

LE MENSUEL OBLIGATAIRE

AlphaFixe
Capital

JUILLET 2018

ÉVÉNEMENTS ÉCONOMIQUES

- Les mises en chantier au Canada ont progressé à un rythme annualisé de 248 100 au mois de juin, soit 54 000 de plus qu'au mois précédent. Ce gain s'explique notamment par une forte hausse des projets de logements multiples (172 800 unités, +46 %) alors que les maisons unifamiliales ont légèrement fléchi (56 000, -4 %). Géographiquement, l'Ontario et le Québec ont enregistré des croissances importantes des mises en chantier, un bond de 88,4 % chez nos voisins (104 400 unités) et de 44,9 % dans la belle province (59 900 unités). La forte demande immobilière se perçoit aussi dans la valeur des permis de bâtir du secteur résidentiel qui a crû de 7,7 % en mai pour s'établir à 5,5 milliards \$, la seconde valeur en importance jamais enregistrée.
- Propulsé par les dépenses de consommation, d'investissement et le commerce international, le PIB américain a bondi de 4,1 % au second trimestre contre 2,2 % au premier. Il s'agit du rythme de croissance le plus élevé depuis le troisième trimestre de 2014. La réforme fiscale de Trump a alimenté les dépenses de consommation qui ont crû de 4,0 %, notamment les biens durables comme les voitures. Les entreprises ont aussi bénéficié d'un taux de taxation plus bas, leur permettant ainsi d'augmenter les investissements de 7,3 % durant le trimestre. Le commerce extérieur a aussi dopé la croissance avec un bond de 9,3 % des exportations au printemps.
- S'inquiétant des répercussions économiques du conflit commercial avec les États-Unis, la Chine a annoncé une série de mesures destinées à soutenir son économie. Celles-ci ont pris la forme d'allègement fiscal pour les dépenses en recherche et développement et d'émissions d'obligations spéciales pour financer des projets d'infrastructure. Selon l'agence Moody's, la charge additionnelle de ces mesures rapportée au PIB et aux dépenses budgétaires de 2018 sera faible.

La stabilisation du marché du logement à la suite de la mise en oeuvre des nouvelles règles hypothécaires permet à la Banque du Canada d'atténuer ce risque à l'économie canadienne et poursuivre le redressement des taux. Les facteurs démographiques ont aussi une influence sur les résultats de ces données. La demande pour les logements multiples est souvent associée à l'immigration, aux milléniaux et aux baby-boomers, les deux cohortes en importance au pays.

Une portion de la croissance peut être attribuable au stimulus budgétaire, mais la rhétorique protectionniste a aussi précipité les choses. Anticipant des mesures de riposte dans l'avenir, les partenaires commerciaux des États-Unis ont peut-être garni leur inventaire. Les tarifs sur l'acier et l'aluminium auraient aussi forcé certains consommateurs à devancer leur achat d'une voiture. Le rythme de croissance pourrait donc faiblir si ces facteurs s'atténuent.

L'endettement et les risques au système financier sont donc relégués au second plan dans les priorités de la Chine. D'autant plus que les États-Unis et l'Union européenne ont convenu de travailler à réformer l'Organisation mondiale du commerce pour lutter contre les pratiques commerciales déloyales, notamment celles pratiquées par la Chine.

Le commentaire de la Banque sur la faiblesse de la devise est intéressant. Deux éléments expliquent cette dépréciation: le conflit commercial avec les États-Unis et les anticipations de hausses du taux directeur aux États-Unis. À moins d'une catastrophe, la Banque ne pourra pas se permettre de rester en attente pendant que son homologue américain relève le loyer de l'argent. Un différentiel de taux élevé entre les deux pays faiblirait davantage le huard, poussant ainsi le prix des importations à la hausse et donc l'inflation.

ÉVOLUTION DES TAUX

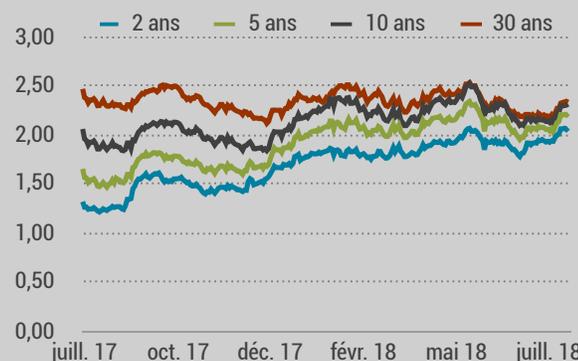
- La Banque du Canada a annoncé une majoration de 0,25 % de son taux directeur pour le porter à 1,50 %. Elle a également lancé un avertissement aux Canadiens que des hausses supplémentaires pourraient subvenir pour maintenir l'inflation à la cible. L'approche sera toutefois graduelle et guidée par les statistiques économiques. La décision de la Banque s'appuie sur une conjonction américaine robuste, la baisse du dollar canadien et un marché de l'emploi serré qui force certaines entreprises à investir davantage. L'impact économique des tarifs sur l'acier et l'aluminium devrait être modeste selon la Banque, mais il en sera tout autrement si le conflit commercial avec les États-Unis se déplace dans l'industrie automobile. Par conséquent, les risques liés aux tensions commerciales sont dorénavant jugés plus importants et pourraient freiner la normalisation des taux.

TAUX DE RENDEMENT OBLIGATAIRE

| |  | Variation mois | Variation 2018 |  | Variation mois | Variation 2018 |
|----------------|-------------------------------------------------------------------------------------|----------------|----------------|-------------------------------------------------------------------------------------|----------------|----------------|
| 31 juill. 2018 | | | | | | |
| Taux directeur | 1,50 % | 0,25 % | 0,50 % | 2,00 % | 0,00 % | 0,50 % |
| 3 mois | 1,45 % | 0,19 % | 0,39 % | 2,02 % | 0,11 % | 0,64 % |
| 2 ans | 2,07 % | 0,16 % | 0,38 % | 2,67 % | 0,14 % | 0,79 % |
| 5 ans | 2,22 % | 0,15 % | 0,35 % | 2,85 % | 0,11 % | 0,64 % |
| 10 ans | 2,31 % | 0,14 % | 0,27 % | 2,96 % | 0,10 % | 0,55 % |
| 30 ans | 2,33 % | 0,12 % | 0,06 % | 3,08 % | 0,09 % | 0,34 % |
| ORR 30 ans | 0,59 % | 0,13 % | 0,02 % | | | |

Source: Bloomberg

ÉVOLUTION DES TAUX CANADIENS



PRIMES DE RISQUE DES OBLIGATIONS DE CRÉDIT

Variations

| Émetteurs | Note de crédit | | Écart | | | 5 ans | | 10 ans | | 30 ans | |
|----------------------------------|----------------|------|-------|--------|--------|-------|------|--------|------|--------|------|
| | DBRS | S&P | 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 | 0 | 5 | -5 | 5 | 0 | 5 |
| Fortis Inc. | BBB high | BBB+ | 110 | 150 | 185 | 0 | 20 | -5 | 15 | -15 | 20 |
| Hydro One | A high | A | 80 | 105 | 140 | 0 | 15 | 0 | 20 | -5 | 10 |
| Enbridge Inc | BBB high | BBB+ | 125 | 175 | 240 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | 15 |
| Encana Corp | BBB low | BBB- | 140 | 190 | 260 | -5 | 10 | -10 | 0 | -5 | -5 |
| GTAA | --- | A+ | 65 | 85 | 110 | 0 | 15 | 0 | 15 | 0 | 25 |
| Bell Canada | BBB high | BBB+ | 110 | 155 | 215 | 5 | 15 | 5 | 10 | 0 | 15 |
| Rogers Communications | BBB | BBB+ | 105 | 145 | 215 | 5 | 15 | 5 | 5 | 0 | 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 | -5 | 10 |
| Province Québec | A high | AA- | 42 | 64 | 75 | 2 | 6 | 1 | 9 | 0 | 10 |
| Province Ontario | AA low | A+ | 45 | 69 | 80 | 2 | 7 | 2 | 10 | 1 | 13 |
| SCHL | AAA | AAA | 30 | 40 | --- | 0 | 3 | 0 | 5 | | |

Source: Financière Banque Nationale

MARCHÉ DU CRÉDIT

La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 4,9 milliards \$ au mois de juillet, une baisse de 6,2 milliards \$ par rapport au mois précédent et 2,7 milliards \$ de moins qu'en juillet 2017. Depuis le début de l'année, la somme des financements obligataires s'est élevée à 50,0 milliards \$, soit 9,0 % de moins qu'à pareille date l'an dernier. Parmi les emprunteurs, notons la Banque CIBC qui a émis un billet de dépôt d'une taille de 1,5 milliard \$ pour un terme de 5 ans. Depuis le début de l'année, la somme des billets de dépôt émis par les banques canadiennes s'est élevée à 20,1 milliards \$, ce qui représente une hausse de 2,5 milliards \$ par rapport aux 7 premiers mois l'an dernier. Cette hausse s'explique peut-être par l'entrée en vigueur le 28 septembre prochain des nouvelles règles qui exigent que les billets de dépôt soient assujettis aux règlements sur la recapitalisation interne des banques (« bail-in »).

Loblaw, l'épicier le plus important au Canada, a annoncé qu'il devra majorer le prix de certains articles au cours du second semestre de l'année à mesure que les tarifs de représailles sur les importations américaines entreront en vigueur. Ces tarifs s'ajoutent à la hausse des coûts de transport, des salaires et à la faiblesse du dollar canadien, qui combinés, réduiront la marge bénéficiaire de la société. Le PDG de Sobeys avait également soulevé cette possibilité à la fin de juin. Bien qu'il ait indiqué qu'il cherchait des solutions de rechange pour éviter de transmettre la hausse des coûts aux consommateurs, certains fournisseurs n'ont pas d'autres alternatives compte tenu des faibles marges dans l'industrie de l'alimentation.

La société Enbridge a conclu une entente avec Brookfield Infrastructure Partners afin de leur vendre des actifs gaziers dans l'Ouest canadien pour la somme de 4,3 milliards \$. L'entente comprend des actifs qui collectent le gaz naturel des foreurs en Alberta et en Colombie-Britannique avec une capacité quotidienne de 3,3 milliards de pieds cubes. Cette transaction s'inscrit dans un plan stratégique de réduction de la dette de Enbridge qui délaisse des actifs non essentiels depuis son acquisition de Spectra énergie l'an dernier. Depuis le début de l'année, Enbridge s'est départi de 7,5 milliards \$ en actifs, soit plus du double de son objectif de 3 milliards \$ en 2018, ce qui la rapproche rapidement de la cible à long terme de 10 milliards \$.

PERFORMANCE INDICE FTSE TMX

| Secteurs | Poids | juill.-18 | 2018 |
|-------------|--------|-----------|---------|
| Univers | 100 % | -0,74 % | -0,13 % |
| Court terme | 45,3 % | -0,13 % | 0,40 % |
| Moyen terme | 22,1 % | -0,60 % | -0,35 % |
| Long terme | 32,6 % | -1,66 % | -0,76 % |
| Fédéral | 36,0 % | -0,63 % | 0,04 % |
| Provincial | 34,0 % | -1,04 % | -0,56 % |
| Sociétés | 28,2 % | -0,49 % | 0,21 % |
| ORR | | -1,86 % | 1,44 % |

Source: ftse.com

Les entreprises ont souvent tendance à retarder la hausse des prix, réduisant plutôt leurs marges au lieu de perdre des parts de marché. Toutefois, cette situation n'est pas viable à long terme aux yeux des investisseurs. D'autant plus qu'aujourd'hui, avec les pressions salariales, les consommateurs ont une plus grande marge de manoeuvre dans leur budget.

L'accélération du programme de vente d'actifs de la part de Enbridge pourrait avoir un impact positif sur sa note de crédit. Le nouveau plan d'affaires propose une réduction de l'endettement et une simplification de sa structure avec une concentration aux actifs réglementés, ce qui améliore la prévisibilité des flux de trésorerie et reconforte les créanciers.

POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE

L'économie américaine a affiché une excellente croissance au second trimestre, propulsée par les consommateurs et les exportateurs. Toutefois, il ne faut pas s'attendre à ce que ce rythme se perpétue, car une portion de cette croissance a été précipitée avant l'entrée en vigueur des tarifs douaniers de Trump au mois de juillet. De plus, l'économie roule à son plein potentiel et atteindra sous peu des contraintes pour étendre davantage les capacités de production. Il y a dorénavant plus de postes vacants (6,6 millions) que de chômeurs inscrits (6,3 millions) alors que le nombre de personnes hors de la population active désirant un emploi est près du creux historique. Ces contraintes de capital humain forcent certaines entreprises à se tourner vers les investissements en machinerie pour accroître leur production, mais l'effet sera perceptible plus tard. Entre temps, la demande dans l'économie demeure forte et soutenue par des politiques monétaires toujours expansionnistes. Le taux directeur réel au Canada, aux États-Unis, au Japon et dans plusieurs pays européens est toujours en territoire négatif. Une forte demande dans une économie à son potentiel est inflationniste. Les conflits commerciaux entre les États-Unis et ses multiples partenaires demeurent la seule ombre au tableau, mais ne constitue pas un risque de récession à court terme. L'approche de Trump est de menacer en aboyant fort pour forcer une renégociation des ententes et non pour retirer les États-Unis du libre-échange. Sa volte-face avec l'Europe et Jean-Claude Juncker en est un exemple, bise à l'appui.