

LE MENSUEL OBLIGATAIRE

AlphaFixe
Capital

JUIN 2018

ÉVÉNEMENTS ÉCONOMIQUES

- L'économie canadienne a retranché 7 500 emplois au mois de mai, soit un second mois d'affilée de déclin. Depuis le début de l'année, les emplois ont chuté de 48 900, principalement des postes à temps partiel (-124 600) tandis que ceux à temps plein demeurent en croissance (75 800). Le taux de chômage est demeuré inchangé pour un quatrième mois de suite à 5,8 %, un creux historique. La réduction des effectifs dans l'industrie de la construction et de la fabrication a continué en mai, portant ainsi les pertes d'emplois à -28 500 et -43 100 respectivement depuis le début de l'année. Néanmoins, les salaires ont enregistré un fort bond, progressant de 3,9 % annuellement en mai contrairement à 3,6 % le mois précédent.
- L'administration Trump mettra sa menace à exécution en imposant, à partir du 6 juillet, des tarifs douaniers de 25 % sur 50 milliards \$ d'importations chinoises. La Chine a répliqué coup pour coup avec des droits de douane équivalents aux importations américaines. Jugeant ces représailles inacceptables et devant l'absence de progrès de la Chine dans le conflit sur la propriété intellectuelle, M. Trump a sommé son secrétaire du Commerce d'identifier 200 milliards \$ de biens chinois en vue de tarifs supplémentaires de 10 %. Si la Chine rétorque à nouveau, il imposera un autre 200 milliards \$, portant la valeur des produits tarifés à 450 milliards \$, soit près de 90 % des biens importés de la Chine.
- L'économie du Japon s'est contractée de 0,6 % en rythme annualisé au premier trimestre. Il s'agit d'un premier recul depuis décembre 2015, mettant ainsi fin à la plus longue séquence d'expansion en 28 ans. Ce repli est en partie attribuable aux dépenses de consommation des ménages. Les conditions hivernales rigoureuses ont entraîné une hausse des prix des aliments en début d'année, réduisant par le fait même le pouvoir d'achat des consommateurs.

Bien que le marché de l'emploi canadien soit en baisse, la croissance des postes à temps plein est réconfortante tout comme la progression des salaires qui témoignent des conditions favorables pour les travailleurs. Par contre, deux industries semblent déstabilisées, l'une par les nouvelles règles hypothécaires et l'autre par le conflit commercial qui se dessine avec les États-Unis.

Puisque les exportations des États-Unis vers la Chine s'élevaient à 130 milliards \$ en 2017, M. Trump sait que la Chine ne pourra pas avoir une riposte équivalente lors de cette seconde vague de tarifs. Toutefois, la Chine ne voudra pas perdre la face et pourrait rétorquer différemment. Elle peut taxer à un taux plus élevé, dévaluer fortement sa devise ou même vendre des obligations du Trésor pour lancer un message fort aux États-Unis.

Les risques d'un conflit commercial pourraient aussi perturber l'économie nippone en ralentissant les exportations (17 % du PIB). Devant l'incertitude, les sociétés pourraient aussi retarder certains projets d'investissements (16 % du PIB).

Les dirigeants de la Fed estiment que le taux directeur neutre se situerait à près de 3 %, laissant donc 4 hausses supplémentaires avant de retirer le stimulus monétaire. La Fed serait donc en mode restrictive seulement à la fin de l'année prochaine, à moins que l'inflation ou le protectionnisme s'intensifient avec leurs effets diamétralement opposés sur la direction des taux.

Bien que M. Draghi veuille mettre un terme au programme, il laisse la porte ouverte à l'allonger, surtout si le conflit commercial avec les États-Unis s'intensifie. Le vieux continent étant fortement dépendant des exportations (48 % du PIB).

ÉVOLUTION DES TAUX

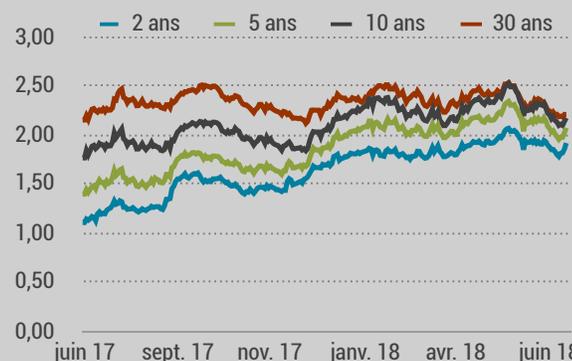
- La Réserve fédérale a majoré son taux directeur de 0,25 % pour le porter à 2,00 %, soit 0,20 % de plus que le taux d'inflation de référence de la Fed. Le taux directeur réel est donc en territoire positif pour une première fois depuis mars 2008. La Fed a qualifié la croissance de robuste, propulsée par une accélération des dépenses de consommation et une forte augmentation des investissements des entreprises. Devant cette conjoncture favorable, la Fed mise dorénavant sur deux autres hausses d'ici la fin de l'année, soit une de plus que prévu en mars dernier.
- La Banque centrale européenne a annoncé qu'elle mettra un terme à son programme de rachat d'obligations à la fin de cette année, mais n'envoie pas relever son taux directeur avant la fin de l'été 2019. L'autorité monétaire adoptera tout de même une approche patiente et graduelle lors de la remontée des taux.

TAUX DE RENDEMENT OBLIGATAIRE

		Variation mois	Variation 2018		Variation mois	Variation 2018
30 juin 2018						
Taux directeur	1,25 %	0,00 %	0,25 %	2,00 %	0,25 %	0,50 %
3 mois	1,26 %	-0,03 %	0,20 %	1,91 %	0,02 %	0,54 %
2 ans	1,91 %	-0,00 %	0,23 %	2,52 %	0,10 %	0,64 %
5 ans	2,07 %	-0,04 %	0,20 %	2,73 %	0,03 %	0,52 %
10 ans	2,17 %	-0,07 %	0,13 %	2,85 %	-0,01 %	0,45 %
30 ans	2,21 %	-0,06 %	-0,06 %	2,98 %	-0,04 %	0,24 %
ORR 30 ans	0,47 %	-0,05 %	-0,11 %			

Source: Bloomberg

ÉVOLUTION DES TAUX CANADIENS



PRIMES DE RISQUE DES OBLIGATIONS DE CRÉDIT

Émetteurs	Note de crédit		Écart			Variations					
	DBRS	S&P				5 ans		10 ans		30 ans	
			5 ans	10 ans	30 ans	mois	2018	mois	2018	mois	2018
Banque Royale, billet de dépôt	AA	AA-	85	105	145	0	10	0	15	0	15
Financière Manuvie, dette senior	A high	A+	95	120	170	-5	5	-5	5	0	5
Fortis Inc.	BBB high	BBB+	110	150	185	10	20	10	15	5	20
Hydro One	A high	A	80	105	140	10	15	10	20	5	10
Enbridge Inc	BBB high	BBB+	125	175	240	5	10	5	10	10	15
Encana Corp	BBB low	BBB-	140	190	260	5	10	5	0	5	-5
GTAA	---	A+	65	85	110	5	15	0	15	-5	25
Bell Canada	BBB high	BBB+	110	155	215	5	15	5	10	5	15
Rogers Communications	BBB	BBB+	105	145	215	5	15	5	5	5	15
Loblaw	BBB	BBB	110	160	215	5	15	5	15	5	15
Canadian Tire	BBB high	BBB+	105	155	215	0	5	0	5	0	10
Province Québec	A high	AA-	42	64	75	2	6	2	9	3	10
Province Ontario	AA low	A+	45	69	80	2	7	2	10	3	13
SCHL	AAA	AAA	30	40	---	-2	3	0	5		

Source: Financière Banque Nationale

MARCHÉ DU CRÉDIT

La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 11,1 milliards \$ au mois de juin, une hausse de 800 millions \$ par rapport au mois précédent et 2,1 milliards \$ de plus qu'en juin 2017. Depuis le début de l'année, la somme des financements obligataires s'est élevée à 50,0 milliards \$, soit 5,1 % de moins qu'à pareille date l'an dernier. Parmi les emprunteurs, notons que la société Ontario Power Generation (OPG) a procédé à une première émission d'obligation verte. Le produit de cette obligation servira à financer des projets d'hydro-électricité à l'aide d'énergie renouvelable, propre et faible en émission de carbone. Auparavant en juin, l'Office d'investissement du régime de pension du Canada avait émis une obligation verte d'un terme de 10 ans totalisant 1,5 milliard \$. Il s'agit d'une taille record pour une obligation verte au Canada et une première mondiale pour une caisse de retraite.

Moody's a dégradé la note de crédit de la société Hydro One de A3 à Baa1. L'agence avait annoncé une perspective négative sur la note de crédit en juillet dernier à la suite de l'acquisition de la société énergétique américaine Avista. Selon l'agence, cette acquisition diminue les probabilités d'un soutien gouvernemental puisqu'elle profiterait à des intervenants à l'extérieur du service public réglementé en Ontario. L'annonce est survenue puisque le projet de regroupement des sociétés a récemment obtenu différentes approbations aux États-Unis. Pour sa part, l'agence S&P a placé la note de crédit (A) sous surveillance avec implication négative, aussi en raison des progrès dans l'obtention des approbations pour entériner la transaction.

L'agence Fitch a modifié ses perspectives de stables à négatives sur la note de crédit de la province de l'Ontario (AA-) sous prétexte que le retour aux déficits prévu dans le budget 2018-19 demeurera en place malgré l'élection du Parti conservateur. Bien que le parti de Doug Ford n'ait pas déposé de plan budgétaire concret lors des dernières élections, il s'attend toutefois à afficher un déficit lors des deux premières années de son mandat. Le thème central de sa plate-forme électorale misait sur une réduction des impôts pour la classe moyenne et les entreprises, de même qu'une réduction des taxes sur l'essence. Toutes les mesures d'allègement fiscal (3,5 milliards \$ annuellement) devraient être compensées par des réductions de coûts qui ne sont pas encore détaillées. Une mise à jour économique devrait survenir prochainement.

PERFORMANCE INDICE FTSE TMX

Secteurs	Poids	juin-18	2018
Univers	100 %	0,57 %	0,61 %
Court terme	45,3 %	0,23 %	0,53 %
Moyen terme	22,1 %	0,65 %	0,26 %
Long terme	32,6 %	1,00 %	0,92 %
Fédéral	35,6 %	0,46 %	0,67 %
Provincial	34,0 %	0,82 %	0,49 %
Sociétés	28,5 %	0,41 %	0,70 %
ORR		1,09 %	3,36 %

Source: ftse.com

Maintenant que l'Ontario ne détient que 47 % des actions de Hydro One, il serait politiquement difficile pour le gouvernement d'orchestrer un plan de sauvetage pour des actifs et des emplois américains. Un soutien financier gouvernemental n'a de valeur que s'il est explicitement stipulé dans un contrat.

Le plan d'action pour un retour à l'équilibre budgétaire est important pour les agences et doit miser davantage sur un contrôle des dépenses qu'une anticipation de croissance. Celle-ci pourrait être amputée par le conflit commercial avec les États-Unis. Les exportations ontariennes vers les États-Unis représentent 26 % de son PIB, soit au-dessus de la moyenne canadienne (22 %).

POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE

Les tensions commerciales entre les États-Unis et une multitude de partenaires ont envenimé les perspectives des marchés financiers en fin de trimestre, et ce, malgré une conjoncture économique favorable. Initialement, les annonces tarifaires de Trump ne touchaient qu'une faible portion des échanges mondiaux, mais ses récentes menaces de représailles envers la Chine et l'industrie automobile du Canada et de l'Europe changent la donne. Il n'accepte pas que ses partenaires répliquent à ses menaces initiales et estime qu'il a la main forte dans la négociation compte tenu que les États-Unis importent davantage qu'ils n'exportent. Il utilise donc une stratégie de pression maximum sachant qu'il pourra toujours taxer plus que ses partenaires. Bien que la majorité du déficit commercial est avec la Chine (66 %), ce chiffre doit être relativisé. La chaîne de production est mondialement intégrée et la Chine est le grand assembleur du produit final. L'OCDE estime qu'environ un tiers du contenu des exportations chinoises provient de l'étranger. À titre d'exemple, le coût de production d'un iPhone X assemblé en Chine est d'environ 370 \$, mais la portion chinoise n'est que 50-60\$ selon une analyse de IHS Markit. Toutefois, le coût total est utilisé dans le calcul du déficit commercial. Trump cherche à forcer une renégociation des accords commerciaux, car s'il voulait absolument instaurer un protectionnisme, les tarifs auraient été appliqués il y a longtemps sans délai. Les abus chinois dans les propriétés intellectuelles devaient être adressés, mais le moyen utilisé par Trump peut être contesté.