %	-0,27 %
Sociétés	28,1 %	0,51 %	0,28 %
ORR		1,49 %	1,38 %

Source: ftse.com

*Malgré le versement de 10 milliards \$ sur la dette, le Fonds des générations devrait atteindre 17,8 milliards \$ en 2023 en raison des versements annuels obligatoires. Compte tenu des excellents rendements du Fonds dans les 6 dernières années (9,0 %), il était prudent d'encaisser une partie des profits avant que la prochaine récession ne vienne amputer les rendements.*

*Une chance que le rehaussement ne repose pas sur une profitabilité accrue, car Sobeys devra comporter des coûts de main-d'œuvre supplémentaires. L'épicier estime que les hausses du salaire minimum en Ontario et en Alberta réduiront les bénéfices de 25 et 70 millions \$ cette année et l'an prochain. Ces estimations n'incluent même pas les changements aux autres tranches salariales.*

## POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE

Après avoir amorcé une renégociation de l'ALÉNA et imposé des tarifs aux importations d'acier et d'aluminium à certains pays, l'administration Trump s'est attaquée à nouveau au commerce international en ciblant cette fois la Chine. Les États-Unis imposeront des tarifs de 25 % à certaines importations chinoises, ce qui leur a valu une riposte immédiate de la Chine, taxant à son tour de 25% les importations de 106 produits américains. Le lien direct que l'administration fait entre le protectionnisme et l'amélioration du déficit commercial est erroné. À titre d'exemple, le Brésil et l'Inde ont des moyennes de droits de douane 5 et 3 fois plus élevées que celle des États-Unis, mais affichent tout de même un déficit commercial. En revanche, la moyenne des tarifs douaniers en Allemagne (1,9 %) est inférieure à celle des États-Unis (2,8 %), mais le pays européen présente tout de même un surplus commercial imposant. Modifier les traités de libre-échange en place n'est pas également un gage de succès pour réduire le déficit. Dans le but d'atténuer les pressions américaines au sujet du déficit commercial, le Japon a volontairement réduit ses exportations d'automobiles au cours des années 1980 et transféré une partie de sa production aux États-Unis. Cette entente n'a toutefois pas amélioré le solde commercial pour les États-Unis. Ainsi, la réforme fiscale annoncée en début d'année risque d'aggraver le déficit commercial en stimulant la consommation et les importations. Sans atteindre leur but, les tarifs de Trump risquent juste de hausser les prix à la consommation et l'inflation.