

LE MENSUEL OBLIGATAIRE

AlphaFixe
Capital

JUILLET 2017

ÉVÉNEMENTS ÉCONOMIQUES

- Selon l'Association canadienne de l'immeuble, les ventes de maisons ont fléchi de 6,6 % mensuellement en juin au Canada pour atteindre 39 979 unités. Il s'agit de la plus importante baisse mensuelle en 7 ans. Les deux villes les plus à risque, Vancouver et Toronto, ont enregistré des baisses de 4,0 et 15,1 % respectivement. Au rythme actuel des ventes, il faudrait compter 5,1 mois pour liquider l'inventaire des maisons listées, soit un mois de plus qu'en mars dernier. Pour la grande région de Toronto, ce ratio s'élevait à 2,5 mois en juin contre 0,8 mois en mars.
- Le rythme de croissance de l'économie américaine s'est accéléré, passant de 1,2 % en termes annualisés au premier trimestre à 2,6 % au second. Les dépenses de consommation des ménages ont poursuivi leur ascension (+2,8 %), soutenues par un marché du travail vigoureux. Les investissements des sociétés, les exportations nettes et les dépenses gouvernementales ont contribué à la croissance alors que l'immobilier résidentiel a eu un effet inhibiteur. Les inventaires sont demeurés stables malgré la contraction au premier trimestre, suggérant qu'ils devraient être regarnis dans les prochains trimestres.
- L'économie chinoise a affiché une croissance annuelle de 6,9 % au second trimestre, soit un rythme identique à celui du premier trimestre, mais supérieur à la cible des autorités (6,5 %). Propulsée par l'accessibilité au crédit, la Chine a aussi publié des statistiques reluisantes concernant les ventes au détail, la production industrielle et les investissements en immobilisations. L'endettement inquiète toujours les autorités qui ont annoncé la mise en place d'un Comité de stabilité financière.

ÉVOLUTION DES TAUX

- La Banque du Canada a relevé son taux directeur de 0,25 % pour le porter à 0,75 %, une première hausse en 7 ans. La Banque juge que l'économie croît à un rythme plus rapide que son potentiel, permettant ainsi de résorber les capacités excédentaires d'ici la fin de l'année, soit 6 mois plus tôt qu'initialement prévu. Reconnaisant le délai entre la politique monétaire et l'inflation, la Banque a jugé approprié d'agir actuellement même si l'inflation est basse puisqu'elle estime cette situation comme étant temporaire.
- La Réserve fédérale a choisi de maintenir son taux directeur à 1,25 % lors de sa réunion de juillet. Le Comité a réitéré que le resserrement monétaire se poursuivra de façon graduelle et que la réduction du bilan s'amorcera prochainement. Néanmoins, la Fed a soulevé une certaine inquiétude quant à la faiblesse de l'inflation. Ayant toujours confiance d'atteindre la cible de 2 % à moyen terme, les membres observeront l'évolution des prix de très près.

Deux éléments se sont conjugués pour freiner l'ascension immobilière en juin, la hausse des taux en réaction aux discours de la Banque du Canada et la nouvelle taxe immobilière aux étrangers en Ontario. Il est toutefois trop tôt pour en tirer des conclusions. Rappelons que plus du tiers de la population canadienne vit à Toronto, Vancouver et Montréal. Cette concentration soutient en quelque sorte la demande.



La lecture du PIB nous démontre encore que la croissance du premier trimestre n'était qu'une aberration comme ce fut le cas lors des trois dernières années. La moyenne sur trois ans des taux de croissance des dépenses des ménages est de 3,1 % et de 3,3 % si on fait abstraction des premiers trimestres. L'économie se porte bien et peut être retirée du respirateur artificiel de la Fed.

Bien que le président Xi Jinping ait promis de lutter contre les risques systémiques, peu d'efforts seront déployés à l'aube du congrès du parti communiste. Le président devra solidifier ses assises politiques avant de mettre en oeuvre ses réformes structurelles, d'autant plus que 5 des 7 membres du Comité permanent prennent leur retraite à l'automne.

Si l'économie canadienne se situe près du plein emploi d'ici la fin de l'année, la Banque devrait redresser à nouveau son taux directeur pour au moins s'éloigner d'une politique monétaire de crise. Toutefois, est-ce que la Banque adoucira le ton à la suite de l'envolée du huard (qui a atteint 80¢ US en juillet), évoquant son effet modérateur sur l'économie et les exportations?

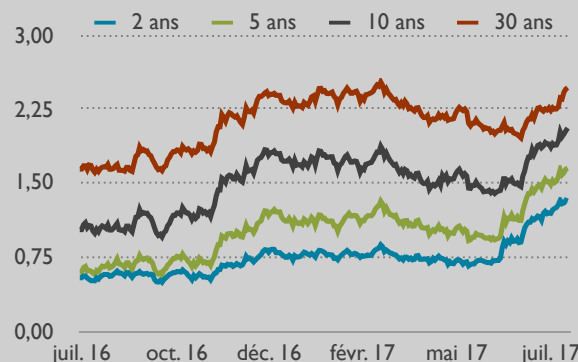
Bien que l'inflation soit contenue par des facteurs temporaires, la politique monétaire demeure accommodante et l'expansion économique prend de l'âge. La Fed devra se bâtir des munitions si elle désire combattre le prochain ralentissement.

TAUX DE RENDEMENT OBLIGATAIRE

31 juil. 2017		Variation mois	Variation 2017		Variation mois	Variation 2017
Taux directeur	0,75 %	0,25 %	0,25 %	1,25 %	0,00 %	0,50 %
3 mois	0,74 %	0,03 %	0,28 %	1,07 %	0,06 %	0,58 %
2 ans	1,32 %	0,21 %	0,57 %	1,35 %	-0,03 %	0,16 %
5 ans	1,65 %	0,26 %	0,54 %	1,84 %	-0,05 %	-0,09 %
10 ans	2,06 %	0,30 %	0,34 %	2,29 %	-0,01 %	-0,15 %
30 ans	2,47 %	0,32 %	0,15 %	2,90 %	0,07 %	-0,17 %
ORR 30 ans	0,81 %	0,22 %	0,32 %			

Source: Bloomberg

ÉVOLUTION ANNUELLE 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	2017	mois	2017	mois	2017
Banque Royale, billet de dépôt	AA	AA-	75	100	135	-5	-20	0	-10	-5	-20
Financière Manuvie, dette senior	A high	A+	95	125	170	0	-20	0	-10	0	-15
Fortis Inc.	BBB high	BBB+	95	140	180	-5	-25	-5	-25	0	-45
Hydro One	A high	A	65	90	130	-5	-15	0	-15	0	-20
Enbridge Inc	BBB high	BBB+	115	165	230	-10	-15	-10	-15	0	-10
Encana Corp	BBB low	BBB	160	220	300	-10	-55	-5	-65	0	-45
GTAA	---	A+	55	75	90	-5	-15	-5	-20	-10	-45
Bell Canada	BBB high	BBB+	95	140	205	0	-20	-5	-25	0	-20
Rogers Communications	BBB	BBB+	95	135	205	0	-20	-5	-30	0	-30
Loblaw	BBB	BBB	100	150	205	-5	-20	0	-20	5	-20
Canadian Tire	BBB high	BBB+	105	155	210	0	-20	0	-20	5	-20
Province Québec	A high	AA-	46	66	78	-3	-9	-3	-12	-2	-14
Province Ontario	AA low	A+	47	69	79	-3	-9	-2	-10	-2	-10
SCHL	AAA	AAA	34	45	---	-2	-4	-3	-3		

Source: Financière Banque Nationale

MARCHÉ DU CRÉDIT

● La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 7,7 milliards \$ au mois de juillet, une baisse de 1,3 milliard \$ par rapport au mois précédent et 2,3 milliards \$ de moins qu'en juillet 2016. Depuis le début de l'année, la somme des financements obligataires s'élève à 60,1 milliards \$, soit 20,8 % de plus qu'à pareille date l'an dernier. Parmi les sociétés emprunteuses en juillet, notons Alimentation Couche-Tard qui a émis une obligation de 700 millions \$ pour un terme de 7 ans servant à finaliser son acquisition de CST Brands qui a obtenu le feu vert du Bureau de la concurrence du Canada. Par ailleurs, Couche-Tard a également annoncé qu'elle avait signé une entente pour mettre la main sur Holiday Stationstores pour un montant indéterminé. Holiday opère 522 dépanneurs et stations-service dans 10 États américains.

● Hydro One, le plus important distributeur d'électricité en Ontario, a annoncé l'acquisition de la société américaine Avista qui fournit de l'électricité et du gaz naturel au nord-ouest des États-Unis. À la suite de cette transaction qui s'élève à 6,7 milliards \$, la société fusionnée aura des actifs combinés de plus de 32 milliards \$. Les agences de notation S&P (A) et Moody's (A3) ont conservé leurs notes de crédit, mais ont revu à la baisse les perspectives d'avenir de la société. S&P estime que l'acquisition altère le profil de risque de la société dont les activités étaient auparavant concentrées en Ontario à travers un cadre réglementaire. La réduction probable du soutien gouvernemental a également été un facteur nuisible selon les agences. Pour financer cette acquisition, Hydro One émettra des obligations de 5, 10 et de 30 ans aux États-Unis pour un total de 3,4 milliards \$.

● FTSE Russel qui compile les données de l'indice obligataire canadien FTSE-TMX a annoncé que toutes les dettes bancaires subordonnées éligibles pour fonds propres d'urgence en cas de non-viabilité (FPUNV) feront partie de l'indice universel à compter du 7 février 2018. Depuis le 1^{er} juillet 2017, seulement les nouvelles dettes FPUNV étaient incluses dans l'indice, mais nous étions toujours en attente en ce qui concerne le traitement des dettes émises auparavant. Les banques canadiennes avaient déjà émis 15 titres FPUNV pour un total de 15,8 milliards \$, dont 8 émissions notées BBB représentant la moitié des titres FPUNV en valeur marchande. Ces additions relèveront le poids des obligations de sociétés dans l'indice d'environ 0,8 %, mais surtout ceux des titres notés BBB.

PERFORMANCE INDICE FTSE TMX

Secteurs	Poids	juil.-17	2017
Univers	100 %	-1,90 %	0,42 %
Court terme	46,1 %	-0,41 %	-0,17 %
Moyen terme	22,9 %	-1,52 %	-0,20 %
Long terme	31,0 %	-4,32 %	1,49 %
Fédéral	36,8 %	-1,56 %	-0,73 %
Provincial	34,0 %	-2,67 %	0,77 %
Sociétés	27,3 %	-1,38 %	1,45 %
ORR		-3,24 %	-3,17 %

Source: ftse.com

En adoptant une stratégie de croissance aux États-Unis, le gouvernement de l'Ontario pourra difficilement défendre un soutien financier devant ses électeurs. Les créanciers devront donc écarter la prime de soutien gouvernementale de la valeur des titres. Le cadre réglementaire des activités d'Avista réduit toutefois les risques financiers.

Le poids des obligations de sociétés notées BBB n'a cessé de croître depuis 10 ans, passant de 18,7 % en 2007 à 39,1 % en juin 2017. Bien que certains émetteurs ont été dégradés, la principale source provient de nouveaux émetteurs tels que les titres FPUNV. Ces derniers affichent une valeur relative intéressante compte tenu du cadre réglementaire des activités bancaires.

POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE

Au mois dernier, les taux obligataires se sont ajustés aux discours de politiques monétaires restrictives prononcés par plusieurs banquiers centraux, notamment la Banque du Canada. Celle-ci a tenu promesse en retirant une des deux baisses mises en place lors de l'effondrement des cours pétroliers. La Banque du Canada devrait continuer son redressement monétaire en 2017, mais l'appréciation de plus de 8 % du huard en deux mois devrait restreindre son ardeur. Les taux de court terme avaient grimpé le mois dernier en réaction aux déclarations de la Banque du Canada sur l'évolution de la politique. Ce mois-ci, c'est au tour du segment de long terme de s'ajuster à la politique monétaire avec un recul de 4,32 % en un mois, effaçant par le fait la presque totalité des gains du premier semestre. Alors que les taux de court et moyen terme au Canada se sont approchés de ceux des États-Unis dans les deux derniers mois, ceux de 30 ans sont encore 41 p.c. inférieurs, justifiant ainsi un ajustement à la hausse. Les marchés obligataires s'adaptent à la nouvelle réalité économique, à savoir une reprise synchronisée à travers les pays et des banquiers centraux qui militent davantage pour un resserrement monétaire et une réduction des programmes d'assouplissement quantitatif. Puisque la reprise a souvent déçu auparavant, il y a des sceptiques difficiles à convaincre. Cette fois-ci semble différente et les sceptiques pourraient être confondus du! du! du!