

LE MENSUEL OBLIGATAIRE

AlphaFixe
Capital

MAI 2021



ÉVÉNEMENTS ÉCONOMIQUES

- Le produit intérieur brut réel au Canada a progressé de 5,6 % en rythme annualisé au premier trimestre. Malgré les contraintes sanitaires imposées durant le trimestre, l'économie canadienne s'est montrée résiliente alors que les dépenses de consommation ont crû à un rythme plus élevé que le trimestre précédent. Les investissements ont également progressé plus rapidement, notamment l'immobilier résidentiel dont la croissance annualisée fut de 43,3 % au premier trimestre et de 26,3 % dans la dernière année. Le commerce international a aussi contribué à la croissance. En revanche, les entreprises ont répondu à la demande plus élevée en puisant dans leurs stocks au lieu de produire davantage. Ce facteur ayant à lui seul réduit la croissance de 1,4 % au premier trimestre.
- L'indice des prix à la consommation a bondi de 0,8 % au mois d'avril aux États-Unis, portant la variation annuelle à 4,2 %. En excluant les éléments volatils de l'alimentation et de l'énergie, l'indice de référence a bondi de 0,9 % en avril et de 3,0 % au cours des 12 derniers mois. Il s'agit de la croissance annuelle la plus élevée depuis 1995 et de la croissance mensuelle la plus forte depuis septembre 1981. Les pénuries de puces à semi-conducteur ont aussi propulsé les prix en hausse dans le secteur automobile. La baisse de production des nouveaux véhicules et les craintes d'utilisation du système de transport en commun ont poussé les consommateurs vers le marché des voitures usagées. Les prix de celles-ci ont monté de 10 % au mois d'avril, portant la variation annuelle à 21 %.
- L'indice Markit de l'activité manufacturière européenne a atteint 62,9 au mois d'avril, un sommet historique. La production, les nouvelles commandes et l'emploi continuent de progresser tandis que les délais de livraison demeurent problématiques, atteignant un sommet inégalé depuis le début de la série (juin 1997). Les directeurs d'achats ont aussi fait état d'une hausse marquée du coût des intrants, la deuxième plus élevée de l'histoire.

ÉVOLUTION DES TAUX

- La Banque d'Angleterre a conservé son taux directeur à 0,10 % et maintenu la taille de son programme d'achat d'obligations à 895 milliards £. Néanmoins, un membre du comité s'est dissocié de cette décision, préférant réduire la taille du programme de 50 milliards £ craignant les pressions inflationnistes des mesures en place. La Banque a aussi bonifié de 2,5 % ses perspectives économiques, prévoyant maintenant une croissance de 7,5 % cette année. Il s'agirait du taux de croissance le plus élevé en plus de 70 ans s'il se réalise.
- Selon le procès-verbal de la dernière réunion de la Réserve fédérale, certains membres ont évoqué qu'il serait approprié d'entamer les discussions d'un plan de réduction du programme d'achat d'obligations lors des prochaines réunions si la forte reprise économique se poursuit.

TAUX DE RENDEMENT OBLIGATAIRE

		Variation mois	Variation 2021		Variation mois	Variation 2021
31 mai 2021						
Taux directeur	0,25 %	0,00 %	0,00 %	0,25 %	0,00 %	0,00 %
3 mois	0,11 %	0,01 %	0,04 %	0,00 %	0,00 %	-0,06 %
2 ans	0,32 %	0,02 %	0,12 %	0,14 %	-0,02 %	0,02 %
5 ans	0,91 %	-0,03 %	0,51 %	0,80 %	-0,05 %	0,44 %
10 ans	1,49 %	-0,06 %	0,81 %	1,59 %	-0,03 %	0,68 %
30 ans	2,03 %	-0,05 %	0,82 %	2,28 %	-0,01 %	0,64 %
ORR 30 ans	0,22 %	-0,18 %	0,52 %			

Source: Bloomberg

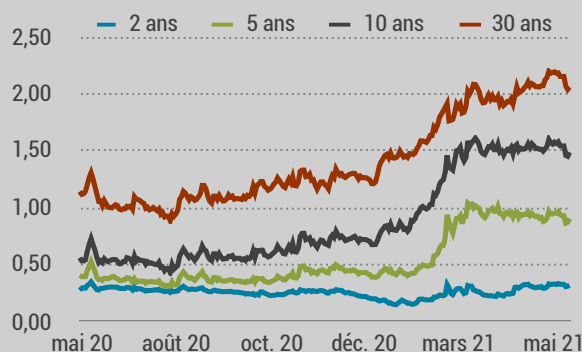
Même si le PIB réel a été inférieur aux attentes des économistes, le PIB nominal, qui tient en compte la croissance des prix, a affiché un bond gigantesque de 18,4 % au premier trimestre, surpassant son niveau d'avant la pandémie. Cette forte croissance est attribuable à l'indice implicite des prix du PIB qui a enregistré un saut de 12,2 % dans le dernier trimestre. Par contre, l'indice des prix à la consommation est en hausse de seulement 3,4 % dans la dernière année. Quelle est la bonne lecture du niveau des prix dans l'économie canadienne ?

Certes, les prix ont chuté au début de la pandémie l'an dernier, forçant les variations annuelles en hausse en avril. Toutefois, la variation annualisée des prix des trois derniers mois s'élève à 6,6 % pour l'indice d'ensemble et à 5,6 % pour l'indice de référence, bien au-dessus de la cible de la Fed. De plus, si on compare le niveau des prix à ceux de février 2020, l'indice d'ensemble affiche une hausse annualisée de 2,2 % et de 1,9 % pour celui de référence, soit près de la cible de 2 % de la Fed.

Le coût des intrants grimpe un peu partout dans le monde. Les entreprises sont de plus en plus aptes à transmettre ces hausses aux consommateurs, car certains déséquilibres entre l'offre et la demande des intrants ne seront pas résolus à court terme, une belle recette pour attiser l'inflation.

Les mesures budgétaires et monétaires en place depuis la pandémie ont propulsé l'économie mondiale et font craindre les pressions inflationnistes un peu partout. Les banquiers centraux semblent tous employer le même discours de soutien tant que les risques sanitaires demeurent et que la reprise n'est pas établie de façon inclusive. Néanmoins, cette approche apporte son lot de risque inflationniste que les banques centrales sont prêtes à supporter. Plus elles retardent le retrait du soutien, plus les chances sont élevées qu'elles devront agir rapidement, avec force et à des taux plus élevés pour combler le retard.

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	0	-10
Banque Royale, dette subordonnée FPUNV	A	95	135	185	0	-5	0	-5	0	-10
Sun Life, dette subordonnée	A	80	120	170	0	-10	0	-10	0	-15
Hydro One	A high	60	90	125	-5	10	0	5	-5	-5
Enbridge Inc	BBB high	95	145	225	0	0	0	-5	5	-10
Altalink LP	A	60	85	120	-5	10	0	5	-5	-5
GTAA	A high	65	95	135	0	15	0	10	0	5
Bell Canada	BBB high	90	135	200	0	10	0	5	0	0
Rogers Communications	BBB high	105	150	220	5	25	0	20	-5	20
Loblaw	BBB high	85	130	190	0	10	0	5	0	-5
Canadian Tire	BBB	100	150	240	0	5	0	-5	-5	-15
Province Québec	AA low	28	55	72	-3	-2	-5	-2	-3	-7
Province Ontario	AA low	33	61	76	-2	-2	-4	-1	-2	-5
SCHL	AAA	23	31	---	-1	2	-6	-1		

Source: Financière Banque Nationale

MARCHÉ DU CRÉDIT

La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 7,3 milliards \$ au mois de mai, en baisse de 2,9 milliards \$ par rapport au mois précédent et 10,3 milliards \$ de moins qu'en mai 2020. Depuis le début de l'année, les financements obligataires ont totalisé 47,7 milliards \$, soit 24 % de moins que l'an dernier. Du total émis au mois de mai, 500 millions \$ proviennent de Bell Canada lors de sa première émission d'obligation durable échéant en 2028. Munie d'un taux de coupon de 2,20 %, cette obligation fait partie intégrante du nouveau cadre de financement durable de l'entreprise qui force Bell Canada à fournir des rapports d'allocation et d'impact jusqu'à ce que le produit de cette émission soit alloué à des projets verts ou sociaux. L'émission a attiré 85 acheteurs, témoignant de la popularité grandissante des obligations durables ou vertes.

L'agence de notation S&P a abaissé la note de crédit de la province de l'Alberta de A+ à A avec perspectives stables. Pour justifier sa décision, S&P a mentionné que la province a subi deux puissants chocs économiques au cours des six dernières années. Avant la pandémie, l'Alberta a dû composer avec l'effondrement des cours pétroliers à la fin de 2014 qui a affaibli les finances publiques. Par la suite, les mesures adoptées pour contrôler la pandémie ont gonflé les dépenses de santé tout en réduisant les recettes fiscales. Par conséquent, la position budgétaire de la province s'est détériorée et le fardeau de la dette supportée par les impôts a augmenté dans une plus grande proportion que ce n'est le cas pour les autres provinces canadiennes.

La compagnie d'oléoduc Pembina Pipeline Corporation est parvenue à un accord afin d'acquiescer Inter Pipeline Ltd (IPL) dans une transaction en actions seulement qui évalue IPL à 8,3 milliards \$. Il s'agit d'une prime de 17,8 % par rapport à l'offre hostile qui avait été déposée par Brookfield Infrastructure Partners en février dernier. « La transaction créera l'une des plus grandes entreprises d'infrastructure énergétique au Canada, avec une valeur d'entreprise pro forma de 53 milliards \$ et une base d'actifs hautement connectés et complémentaires ». Étant donné que la transaction s'effectue en échange d'actions, les ratios d'endettement aux BAIIA ne devraient pas changer ou au mieux s'améliorer si les synergies évaluées de 150 à 200 millions sont appliquées à l'entreprise combinée.

PERFORMANCE INDICE FTSE CANADA

Secteurs	Poids	mai-21	2021
Univers	100 %	0,63 %	-4,38 %
Court terme	41,4 %	0,09 %	-0,31 %
Moyen terme	25,3 %	0,54 %	-3,49 %
Long terme	33,3 %	1,39 %	-9,90 %
Fédéral	34,3 %	0,30 %	-3,45 %
Provincial	37,4 %	1,02 %	-6,14 %
Sociétés	26,2 %	0,49 %	-3,01 %
ORR		3,69 %	-5,60 %

Source: ftse.com

Cette baisse de la note témoigne du manque de diversification de l'économie et des choix fiscaux des élus. L'Alberta a une note plus basse que celle du Québec malgré un ratio d'endettement plus bas. L'Alberta a la flexibilité de relever les taux d'imposition ou d'instaurer une taxe de vente qui réduirait le fardeau de la dette, mais manque de volonté politique pour y parvenir.

La bataille pour IPL n'est toutefois pas terminée puisque Brookfield a renchéri en offrant 4,4 % de plus que Pembina, dont près du trois quarts seraient versés en argent et 26 % seulement en échange d'actions. Brookfield entend courtoiser directement les actionnaires de IPL d'accepter l'offre, outre passant le conseil d'administration qui a approuvé celle de Pembina, une pratique peu commune.

POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE

« Nous avons des problèmes d'approvisionnement », « il y a des délais de livraison » ou « ce produit est en rupture de stock », voici certaines phrases que nous entendons récemment lors de nos périples aux centres commerciaux. Mais voilà une nouvelle pénurie ; les travailleurs. Le nombre de postes vacants au mois d'avril a augmenté de 1 million par rapport au mois précédent pour atteindre un niveau record de 9,3 millions aux États-Unis. Clairement, le marché du travail affiche un déséquilibre majeur entre l'offre et la demande, car on a dénombré exactement le même nombre de chômeurs au mois de mai. Les entreprises se butent constamment aux mêmes obstacles pour trouver des travailleurs qualifiés. Certaines écoles enseignent encore à distance, laissant les familles sans options de garde pour les enfants. De plus, les entreprises doivent concurrencer avec les programmes bonifiés de soutien d'assurance emploi qui retarde l'appétit des chômeurs à retourner sur le marché du travail. Cette concurrence est encore plus marquée dans les industries à faible revenu et à proximité physique élevée comme la restauration et le loisir. Il y avait 1,34 million de postes vacants en restauration, en hausse de 349 000 au cours du mois. Les dirigeants d'entreprise doivent donc attirer les travailleurs avec des salaires plus élevés ou des bonis. Ces hausses de coûts de main-d'oeuvre s'ajoutent aux autres augmentations des prix des intrants qui devront être transmises aux consommateurs ou absorbées par les marges bénéficiaires ou une combinaison des deux.