

# LE MENSUEL OBLIGATAIRE

AlphaFixe  
Capital

OCTOBRE 2021

## ÉVÉNEMENTS ÉCONOMIQUES

- L'emploi au Canada a augmenté de 157 100 au mois de septembre, permettant au marché du travail canadien de revenir à son niveau de février 2020. Pour mettre en perspective, c'est l'équivalent d'un gain de 1,5 million d'emplois aux États-Unis en un mois. Le total est impressionnant, mais les détails le sont tout autant. Les emplois ont été créés dans des postes à temps plein (193 600) et répartis sur plusieurs industries, principalement dans les services. En effet, plusieurs industries affichent des gains de près de 30 000 postes le mois dernier. C'est le cas notamment de la finance, des services professionnels et de l'industrie de l'information, de la culture et du loisir.
- Le rythme annualisé de croissance de l'économie américaine est passé de 6,7 % au second trimestre à 2,0 % au troisième trimestre. Décidément, les perturbations des chaînes mondiales d'approvisionnement et les pénuries qui en résultent ont nui aux dépenses de consommation des ménages en biens (-9,2 %), surtout les dépenses durables qui ont chuté de 26,2 %. En revanche, les dépenses en services ont crû de 7,9 %, un rythme plus lent considérant la présence du variant Delta. Les investissements des entreprises ont également ralenti alors que l'immobilier résidentiel et le commerce international ont nui à la croissance.
- L'économie chinoise affiche des signes de faiblesse. Le PIB a crû de 0,2 % d'un trimestre à l'autre durant l'été et de 4,9 % dans la dernière année. Une succession d'événements explique ce ralentissement. La stratégie de tolérance zéro à l'égard de la Covid a forcé la fermeture d'usines et certains ports du pays. Les autorités ont aussi imposé des cibles de réduction de pollution afin d'atteindre des objectifs de neutralité carbone, forçant ainsi la fermeture temporaire de centrales d'électricité au charbon et d'usines. Les décideurs politiques sont donc aux prises avec une crise énergétique qui conduit au rationnement de l'électricité dans les pays.

## ÉVOLUTION DES TAUX

- La Banque du Canada a maintenu son taux directeur au niveau plancher, mais a annoncé qu'elle mettrait fin immédiatement à son programme d'achat d'actifs. La Banque reconnaît que la pénurie de main-d'œuvre et les perturbations des chaînes mondiales d'approvisionnement freineront la croissance mondiale et celle du Canada. Par conséquent, elle a revu à la baisse ses perspectives de croissance pour cette année (5,1 % contre 6,0 %) et l'an prochain (4,3 % contre 4,6 %). Parallèlement, la Banque a aussi rehaussé considérablement ses prévisions d'inflation pour l'an prochain, passant de 2,4 % estimé lors du dernier Rapport sur la politique monétaire en juillet dernier à 3,4 %. Elle estime dorénavant que l'écart de production de l'économie canadienne au potentiel devrait se combler au milieu de l'an prochain, une condition requise pour amorcer la hausse du taux directeur.



*L'emploi dans le secteur public a augmenté de 78 000. Parmi ceux-ci, il y a des travailleurs embauchés pour les élections fédérales dont l'emploi n'est que temporaire. Somme toute, une note de A+ pour le marché de l'emploi canadien qui est revenu à son niveau d'avant pandémie alors qu'aux États-Unis, il y a toujours 5 millions de travailleurs de moins qu'en février 2020.*

*Initialement, les entreprises ont répondu à la forte demande en puisant dans les inventaires de plus en plus restreints, forçant les prix à la hausse. Dorénavant, les perturbations des chaînes mondiales d'approvisionnement et la pénurie de main-d'œuvre freineront l'activité autant en Amérique du Nord qu'en Asie. Les inventaires sont dégarnis et les entreprises éprouvent plus de difficulté à produire et vendre leurs produits.*

*C'est toutefois les instructions visant à ralentir les prêts hypothécaires pour calmer la frénésie immobilière qui pourraient avoir des conséquences plus grandes. Le secteur immobilier contribue au quart de la production économique du pays. Est-ce que les dirigeants du pays annonceront des mesures de stimulation prochainement? Difficile de croire si un des objectifs est de réduire la dépendance au crédit.*

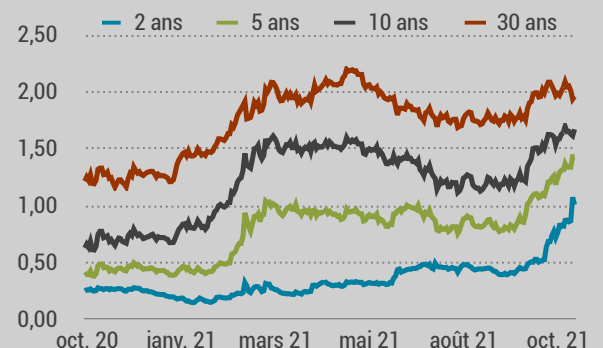
*Quel est donc le message de la Banque? Nous avons sous-estimé la durabilité de l'inflation et nous corrigeons le tir. Si l'économie progresse moins rapidement, comment l'écart de production peut-il être comblé plus vite? Facile, la Banque a juste réduit le potentiel de l'économie pour les prochaines années sous prétexte d'un rythme plus faible des investissements des entreprises. De la magie économique! Statistique Canada prévoit maintenant une croissance annualisée de 2 % au troisième trimestre, un rythme nettement inférieur à la prévision de la Banque (5,5 %). Comment peut-elle justifier que l'écart de production soit comblé au milieu de 2022 s'il manque plus de 3 % de croissance au troisième trimestre?*

## TAUX DE RENDEMENT OBLIGATAIRE

		Variation mois	Variation 2021		Variation mois	Variation 2021
31 oct. 2021						
Taux directeur	0,25 %	0,00 %	0,00 %	0,25 %	0,00 %	0,00 %
3 mois	0,16 %	0,03 %	0,09 %	0,05 %	0,02 %	-0,01 %
2 ans	1,09 %	0,56 %	0,89 %	0,50 %	0,21 %	0,38 %
5 ans	1,51 %	0,40 %	1,12 %	1,18 %	0,19 %	0,82 %
10 ans	1,72 %	0,21 %	1,05 %	1,55 %	0,04 %	0,64 %
30 ans	2,00 %	0,01 %	0,79 %	1,93 %	-0,13 %	0,29 %
ORR 30 ans	0,27 %	0,00 %	0,56 %			

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	75	105	150	5	10	5	0	5	-5
Banque Royale, dette subordonnée FPUNV	A	105	145	195	5	5	5	5	5	0
Sun Life, dette subordonnée	A	90	130	180	0	0	0	0	0	-5
Hydro One	A high	60	95	130	-5	10	0	10	-5	0
Enbridge Inc	BBB high	95	145	225	-10	0	-5	-5	-5	-10
Altalink LP	A	60	90	125	-5	10	0	10	-5	0
GTAA	A high	60	95	130	-5	10	0	10	-5	0
Bell Canada	BBB high	85	130	200	-10	5	-10	0	-5	0
Rogers Communications	BBB high	110	155	225	-5	30	-5	25	-5	25
Loblaw	BBB high	80	125	185	-5	5	-5	0	-5	-10
Canadian Tire	BBB	90	140	230	-5	-5	-5	-15	-5	-25
Province Québec	AA low	27	54	70	5	-3	0	-3	-3	-9
Province Ontario	AA low	31	59	75	5	-4	0	-3	-2	-6
SCHL	AAA	24	38	---	6	3	3	6		

Source: Financière Banque Nationale

## MARCHÉ DU CRÉDIT

La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 10,5 milliards \$ au mois d'octobre, en hausse de 400 millions \$ par rapport au mois précédent et 3,1 milliards \$ de plus qu'en octobre 2020. Depuis le début de l'année, les financements obligataires ont totalisé 98,7 milliards \$, soit l'équivalent du total de l'an dernier à pareille date. Le secteur aéroportuaire a été actif le mois dernier avec une émission de Heathrow et de l'Autorité aéroportuaire de Calgary. Cette dernière a procédé à un financement de 2,075 milliards \$ se déclinant sur 6 émissions avec des échéances allant de 15 à 40 ans. Le produit de ce financement servira à rembourser les deux tiers de la dette de l'autorité auprès de la province de l'Alberta, à payer les coûts de transaction et à des fins générales de l'entreprise.

Rogers Communication est en plein coeur d'une querelle familiale digne d'une série Netflix. Edward Rogers, président du C.A. et fils du fondateur Ted Rogers, est devenu insatisfait des résultats financiers sous la présidence de Joe Natale et cherchait à le remplacer par le directeur financier Tony Staffieri. Ce quatrième changement à la direction de Rogers depuis le décès du fondateur Ted Rogers a déclenché une confrontation familiale. La mère d'Edward et ses deux soeurs se sont opposées, bloquant le licenciement de Natale, mis à la porte Staffieri et démis Edward de ses fonctions. Ce dernier a initié un plan visant à changer 5 des 14 administrateurs de la société tout en réintégrant son poste. Deux groupes proclament maintenant être à la tête de la société et les tribunaux devront trancher. Cette guerre pourrait mettre en péril l'offre d'achat de Shaw Communication qui requière encore l'approbation du CRTC.

L'assouplissement des mesures sanitaires et l'ouverture des frontières aux voyageurs étrangers a permis à Aéroports de Montréal d'améliorer ses ratios financiers au dernier trimestre. Le nombre de passagers transitant par les terminaux de la métropole au troisième trimestre a atteint 1,93 million, soit 3 fois plus qu'à pareille date l'an dernier (0,61 million), mais seulement 32 % du volume du troisième trimestre de 2019. Par conséquent, les revenus (84 millions \$) ont bondi de 57 % par rapport à l'an dernier, permettant à Aéroports de Montréal de dégager un BAIIA positif de 31 millions \$. Il s'agit d'une hausse importante de 42 millions \$ par rapport à l'an dernier, mais seulement 28 % de ce qu'il était il y a deux ans.

## PERFORMANCE INDICE FTSE CANADA

Secteurs	Poids	oct.-21	2021
Univers	100 %	-1,05 %	-4,96 %
Court terme	41,0 %	-1,08 %	-1,52 %
Moyen terme	25,8 %	-1,72 %	-4,69 %
Long terme	33,1 %	-0,49 %	-9,30 %
Fédéral	34,2 %	-1,29 %	-4,59 %
Provincial	37,2 %	-0,95 %	-6,44 %
Sociétés	26,4 %	-0,89 %	-3,26 %
ORR		-1,71 %	-5,92 %

Source: ftse.com

*Natale subit les conséquences d'événements hors de son contrôle. La pandémie a réduit les revenus des usagers en itinérance et sa division média est à peine rentable et porte le poids d'un énorme contrat avec la LNH signé avant son arrivée. En matière de gouvernance, disons que cette saga soulève quelques drapeaux rouges dans notre grille d'évaluation.*

*La levée des restrictions concernant les voyages et la demande refoulée des consommateurs permettent d'anticiper une hausse du trafic aérien prochainement. Cependant, plusieurs employés licenciés durant la pandémie pourraient avoir trouvé un emploi ailleurs, limitant ainsi la capacité des compagnies aériennes d'offrir davantage d'itinéraires. La pénurie de main-d'oeuvre frappe tout le monde.*

## POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE

Après avoir allongé la période transitoire de l'inflation, voilà que certains banquiers centraux s'inquiètent de perdre l'ancrage des anticipations d'inflation. En plus de la Banque du Canada qui a durci le ton lors de sa réunion d'octobre, la Banque de Norvège et celle de Nouvelle-Zélande ont relevé leur taux directeur. La Banque d'Angleterre a indiqué qu'elle devra agir prochainement pour maîtriser l'inflation et celle d'Australie a abandonné le contrôle du taux de 3 ans. Les taux de court terme se sont redressés fortement alors que ceux de long terme sont demeurés stables. Comment interpréter cet aplatissement de la courbe de rendement? Les investisseurs semblent indiquer qu'une hausse de taux pourrait s'avérer une erreur de politique monétaire qui devra être renversée. Au courant de l'année, l'offre de biens n'a pas pu suivre la forte demande stimulée par le soutien gouvernemental, créant ainsi des pressions sur les prix qui se sont manifestées durant l'été. Toutefois, les perturbations des chaînes mondiales d'approvisionnement semblent maintenant ralentir l'activité économique. La politique monétaire est un outil inefficace quand vient le temps de régler des problèmes d'offre comme nous vivons actuellement. Le retrait de la détente monétaire ne fera qu'affaiblir la demande au niveau perturbé de l'offre, retardant le retour au potentiel. Puisque l'inflation est un indicateur retardé qui prend toujours 6 à 9 mois à se manifester, les banques centrales démontrent qu'elles sont derrière la parade en s'inquiétant de l'inflation. L'accent devrait être sur le rythme de croissance plus faible.