

LE MENSUEL OBLIGATAIRE

AlphaFixe
Capital

AVRIL 2021

ÉVÉNEMENTS ÉCONOMIQUES

- Le gouvernement du Canada a présenté son premier budget en 25 mois. Près de 200 mesures sont proposées dans un plan de relance économique de 101 milliards \$ étalé sur 3 ans, dont près de la moitié (49 milliards \$) sera dépensée dans l'exercice financier en cours. Le déficit passera de 354 milliards \$ (16,1 % du PIB) l'an dernier à 154,7 milliards \$ cette année (6,4 % du PIB). Aucun retour à l'équilibre budgétaire n'est prévu dans ce budget alors que le fédéral s'attend toujours à un déficit de 30,7 milliards \$ en 2025-26. La mise en place d'un programme national de garderie à 10 \$ constitue la mesure phare du plan de relance économique. Calqué du programme québécois, le réseau de garderies permettra de relever le taux de participation des femmes sur le marché du travail et de soutenir la croissance économique.
- L'économie américaine a crû à un rythme annualisé de 6,4 % au premier trimestre, une amélioration par rapport au trimestre précédent (4,3 %). Les dépenses de consommation ont fortement contribué à cette croissance avec un gain de 10,7 %, propulsé par les chèques de stimuli distribués durant le trimestre (2 000 \$ en tout). Les investissements des entreprises (9,9 %), l'immobilier résidentiel (10,8 %) et les dépenses gouvernementales (6,3 %) ont aussi contribué à la croissance. Cette forte demande signifie que les entreprises ont puisé dans leurs inventaires et que les États-Unis ont dû importer plus de biens qu'ils n'ont exporté. Ces deux postes ont donc ralenti la croissance au premier trimestre.
- Après avoir enregistré sa pire contraction en plusieurs décennies au premier trimestre l'an dernier, l'économie chinoise a crû de 18,3 % au cours des 12 derniers mois. La reprise a été initialement orchestrée par les autorités avec une relance de la production industrielle. Par contre, les consommateurs se sont ressaisis dernièrement, de sorte que les ventes au détail ont bondi de 34,2 % dans la dernière année tandis que la production industrielle a crû de 14,1 % sur la même période.

ÉVOLUTION DES TAUX

- La Banque du Canada a conservé son taux directeur à l'issue de sa réunion d'avril tout en réduisant comme prévu la taille de ses achats hebdomadaires d'obligations fédérales de 4 à 3 milliards \$. Toutefois, la Banque n'a pas indiqué dans quel terme elle allait réduire ses achats. Elle a dépeint un portrait optimiste de l'économie mondiale et canadienne. « Les perspectives se sont améliorées pour l'économie mondiale et canadienne. L'activité s'est avérée plus résiliente que prévu face à la pandémie de Covid-19, et le déploiement des vaccins progresse ». Par conséquent, elle prévoit une croissance de 6,5 % cette année, en hausse de 2,5 % par rapport à ses dernières prévisions. La force de la reprise signifie que l'excédent des capacités de production au Canada devrait être comblé dans le second semestre l'an prochain au lieu de 2023.



Somme toute, les gouvernements ne veulent pas répéter les erreurs de crises passées en retirant le soutien trop hâtivement pour revenir à l'équilibre budgétaire. Toutefois, le gouvernement fédéral mise sur une croissance économique forte et des taux bas pour stabiliser les finances publiques, deux éléments qui sont hors de son contrôle directement. D'ailleurs, le directeur parlementaire du budget a mentionné que le gouvernement surestimait l'effet économique du plan de relance de 101 G\$, car seulement 69 G\$ sont de réelles dépenses de stimulation.

À mesure que la campagne de vaccination progresse, les ménages pourront déployer l'arsenal d'épargne qu'ils ont accumulé depuis le début de la pandémie. Cette demande refoulée va soutenir l'économie dans les prochains trimestres. Les programmes d'investissements en infrastructure (4 100 milliards \$ au total) vont aussi propulser les dépenses gouvernementales et le PIB dans les prochaines années.

Ces chiffres annuels impressionnent, mais la lecture des variations trimestrielles offre un portrait différent. L'économie chinoise a chuté de 9,3 % d'un trimestre à l'autre en mars 2020 pour ensuite terminer l'année en territoire positif. Toutefois, la croissance au premier trimestre de 2021 n'est que de 0,6 %, le rythme le plus lent des dernières années.

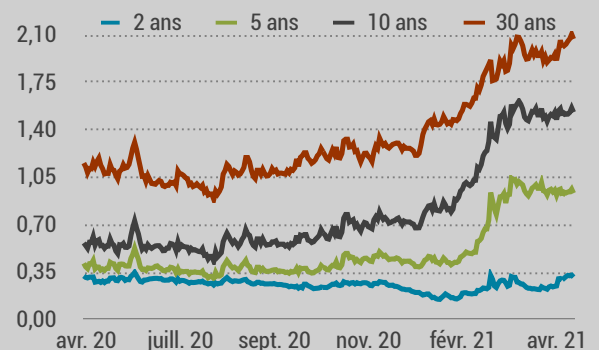
Étant donné la réduction du déficit fédéral de 25 %, la Banque n'avait pas le choix de réduire ses achats. En comblant l'écart de production plus rapidement, la Banque semble indiquer qu'elle amorcerait ses hausses de taux plus vite qu'anticipé. Toutefois, Tiff Macklem a souligné que les futures hausses devaient être fondées sur des résultats compte tenu des incertitudes autour des prévisions. Or, puisqu'il y a un délai d'environ un an avant que la hausse de taux ait des effets sur l'économie, attendre les résultats signifie que la Banque sera en retard et devra agir plus rapidement pour calmer l'ardeur de l'économie.

TAUX DE RENDEMENT OBLIGATAIRE

		Variation mois	Variation 2021		Variation mois	Variation 2021
30 avr. 2021						
Taux directeur	0,25 %	0,00 %	0,00 %	0,25 %	0,00 %	0,00 %
3 mois	0,10 %	0,01 %	0,03 %	0,00 %	-0,01 %	-0,06 %
2 ans	0,30 %	0,08 %	0,10 %	0,16 %	-0,00 %	0,04 %
5 ans	0,93 %	-0,06 %	0,54 %	0,85 %	-0,09 %	0,49 %
10 ans	1,55 %	-0,01 %	0,87 %	1,63 %	-0,11 %	0,71 %
30 ans	2,08 %	0,10 %	0,87 %	2,30 %	-0,11 %	0,65 %
ORR 30 ans	0,40 %	0,16 %	0,70 %			

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	2021	mois	2021	mois	2021
Banque Royale, dette recapitalisation interne	AA	65	100	145	0	0	0	-5	0	-10
Banque Royale, dette subordonnée FPUNV	A	95	135	185	0	-5	0	-5	0	-10
Sun Life, dette subordonnée	A	80	120	170	-5	-10	-5	-10	-5	-15
Hydro One	A high	65	90	130	5	15	5	5	5	0
Enbridge Inc	BBB high	95	145	220	0	0	0	-5	0	-15
Altalink LP	A	65	85	125	5	15	5	5	5	0
GTAA	A high	65	95	135	0	15	0	10	0	5
Bell Canada	BBB high	90	135	200	5	10	0	5	0	0
Rogers Communications	BBB	100	150	225	0	20	0	20	0	25
Loblaw	BBB high	85	130	190	5	10	5	5	0	-5
Canadian Tire	BBB	100	150	245	5	5	0	-5	5	-10
Province Québec	AA low	31	60	75	-2	1	1	3	-4	-4
Province Ontario	AA low	35	65	78	-2	0	0	3	-3	-3
SCHL	AAA	24	37	---	-1	3	-1	5		

Source: Financière Banque Nationale

MARCHÉ DU CRÉDIT

- La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 10,2 milliards \$ au mois d'avril, en baisse de 3,6 milliards \$ par rapport au mois précédent et 8,2 milliards \$ de moins qu'en avril 2020. Depuis le début de l'année, les financements obligataires ont totalisé 40,4 milliards \$, soit 10 % de moins que l'an dernier. Parmi les émetteurs au mois d'avril, notons Aéroports de Montréal (ADM) qui a complété un financement de 400 millions \$ pour un terme de 30 ans. Le produit de cette émission servira à financer les activités générales d'ADM, ainsi que son programme d'immobilisations. Rappelons qu'en avril, les gouvernements fédéral et provincial ont conclu une entente sur un montage financier qui permettra la construction d'une station du REM à l'aéroport international Pierre-Elliott Trudeau.
- La province de la Colombie-Britannique a déposé son budget pour l'exercice financier 2021-2022. La province anticipe un déficit de 9,7 milliards \$ (3,1 % du PIB) en raison de l'effet combiné d'une baisse des revenus (-3,3 %), d'une hausse des dépenses (4,5 %) et d'un fonds de prévoyance associé à la pandémie totalisant 4,25 milliards \$. Le retour à l'équilibre budgétaire n'est pas prévu avant 7 à 9 ans. Les revenus sont en déclin en raison de la diminution des transferts fédéraux et des recettes fiscales, plus précisément l'impôt sur les sociétés. Les dépenses en santé vont augmenter durant la pandémie, notamment celles liées à la vaccination, aux équipements de protection individuelle et au dépistage. La province veut aussi relancer l'économie avec des dépenses de 3,5 milliards \$ en infrastructure au cours des trois prochaines années. La dette en proportion du PIB devrait passer de 15 % avant la pandémie à un sommet de 26,9 % en 2023-24.
- Les deux grands chemins de fer canadiens, CN et CP, sont entrés en compétition pour acquérir Kansas City Southern (KCS), un chemin de fer américain qui donne accès aux ports de l'océan Pacifique et du golfe du Mexique, ainsi qu'aux routes vers les usines automobiles mexicaines. Initialement, CP a présenté une offre totalisant 25,2 milliards \$ qui a reçu l'approbation du conseil d'administration de KCS. Toutefois, le CN a renchéri avec une offre de 33,7 milliards \$ US en espèces et en actions. Cette offre accorde aux actionnaires de KCS une portion en espèces deux fois plus élevée que celle du CP, réduisant l'incertitude pour les actionnaires. Le Canadien Pacifique pourrait prochainement bonifier son offre pour concurrencer celle du CN.

PERFORMANCE INDICE FTSE CANADA

Secteurs	Poids	avr.-21	2021
Univers	100 %	0,06 %	-4,98 %
Court terme	42,2 %	0,18 %	-0,40 %
Moyen terme	25,2 %	0,55 %	-4,00 %
Long terme	32,6 %	-0,50 %	-11,14 %
Fédéral	34,5 %	-0,01 %	-3,73 %
Provincial	37,2 %	0,15 %	-7,09 %
Sociétés	26,2 %	0,01 %	-3,48 %
ORR		-1,79 %	-8,96 %

Source: ftse.com

La province a livré un budget assez conservateur où près de 44 % du déficit provient du Fonds de prévoyance associé à la Covid, soit le coussin en cas de problèmes. De plus, la province mise sur une croissance du PIB de 4,4 % cette année, ce qui est de loin inférieur aux prévisions de croissance de l'économie canadienne qui surpassent 6 % en 2021.

Est-ce que CP doit égaliser l'offre du CN? Bien qu'elle soit plus élevée, l'offre du CN pourrait être bloquée par les organismes réglementaires américains étant donné le chevauchement des routes entre les deux entités, créant le 3e plus grand chemin de fer en Amérique du Nord. CP doit donc estimer les risques d'échec de son concurrent canadien devant le bureau de la concurrence avant d'avancer un prix.

POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE

Le débat est lancé sur la place publique. Est-ce que l'inflation que nous observons un peu partout sera passagère ou sommes-nous au cœur d'un changement structurel qui favorisera la croissance des prix à plus long terme? Les banquiers centraux défendent l'idée qu'il y aura une hausse transitoire de l'inflation en raison de la faiblesse des prix l'an dernier qui augmentera les variations annuelles. De plus, les pénuries observées à cause des perturbations dans les chaînes mondiales d'approvisionnement devraient aussi se résorber dès que la demande refoulée depuis la pandémie s'épuisera. La production s'ajustera et l'inflation redeviendra contrôlée. Mais qu'arrivera-t-il si les pénuries perdurent? Les dirigeants de l'industrie des puces à semi-conducteur ont indiqué que le déséquilibre pourrait durer quelques années, illustrant ainsi la concentration des chaînes de production en Asie. Le rapatriement de certaines chaînes de production devient donc primordial pour assurer une indépendance et prévenir les pénuries de biens essentiels. Les coûts environnementaux devront aussi être pris en considération dans le futur. Les banquiers centraux s'avancent donc sur un terrain glissant en espérant que les anticipations d'inflation demeureront ancrées. Les consommateurs n'ont pas fait face à des pénuries de produits depuis des décennies et leur perception à l'égard des prix pourrait changer s'ils désirent obtenir un produit. La reprise s'installe rapidement et les signes inflationnistes qu'on observe généralement en fin de cycle pourraient manifester plus rapidement cette fois-ci.