

LE MENSUEL OBLIGATAIRE

AlphaFixe
Capital

MARS 2021

ÉVÉNEMENTS ÉCONOMIQUES

- Les ventes de maisons existantes ont augmenté de 6,6 % au mois de février, portant la croissance au cours des 12 derniers mois à 39,2 %. La demande pour l'immobilier est toujours élevée, mais l'offre demeure en quantité limitée. En effet, les nouvelles inscriptions ont bondi de 15,8 % en février, mais n'ont crû que de 11 % au cours de la dernière année, un rythme insuffisant qui justifie les surenchères observées récemment un peu partout au Canada. Au cours des 12 derniers mois, le prix des maisons a bondi en moyenne de 25 % au Canada. À Montréal, la hausse annuelle du prix des maisons est de 19,5 % tandis qu'à Toronto le prix moyen a crû de 15 % sur la même période.
- L'administration Biden a dévoilé un plan d'investissement en infrastructure s'élevant à 2 000 milliards \$ qui serait financé en partie par des impôts plus élevés pour les ménages à revenu élevé et une majoration du taux d'imposition aux sociétés. La Maison-Blanche affirme que la plus grande partie du plan comprend 621 milliards \$ pour les routes, les ponts, le transport en commun, les bornes de recharge pour véhicules électriques et d'autres infrastructures de transport. Des investissements sont aussi prévus pour les aqueducs, l'internet à haute vitesse et le développement d'un secteur énergétique propre. Biden espère faire adopter son plan d'ici l'été.
- Plusieurs indices d'activité du secteur manufacturier à travers le monde ont affiché une accélération de l'activité de fabrication. L'indice en Europe a atteint un sommet historique alors que celui de la Corée du Sud est à un niveau inégalé en 10 ans et celui du Japon affiche la meilleure lecture depuis octobre 2018. Toutefois, la majorité des entreprises sondées doivent conjuguer avec des pénuries d'intrants, des délais de livraison, des inventaires restreints et des coûts de production plus élevés.

ÉVOLUTION DES TAUX

- Lors d'un discours virtuel, le sous-gouverneur de la Banque du Canada, Toni Gravelle, a indiqué que la banque allait mettre un terme à plusieurs programmes de soutien des marchés financiers, comme ceux d'achat d'obligations provinciales et de sociétés, tout comme le programme d'achat de papier commercial. La Banque ne prévoit pas de vendre les titres acquis dans le cadre de ces programmes. En ce qui a trait au programme d'achats de titres fédéraux, la Banque a indiqué qu'il est équivalent à celui des autres pays en termes de poids relatif à l'économie (% PIB), mais il est de loin supérieur aux pairs en détention par rapport à l'encours des obligations du gouvernement fédéral en circulation (40 %). La Banque met donc la table pour une réduction du programme d'achat lors de sa réunion du mois d'avril. Avant la pandémie, la Banque détenait 13 % de l'encours de la dette fédérale.



Le gouverneur de la Banque du Canada a déclaré qu'il voyait des signes de surchauffe sur le marché immobilier au Canada. Toutefois, la politique monétaire n'est pas le meilleur outil pour lutter contre cette surchauffe selon lui, car l'économie canadienne nécessite encore des taux bas pour stimuler l'activité et l'inflation. L'adoption de mesures macro-prudentielles, comme une mise de fonds plus élevée, serait plus approprié, mais sûrement difficile à adopter pour un gouvernement minoritaire.

Les républicains acceptent certains investissements en infrastructure, mais s'opposent à une hausse des impôts. Biden devra donc utiliser à nouveau la réconciliation budgétaire au Sénat pour faire adopter son plan. Biden nécessitera l'appui de tous les démocrates dont certains préfèrent aussi éviter d'hausser les impôts. Un second plan d'investissement de près de 1 000 milliards \$ pour la famille sera bientôt présenté, mais ne sera pas aussi bien accepté par les républicains.

Actuellement, les problèmes dans la chaîne d'approvisionnement mondiale créent des pénuries dans certains secteurs qui pourraient s'avérer inflationnistes. Les consommateurs pourraient changer leurs habitudes en se préoccupant davantage de la disponibilité des produits que des prix.

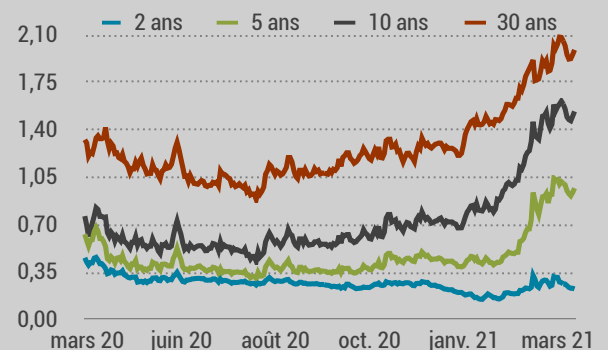
La Banque détient 344 milliards \$ en obligations fédérales sur un total de 862 milliards \$ en circulation, soit 40 %. En fait, elle a acheté 95 % du montant émis par le gouvernement au cours de la dernière année. En guise de comparaison, la Banque du Japon a commencé l'assouplissement quantitatif il y a 20 ans et détient 44,7 % de l'encours de la dette. La Banque n'aura pas le choix de réduire sa cadence si elle veut avoir des munitions lors de la prochaine crise. Cette réduction surviendra au moment où l'inflation inquiète les investisseurs et fait relever les taux. Est-ce que la banque voudra contenir la hausse des taux en allongeant le terme de ses achats comme la dernière fois?

TAUX DE RENDEMENT OBLIGATAIRE

		Variation mois	Variation 2021		Variation mois	Variation 2021
31 mars 2021						
Taux directeur	0,25 %	0,00 %	0,00 %	0,25 %	0,00 %	0,00 %
3 mois	0,09 %	-0,04 %	0,02 %	0,02 %	-0,02 %	-0,04 %
2 ans	0,23 %	-0,07 %	0,03 %	0,16 %	0,03 %	0,04 %
5 ans	1,00 %	0,12 %	0,60 %	0,94 %	0,21 %	0,58 %
10 ans	1,56 %	0,20 %	0,88 %	1,74 %	0,34 %	0,83 %
30 ans	1,98 %	0,22 %	0,77 %	2,41 %	0,26 %	0,77 %
ORR 30 ans	0,25 %	0,13 %	0,54 %			

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	-5	-10
Banque Royale, dette subordonnée FPUNV	A	95	135	185	0	-5	0	-5	-5	-10
Sun Life, dette subordonnée	A	85	125	175	5	-5	5	-5	0	-10
Hydro One	A high	60	85	125	5	10	0	0	0	-5
Enbridge Inc	BBB high	95	145	220	5	0	5	-5	5	-15
Altalink LP	A	60	80	120	5	10	0	0	0	-5
GTAA	A high	65	95	135	5	15	5	10	5	5
Bell Canada	BBB high	85	135	200	10	5	15	5	10	0
Rogers Communications	BBB	100	150	225	25	20	30	20	35	25
Loblaw	BBB high	80	125	190	10	5	10	0	5	-5
Canadian Tire	BBB	95	150	240	5	0	10	-5	0	-15
Province Québec	AA low	33	59	79	3	3	5	2	6	0
Province Ontario	AA low	37	65	81	2	2	6	3	7	0
SCHL	AAA	25	38	---	2	4	3	6		

Source: Financière Banque Nationale

MARCHÉ DU CRÉDIT

La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 13,8 milliards \$ au mois de mars, en hausse de 4,3 milliards \$ par rapport au mois précédent et 3 milliards \$ de plus qu'en mars 2020. Depuis le début de l'année, les financements obligataires ont totalisé 30,2 milliards \$, soit 13 % de plus que l'an dernier. Il s'agit du deuxième trimestre le plus actif de l'histoire après le second trimestre l'an dernier. Aux États-Unis, les sociétés dont la note de crédit est sous la qualité d'investissement ont émis plus de 140 milliards \$ US sur le marché américain, surpassant ainsi l'ancienne marque établie au second trimestre l'an dernier alors que les entreprises cherchaient à renflouer leur encaisse pour traverser la crise. Les émissions cette année auraient servi davantage à payer des dividendes ou refinancer des dettes.

Le marché des télécommunications au Canada deviendra de plus en plus concentré puisque Rogers Communication est parvenu à une entente dans le but d'acquérir la société Shaw Communication pour une somme de 26 milliards \$, incluant 6 milliards \$ de dette de Shaw. Cette entente a obtenu l'approbation des deux conseils d'administration et de la famille Shaw. En payant 20 milliards \$ pour les actions, Rogers Communication se retrouvera avec un niveau de dette correspondant à 5 fois les bénéfices avant intérêts, impôts et amortissement (BAIIA). L'agence de notation S&P a indiqué qu'elle mettrait la note de crédit de Rogers Communication (BBB+) sous surveillance avec perspectives négatives, ce qui pourrait impliquer une baisse jusqu'à deux échelons de la note. Par conséquent, Rogers maintiendrait une note de crédit de qualité d'investissement. À la suite de cette annonce, les écarts de crédit de la société Rogers se sont élargis de 20 à 25 points centésimaux pour les titres de long terme.

La province de Québec a déposé son budget et anticipe un déficit des opérations courantes de 9,2 milliards \$ pour l'exercice financier 2021-22 et de 12,3 milliards \$ si on ajoute la contribution au Fonds des générations. Le déficit des opérations courantes devrait baisser à 5,3 milliards et 1,9 milliard au cours des deux prochaines années pour finalement être éliminé en 2025-26. En incluant la contribution au Fonds des générations, l'équilibre budgétaire sera atteint en 2027-28, soit deux ans avant l'Ontario. Le ratio d'endettement de la province devrait atteindre son sommet cette année à 45,5 % pour ensuite décliner jusqu'à 43,4 % du PIB en 2025-26.

PERFORMANCE INDICE FTSE CANADA

Secteurs	Poids	mars-21	2021
Univers	100 %	-1,49 %	-5,04 %
Court terme	42,2 %	0,09 %	-0,59 %
Moyen terme	25,4 %	-0,98 %	-4,53 %
Long terme	32,4 %	-3,86 %	-10,69 %
Fédéral	34,5 %	-0,77 %	-3,72 %
Provincial	37,0 %	-2,42 %	-7,23 %
Sociétés	26,4 %	-1,04 %	-3,50 %
ORR		-1,48 %	-7,30 %

Source: ftse.com

Rogers Communication a déjà démontré avec succès sa capacité d'acquérir des entreprises par effet de levier. Au préalable, cette transaction devra obtenir l'approbation du CRTC qui jugera du degré de concurrence présent au Canada. Cette transaction d'envergure fait partie d'une nouvelle vague de fusion et acquisition qui déferle sur les marchés cette année.

C'est la première fois depuis le début de la pandémie que les gouvernements s'avancent à mettre une date pour le retour à l'équilibre budgétaire. Dans le cas de l'Ontario, ce ne sera pas avant la fin de la décennie. Le plus gros défi des provinces dans les prochaines années est de composer avec les hausses importantes des coûts de santé, autant ceux liés à la pandémie que ceux du vieillissement de la population.

POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE

Les investisseurs éprouvent encore de la difficulté à comprendre le nouveau cadre de la politique monétaire de la Réserve fédérale. Les membres de la Fed ont indiqué qu'ils n'avaient pas l'intention de relever le taux directeur avant 2024, et ce, malgré un taux de chômage au plein emploi l'an prochain accompagné d'inflation au-dessus de 2 % dans les prochaines années selon leurs prévisions. La Fed n'a donc plus l'intention d'agir sur des hypothèses ou des anticipations du marché, mais plutôt sur des faits observables. La politique monétaire est dorénavant réactive et non plus préventive dans son approche, un changement majeur par rapport aux 30 dernières années. Par ailleurs, les plans de soutien des gouvernements ont gonflé l'épargne des ménages qui se situe à 9 % du PIB au Canada (200 milliards \$) et 8 % aux États-Unis (1 700 milliards US). Ce coffre de munition sera déployé au courant de l'année à mesure que les restrictions sanitaires seront levées, surtout pour l'industrie des services. Cette forte demande latente surviendra au moment où les chaînes mondiales d'approvisionnement sont perturbées. Une hausse de la demande dans un environnement d'offre limitée crée des pénuries, la recette parfaite pour l'inflation. Les consommateurs semblent plus préoccupés par la disponibilité d'un produit que de son prix. Ce changement d'attitude pourrait bien modifier les anticipations d'inflation des consommateurs à plus long terme si les pénuries perdurent encore longtemps, ce que réfute la Fed, estimant que les anticipations resteront bien ancrées.