

LE MENSUEL OBLIGATAIRE

AlphaFixe
Capital

DÉCEMBRE 2017

ÉVÉNEMENTS ÉCONOMIQUES

- L'indice des prix à la consommation au Canada a affiché une hausse de 0,5 % au mois de novembre, ce qui porte l'augmentation annuelle à 2,1 %. Le mois précédent, le taux annuel d'inflation se chiffrait à 1,4 %. Outre les vêtements et les chaussures, les prix de sept des huit composantes de l'indice ont augmenté dans la dernière année. Les prix liés au transport ont crû de 5,9 % sur une période de 12 mois principalement en raison des prix de l'essence qui ont augmenté de 19,6 % en un an. Nonobstant l'énergie et l'alimentation, l'indice des prix a grimpé de 0,2 % en novembre et de 1,8 % sur les douze derniers mois.
- La période des emplettes des fêtes a connu un bon départ aux États-Unis puisque les ventes au détail ont bondi de 0,8 % en novembre, portant ainsi la variation annuelle à 5,8 %. Si on soustrait les composantes volatiles des ventes automobiles et de l'essence, les ventes ont également progressé de 0,8 %. De forts gains ont été répertoriés dans les ventes d'articles électroniques (2,1 %), d'ameublements (1,2 %), de matériaux de construction (1,2 %) et des ventes au détail hors magasin (2,5 %). Cette dernière composante inclut notamment le commerce de détail en ligne.
- L'économie japonaise a crû à un rythme annualisé de 2,5 % au troisième trimestre, marquant ainsi un septième trimestre consécutif de hausses et l'expansion la plus prolongée depuis le milieu des années 90. Le commerce international et les investissements des sociétés ont fortement alimenté la croissance, tandis que les dépenses de consommation des ménages se sont repliées.

ÉVOLUTION DES TAUX

- Tel qu'attendu, la Réserve fédérale a relevé son taux directeur de 25 p.c. pour l'établir à 1,5 % en raison d'un renforcement du marché de l'emploi et d'une activité économique soutenue. L'inflation demeure toujours sous la cible de 2 %, mais la Fed s'attend à un redressement à moyen terme. Compte tenu de la réforme fiscale adoptée par le Congrès, la Fed a rehaussé ses prévisions de croissance pour l'an prochain de 2,2 % à 2,6 %, mais conserve toujours ses trois hausses de taux anticipées en 2018.
- La Banque du Canada a maintenu son taux directeur à 1 % en décembre en stipulant entre autres qu'il y existe encore une marge de ressources inutilisées sur le marché du travail en dépit des récents gains importants au chapitre de l'emploi. Bien qu'un relèvement du taux s'avérera nécessaire dans le futur, la Banque fera preuve de circonspection et guidera sa politique monétaire selon les nouvelles données économiques.

Bien que l'essence ait fortement contribué à relever l'indice des prix, l'inflation semble couvrir un plus large éventail d'activité. La force du marché du travail a fait grimper le salaire moyen de plus de 5 % et la hausse du salaire de base à 14 \$ en Ontario depuis le 1^{er} janvier devrait maintenir les pressions inflationnistes en place.



Les ventes ont été soutenues par un marché de l'emploi vigoureux, la frénésie du vendredi fou et les efforts de reconstruction après le passage des ouragans Harvey et Irma. À moins d'un désastre des ventes en décembre, la croissance du PIB au dernier trimestre devrait être robuste.

Alors que la Fed redresse lentement son taux directeur, la Banque du Japon ne semble pas déroger de sa politique monétaire ultra expansionniste. Le différentiel grandissant des taux d'intérêts dépréciera le yen, favorisant davantage les exportations.

En prévoyant une croissance supérieure l'an prochain sans ajouter de hausses de taux supplémentaires, la Fed nous signale qu'elle n'anticipe aucune pression inflationniste découlant des mesures fiscales. Compte tenu de l'effet plus rapide des mesures fiscales par rapport à la politique monétaire, la Fed pourrait être perçue comme étant en retard dans la normalisation de ses taux.

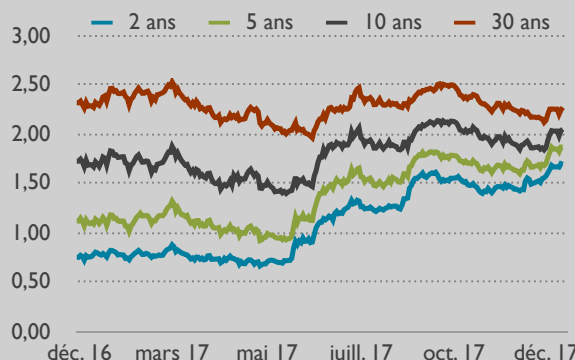
Le commentaire de sous-emploi ferait référence au faible taux de participation des jeunes âgés de 15 à 24 ans qui se situe à un creux de 20 ans à 64 %. Toutefois, une analyse de la Banque Nationale indique que la majeure portion de cette baisse provient du fait qu'il y a plus de jeunes de 15 à 19 ans à l'école qu'auparavant, ce qui est profitable à long terme pour l'économie.

TAUX DE RENDEMENT OBLIGATAIRE

31 déc. 2017		Variation mois	Variation 2017		Variation mois	Variation 2017
Taux directeur	1,00 %	0,00 %	0,50 %	1,50 %	0,25 %	0,75 %
3 mois	1,06 %	0,18 %	0,60 %	1,38 %	0,12 %	0,88 %
2 ans	1,69 %	0,26 %	0,94 %	1,88 %	0,10 %	0,69 %
5 ans	1,87 %	0,24 %	0,75 %	2,21 %	0,07 %	0,28 %
10 ans	2,05 %	0,16 %	0,32 %	2,41 %	-0,00 %	-0,04 %
30 ans	2,27 %	0,04 %	-0,05 %	2,74 %	-0,09 %	-0,33 %
ORR 30 ans	0,58 %	-0,04 %	0,08 %			

Source: Bloomberg

ÉVOLUTION ANNUELLE DES TAUX CANADIENS



PRIMES DE RISQUE DES OBLIGATIONS DE CRÉDIT

Émetteurs	Note de crédit		Écart			Variations					
	DBRS	S&P	Écart			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	90	130	0	-20	0	-20	0	-25
Financière Manuvie, dette senior	A high	A+	90	115	165	0	-25	0	-20	0	-20
Fortis Inc.	BBB high	BBB+	90	135	165	0	-30	0	-30	-5	-60
Hydro One	A high	A	65	85	130	0	-15	0	-20	-5	-20
Enbridge Inc	BBB high	BBB+	115	165	225	0	-15	0	-15	-5	-15
Encana Corp	BBB low	BBB	130	190	265	-5	-85	-5	-95	-10	-80
GTAA	---	A+	50	70	85	0	-20	0	-25	-5	-50
Bell Canada	BBB high	BBB+	95	145	200	0	-20	0	-20	0	-25
Rogers Communications	BBB	BBB+	90	140	200	0	-25	0	-25	5	-35
Loblaw	BBB	BBB	95	145	200	-5	-25	-5	-25	-5	-25
Canadian Tire	BBB high	BBB+	100	150	205	-5	-25	-5	-25	-5	-25
Province Québec	A high	AA-	36	55	65	-6	-19	-5	-23	-5	-27
Province Ontario	AA low	A+	38	59	67	-5	-18	-3	-20	-4	-22
SCHL	AAA	AAA	27	35	---	-4	-11	-5	-13		

Source: Financière Banque Nationale

MARCHÉ DU CRÉDIT

● La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 3,5 milliards \$ au mois de décembre, une baisse de 9,6 milliards \$ par rapport au mois précédent et 1,1 milliard \$ de moins qu'en décembre 2016. Pour l'année 2017, la somme des financements obligataires s'élève à 103,7 milliards \$, soit 24,5 % de plus qu'en 2016 et un nouveau record pour le marché canadien. Une partie de cette hausse en 2017 est attribuable à la présence de nouveaux émetteurs américains sur le marché des obligations Maple. En effet, ces derniers ont émis un total de 12,6 milliards \$ contre 5,5 milliards \$ en 2016. L'industrie des télécommunications a aussi été plus active cette année en doublant la taille des émissions pour atteindre 5 milliards \$. Les services publics de même que les projets en partenariat public privé ont également enregistré de forts gains en volume.

● Le rendement des obligations provinciales dans l'indice FTSE-TMX de long terme (6 %) a surpassé celui des obligations de sociétés (4,95 %) au cours du dernier trimestre. Par contre pour l'année 2017, les provinces (8,0 %) n'ont pu surclasser l'excellence performance des obligations de sociétés (8,8 %). L'attrait des investisseurs étrangers pour les nouvelles émissions provinciales explique en partie cette performance. Les provinces ont émis un total de 25,4 milliards \$ sur les marchés étrangers, le second volume annuel le plus important jamais enregistré. En revanche, les investisseurs canadiens se sont partagé un total de 52 milliards \$ de nouvelles émissions. Par conséquent, les 10 provinces ont complété 96 % de leurs besoins en financement pour l'exercice en cours avec un trimestre encore à compléter. L'Ontario et le Québec ont par contre pris de l'avance avec 102 % et 153 % du financement complété.

● L'agence de notation DBRS a servi une mise en garde à la Banque Laurentienne (A low) après que celle-ci ait annoncé des irrégularités d'une de ses filiales dans la souscription de prêts hypothécaires résidentiels accordés sur la foi de documentations erronées de particuliers. DBRS, qui a abaissé les perspectives de la note à négatives, a souligné des inquiétudes entourant les mesures de contrôle de la qualité de souscription et les risques à sa réputation à la suite de cette anomalie. La Banque a indiqué qu'elle pourrait devoir racheter d'un tiers jusqu'à 304 millions \$ en prêts hypothécaires jugés irréguliers, ce qui représente par contre moins de 1 % de l'ensemble de ses prêts.

PERFORMANCE INDICE FTSE TMX

Secteurs	Poids	déc.-17	2017
Univers	100 %	-0,41 %	2,52 %
Court terme	45,1 %	-0,46 %	0,08 %
Moyen terme	22,3 %	-0,89 %	0,96 %
Long terme	32,6 %	0,00 %	7,03 %
Fédéral	36,7 %	-0,63 %	0,13 %
Provincial	34,0 %	-0,21 %	4,33 %
Sociétés	27,4 %	-0,37 %	3,38 %
ORR		0,12 %	0,72 %

Source: ftse.com

La demande étrangère élevée a donc soustrait 10 milliards \$ en nouvelles émissions sur le marché canadien par rapport à l'an dernier. La province de Québec effectue toujours du préfinancement, mais le volume cette année semble plus costaud. Les risques liés à la renégociation de l'ALÉNA en 2018 et l'élection provinciale pourrait avoir justifié d'accélérer le calendrier des émissions.

Bien que le montant de prêts à racheter semble négligeable pour la banque et qu'elle dispose de liquidités suffisantes pour y parvenir, cet épisode met en lumière un problème de contrôle du risque. Toutefois, la banque se finance davantage à partir de dépôts de particuliers qu'à l'aide d'investisseurs institutionnels, ce qui réduit le risque de refinancement.

POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE

L'économie mondiale se porte très bien alors que tous les pays membres de l'OCDE ont affiché une croissance économique positive, une première en 10 ans. Cette embellie ne semble pas s'essouffler. Aux États-Unis, la majorité des indicateurs économiques avancés, tels que les inscriptions au chômage, les nouvelles commandes manufacturières de même que les dépenses cycliques démontrent une croissance soutenue. Les marchés financiers ont bien réagi à ce positivisme économique alors que l'indice boursier phare S&P 500 a affiché sa meilleure performance annuelle depuis 2013 avec 22 % et 14 mois ininterrompus de gains mensuels, la plus longue séquence de son histoire. L'adoption de la réforme fiscale américaine devrait vivifier davantage l'économie en début d'année et donner un peu de répit aux dirigeants de PME aux prises avec des problèmes de pénuries de main-d'œuvre qualifiée. Selon le plus récent sondage des dirigeants de PME (NFIB.com), 54% des répondants ont indiqué n'avoir trouvé aucun ou peu de travailleurs qualifiés pour combler les postes vacants, un nouveau record. En même temps, 23% envisagent hausser la rémunération pour attirer des travailleurs. L'inflation pourrait donc surprendre la Fed qui fait foi de retenue dans la normalisation des taux compte tenu de la baisse du bilan. La présence d'inflation, la réduction des rachats de la Fed et des déficits plus imposants est un mixte dangereux pour les taux au premier semestre.