

MENSUEL OBLIGATAIRE

AlphaFixe
Capital

ÉVÉNEMENTS ÉCONOMIQUES

- L'inflation au Canada est finalement de retour à la cible de la Banque du Canada. L'indice des prix à la consommation a reculé de 0,2 % d'un mois à l'autre en août, portant la croissance annuelle à 2,0 % contre 2,5 % le mois précédent. La baisse des prix de l'alimentation (-0,1 %) et de l'énergie (-1,6 %) a contribué à ce recul de l'inflation le mois dernier. En retirant ces éléments aux prix volatils, l'inflation sous-jacente affiche aussi une baisse de 0,1 % en août. La déflation a touché plusieurs éléments du panier de consommation de l'indice. En fait, 61 % des grandes composantes de l'indice ont enregistré un recul des prix le mois dernier. Le logement demeure toujours une grande source d'inflation au pays. Les prix associés au logement ont augmenté de 0,4 % le mois dernier et de 5,3 % sur 12 mois. Cette composante représente 29 % du panier de l'IPC.
- Après quelques mois de faiblesses durant l'été, l'emploi aux États-Unis s'est ressaisi au mois de septembre. L'économie a ajouté 254 000 nouveaux emplois, surpassant nettement les attentes des investisseurs (+140 000). Les chiffres de juillet et d'août ont aussi été revus à la hausse, ajoutant 72 000 emplois de plus à l'économie. Le secteur privé a ajouté 223 000 postes, principalement dans les industries des services (+202 000) comme les services de restauration et d'hôtellerie (+78 000), les soins de santé (+71 700) et le commerce de détail (+15 600). L'industrie de la construction a également bonifié ses effectifs de 25 000 le mois dernier. Les salaires ont aussi progressé. Le salaire horaire moyen a crû de 0,4 % en septembre et de 4,0 % dans la dernière année, soit 0,1 % de plus qu'en août.
- Les nouvelles se multiplient, mais ne s'améliorent pas pour l'économie chinoise. La production industrielle a crû de 4,5 % dans l'année se terminant au mois d'août dernier, ce qui correspond à une décélération par rapport à juillet (5,1 %). Ce rythme réduit les probabilités d'atteindre la cible de croissance économique des autorités (5 %). Pour y parvenir, il faudrait que la consommation des ménages soit au rendez-vous, et ce n'est pas le cas. Les ventes des détaillants chinois ont crû de 2,1 % dans la dernière année, soit 0,6 % de moins qu'en juillet.

SEPTEMBRE 2024

En excluant le logement, les prix des autres éléments de l'indice sont en hausse de seulement 0,6 % dans la dernière année. Tout compte fait, l'équilibre des risques se distancie de l'inflation pour s'orienter vers un ralentissement de l'activité économique et de l'emploi. Ce rapport d'inflation indique que la Banque du Canada pourrait accélérer ses baisses de taux prochainement. Toutefois, si le marché de l'emploi ne s'affaiblit pas, des baisses agressives du taux directeur pourrait ranimer les surenchères immobilières. La Banque est consciente de ce risque.

Le marché de l'emploi est dorénavant la priorité de la Réserve fédérale et chaque statistique qui s'y réfère sera analysée avec minutie par les investisseurs. Certes, la cadence de création d'emplois est plus modérée que l'an dernier, mais les gains se poursuivent. La hausse de la population active réduit aussi la pression sur les gains salariaux. Avant d'observer des licenciements, les revenus des entreprises et les marges bénéficiaires doivent commencer à baisser, ce qui n'est pas encore le cas d'un point de vue macroéconomique.



L'économie affiche donc une surcapacité de production par rapport à sa demande intérieure. La Chine a souvent transféré sa production excédentaire vers le reste du monde à travers son commerce extérieur, mais cette fois il y a davantage d'entraves. Les différents tarifs imposés aux exportations chinoises par les alliés des États-Unis rendent ce déplacement d'excédent plus difficile qu'avant.

La Fed joint donc les rangs des autres banques centrales sur le chemin de la détente monétaire. Cependant, elle s'est montrée plus agressive que la conjoncture ne requiert. Après avoir progressé de 3 % en rythme annualisé au second trimestre, l'économie se dirige à nouveau vers une croissance supérieure à son potentiel au cours de l'été. L'emploi ralentit, mais rien n'indique que les entreprises se préparent à effectuer des mises à pied, tandis que les nouvelles demandes de prestations de chômage demeurent faibles. La baisse de 0,50 % du taux directeur est davantage une police d'assurance que la Fed s'est procurée pour atteindre son objectif d'atterrissage en douceur de l'économie.

ÉVOLUTION DES TAUX

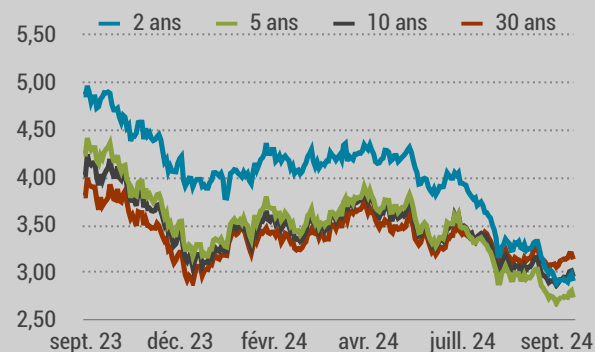
- La Réserve fédérale a surpris plusieurs investisseurs en annonçant une baisse agressive de 0,50 % de son taux directeur pour le fixer à 5,0 %. La Fed est de plus en plus confiante d'atteindre de manière durable sa cible d'inflation prochainement et elle estime que les risques d'atteindre ses objectifs de stabilité de l'inflation et de plein emploi sont à peu près équilibrés. Toutefois, l'approche agressive adoptée devrait être interprétée comme un engagement de l'autorité monétaire à conserver le plein emploi plutôt qu'un signe de faiblesse économique. Cette décision n'a pas fait l'unanimité, car deux membres du comité auraient préféré une réduction de 0,25 %. La détente monétaire est amorcée et devrait se poursuivre cette année. Les membres du comité s'attendent à une réduction de 0,50 % du taux directeur d'ici la fin de 2024 et une autre baisse de 1 % en 2025 pour terminer l'année à 3,5 %.

TAUX DE RENDEMENT OBLIGATAIRE

		Variation mois	Variation 2024		Variation mois	Variation 2024
30 sept. 2024						
Taux directeur	4,25 %	-0,25 %	-0,75 %	5,00 %	-0,50 %	-0,50 %
3 mois	4,22 %	0,05 %	-0,84 %	4,62 %	-0,49 %	-0,72 %
2 ans	2,91 %	-0,42 %	-0,98 %	3,64 %	-0,28 %	-0,61 %
5 ans	2,74 %	-0,30 %	-0,44 %	3,56 %	-0,14 %	-0,29 %
10 ans	2,96 %	-0,20 %	-0,15 %	3,78 %	-0,12 %	-0,10 %
30 ans	3,14 %	-0,13 %	0,11 %	4,12 %	-0,08 %	0,09 %
ORR 30 ans	1,44 %	-0,02 %	0,14 %			

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	2024	mois	2024	mois	2024
Banque Royale, dette recapitalisation interne	AA	95	130	160	-10	-35	-10	-35	-10	-35
Banque Royale, dette subordonnée FPUNV	A	140	185	225	-15	-45	-15	-45	-15	-45
Sun Life, dette subordonnée	A	115	155	190	-15	-50	-15	-50	-15	-45
Hydro One	A high	70	105	135	-10	-15	-10	-10	-10	-5
Enbridge Inc	A low	110	155	205	-10	-20	-10	-20	-10	-15
Altalink LP	A	70	105	135	-10	-15	-10	-10	-10	-5
GTAA	A high	65	100	130	-10	-15	-5	-10	-5	0
Bell Canada	BBB high	110	150	195	-15	-15	-15	-15	-15	-5
Rogers Communications	BBBL	125	165	210	-10	-20	-10	-20	-10	-20
Loblaw	BBB high	95	135	175	-10	-10	-10	-5	-5	0
Canadian Tire	BBB	125	170	215	-10	5	-5	10	-5	10
Province Québec	AA low	31	72	97	-4	-7	0	6	0	9
Province Ontario	AA low	32	71	94	-3	-8	0	3	0	4
SCHL	AAA	18	41	---	-4	-10	-2	-3		

Source: Financière Banque Nationale

MARCHÉ DU CRÉDIT

- La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 12,5 milliards \$ au mois de septembre, en hausse de 3,8 milliards \$ par rapport au mois précédent, mais 2,5 milliards \$ de moins qu'en septembre 2023. Depuis le début de l'année, la somme des financements obligataires totalise 98,1 milliards \$, soit une hausse de 32 % par rapport à la même période l'an dernier. Le retour des vacances estivales est synonyme de reprise des activités de financement et ce mois-ci n'a pas fait exception. Au total, il y a eu 26 nouvelles émissions dont seulement deux par des banques canadiennes, soit Banque Scotia (1,25 milliard \$) et la Fédération des caisses Desjardins du Québec (1,25 milliard \$).
- Allied Properties REIT a effectué un financement totalisant 250 millions \$ pour un terme de 4 ans et offrant un écart de rendement de 2,8 % de plus qu'un titre fédéral de même échéance. Cette fiducie de placement immobilier est principalement investie dans des immeubles de bureaux (82 % du portefeuille) localisés dans les grandes villes du Canada. La pandémie a changé le mode de travail des entreprises, laissant Allied avec un taux d'occupation de près de 15 % de l'ensemble du portefeuille. Pour refléter le risque dans ce secteur d'activité, Moody's a dégradé la note de crédit d'Allied sous le seuil de qualité d'investissement. DBRS conserve toutefois une note de BBB de sorte que les obligations en circulation ont été rétrogradées dans la catégorie de rendement élevé par FTSE. Or, cette nouvelle obligation est notée uniquement par DBRS et satisfait les critères de qualité d'investissement de l'indice, car il n'y a seulement qu'une agence.
- Le ministre des Finances de l'Ontario a présenté les comptes publics finaux pour l'exercice financier 2023/24 se terminant le 31 mars dernier. Au lieu d'un manque à gagner de 3 milliards \$ tel que présenté lors du dépôt du budget, l'Ontario se retrouve avec un déficit de 600 millions \$. Les revenus totaux ont été majorés de 1,6 milliard \$ en raison d'une hausse des revenus de frais de scolarité des étudiants internationaux. Par ailleurs, les dépenses ont fléchi de 600 millions \$ comparativement aux attentes publiées dans le budget. La santé et l'éducation ont coûté plus cher qu'attendu, mais le service de la dette a été réduit de 1,4 milliard \$ pour atteindre 11,4 milliards \$ ou 5,5 % des revenus de la province. Le quasi-équilibre budgétaire semble momentané, car la province mise encore sur un déficit de 9,8 milliards \$ pour l'exercice en cours.

PERFORMANCE INDICE FTSE CANADA

Secteurs	Poids	sept.-24	2024
Univers	100 %	1,90 %	4,27 %
Court terme	41,4 %	1,31 %	5,02 %
Moyen terme	29,5 %	1,97 %	5,09 %
Long terme	29,1 %	2,70 %	2,16 %
Fédéral	40,5 %	1,63 %	3,94 %
Provincial	32,9 %	2,07 %	3,47 %
Sociétés	24,8 %	2,12 %	5,88 %
ORR		-1,19 %	1,44 %

Source: ftse.com

Le délestage des agences de notation dont l'opinion semble défavorable envers les compagnies semble devenir une pratique de plus en plus commune. En incluant Allied, on peut dénombrer 9 sociétés au cours des deux dernières années qui ont largué une agence de notation dans le but d'améliorer la photo de crédit et se financer à moindre coût.

L'économie de l'Ontario rencontrera différents obstacles sur son parcours en 2024. La hausse des taux d'intérêt a affaibli son activité immobilière tandis que la croissance importante de la population exerce une pression sur les services offerts à la population. L'emploi et les revenus d'impôts progressent, mais n'arrivent pas à suivre la croissance démographique, créant un déséquilibre budgétaire.

POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE

La Réserve fédérale a finalement rejoint les autres banquiers centraux dans la valse d'assouplissement monétaire. Elle a toutefois effectué une entrée fracassante en annonçant une réduction de 0,50 % de son taux directeur. Aucune autre banque n'a osé agir avec autant d'agressivité dans ce cycle de détente. Le message véhiculé est toutefois similaire à travers les banques centrales. L'inflation n'est plus l'ennemi numéro un et les risques pèsent davantage sur la croissance économique et l'emploi si la politique est maintenue trop longtemps en territoire restrictif. Pour assurer une stabilité des prix et éviter la récession, l'amorce du cycle de baisses de taux est requise, mais jusqu'où iront les taux? La Réserve fédérale a relevé ses prévisions du taux directeur d'équilibre chaque trimestre cette année pour le fixer dorénavant à 2,875 %, contre 2,5 % l'an dernier. Différents changements structurels s'opèrent actuellement dans l'économie, justifiant ce rehaussement. Au Canada, la conjoncture est différente. La politique monétaire agit plus rapidement sur le budget des ménages qui refinancent leur hypothèque. Le taux d'équilibre pourrait donc être inférieur à celui des États-Unis, mais nous ne retournerons plus aux taux extrêmement bas de la dernière décennie. Avec un taux de 2 ans au Canada qui s'approche du taux d'équilibre, le marché obligataire semble avoir déjà escompté une grande partie du travail de la Banque. Le risque, dont personne ne parle, serait que les pressions inflationnistes s'accroissent en réponse à la détente monétaire qui s'installe. Il ne faut pas l'écarter.