

# LE MENSUEL OBLIGATAIRE

AlphaFixe  
Capital

NOVEMBRE 2018

## ÉVÉNEMENTS ÉCONOMIQUES

- L'économie canadienne a crû à un rythme annualisé de 2,0 % au troisième trimestre, soit une décélération par rapport au printemps (2,9 %). La croissance des dépenses des ménages est passée de 2,3 % au second trimestre à 1,2 % au troisième en raison notamment d'une baisse des ventes de biens durables tels que les autos (-6,2 %). Les investissements des entreprises se sont repliés sous l'effet de l'incertitude liée au commerce international. Les exportations ont timidement augmenté tandis que les importations se sont fortement contractées de sorte que le commerce international a contribué à la croissance, mais pour les raisons inverses du trimestre précédent où les exportations avaient bondi.
- Les récents indicateurs du marché immobilier américain font état d'un ralentissement de l'activité cette année. Après avoir enregistré six mois consécutifs de baisse, les ventes de maisons existantes aux États-Unis ont grimpé de 70 000 pour atteindre 5,2 millions en rythme annualisé. En revanche, les ventes de maisons neuves ont atteint leur niveau le plus faible depuis mars 2016 à 544 000 unités sur une base annuelle. De plus, l'indice du marché de l'habitation de l'Association nationale des constructeurs (NAHB) a atteint son niveau le plus bas en 2 ans. Certains investisseurs pointent vers la hausse de 1,0% des taux hypothécaires 30 ans cette année comme source du ralentissement.
- L'économie du Japon s'est contractée au troisième trimestre en raison d'une suite de catastrophes naturelles (typhons, pluie diluvienne et tremblements de terre) ayant frappé la région durant l'été. Par conséquent, les dépenses des ménages, les investissements des entreprises et les exportations ont tous été touchés. En revanche, le secteur de l'immobilier résidentiel s'est ressaisi après 4 trimestres consécutifs de repli.

## ÉVOLUTION DES TAUX

- La Banque du Canada a maintenu son taux directeur à 1,75 % lors de sa réunion du 5 décembre en mentionnant que l'activité du secteur pétrolier canadien sera sensiblement plus faible qu'attendu à la suite de la baisse des prix du pétrole. Bien que la Banque estime toujours que le taux directeur devra être relevé au point neutre pour contenir l'inflation, elle s'inquiète que la révision des chiffres historiques du PIB démontre une marge de ressources inutilisées. Le commerce international et l'évolution des investissements tracassent aussi la Banque.
- Le président de la Réserve fédérale, Jerome Powell, a indiqué dans une allocution au mois de novembre que le taux directeur américain était juste en deçà de la fourchette d'estimation du niveau d'équilibre. Il s'agit d'un contraste flagrant par rapport à son allocution du mois d'octobre où il avait déclaré que la politique monétaire était loin du point neutre.

*Bien que 2 % soit un rythme plus lent, il correspond tout de même au taux de croissance potentiel du Canada. Toutefois, l'apport marginal des dépenses des ménages à la croissance future sera moindre étant donné que nous sommes déjà au plein emploi. La croissance reposera davantage sur les investissements des sociétés. À cet égard, l'AEUMC et les mesures fédérales d'amortissement accéléré des investissements devraient aider.*

*Bien que le marché immobilier traverse une période plus difficile, les fondements demeurent solides. L'emploi est robuste, le ratio des dettes des ménages sur leur revenu disponible est à un creux de plusieurs années, de même pour le ratio du service de la dette hypothécaire. De plus, l'inventaire des maisons disponibles est faible tout comme le taux d'occupation. Donc, aucun de ces indicateurs ne laisse présager une crise immobilière.*

*La reconstruction permettra une reprise de la croissance au quatrième trimestre. En revanche, la succession de catastrophes naturelles ne permet pas de mesurer si les conflits commerciaux mondiaux ont eu un impact sur les intentions d'investissement des entreprises.*

*Certes, la baisse marquée du prix du pétrole canadien est troublante, mais l'effet négatif du ralentissement de cette industrie sur l'économie canadienne sera moindre qu'en 2016. De plus, il n'est pas nécessaire d'analyser les révisions du PIB pour observer que les capacités de production ne sont pas excédentaires, la pénurie de main-d'oeuvre généralisée en témoigne.*

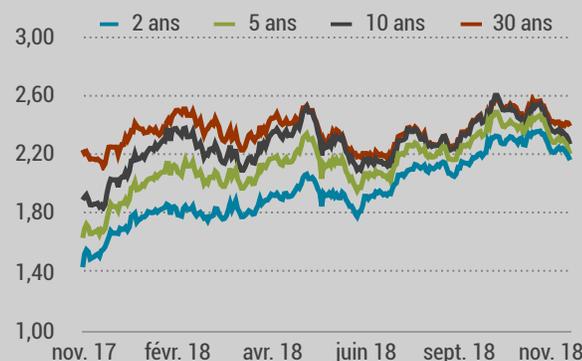
*Critiqué ouvertement et vivement par Trump, Jerome Powell a utilisé des mots différents sans toutefois modifier son message. La fourchette du taux neutre a toujours été de 2,5 à 3,5 %. Donc au niveau actuel de 2,25%, nous sommes près de la fourchette, mais peut-être loin du taux neutre qu'il évalue.*

## TAUX DE RENDEMENT OBLIGATAIRE

		Variation mois	Variation 2018		Variation mois	Variation 2018
30 nov. 2018						
Taux directeur	1,75 %	0,00 %	0,75 %	2,25 %	0,00 %	0,75 %
3 mois	1,70 %	-0,04 %	0,64 %	2,34 %	0,02 %	0,97 %
2 ans	2,16 %	-0,18 %	0,47 %	2,79 %	-0,08 %	0,90 %
5 ans	2,20 %	-0,23 %	0,34 %	2,81 %	-0,16 %	0,61 %
10 ans	2,27 %	-0,23 %	0,22 %	2,99 %	-0,16 %	0,58 %
30 ans	2,39 %	-0,14 %	0,12 %	3,29 %	-0,10 %	0,55 %
ORR 30 ans	0,83 %	0,01 %	0,25 %			

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-	90	110	150	10	15	10	20	10	20
Financière Manuvie, dette senior	A high	A+	115	140	180	10	25	10	25	10	15
Fortis Inc.	BBB high	BBB+	125	170	220	15	35	15	35	15	55
Hydro One	A high	A-	100	125	165	10	35	10	40	10	35
Enbridge Inc	BBB high	BBB+	150	200	265	20	35	30	35	30	40
Encana Corp	BBB low	BBB-	185	250	305	30	55	35	60	35	40
GTAA	---	A+	75	95	125	10	25	10	25	10	40
Bell Canada	BBB high	BBB+	140	185	245	20	45	20	40	20	45
Rogers Communications	BBB	BBB+	135	180	245	20	45	20	40	20	45
Loblaw	BBB	BBB	155	210	260	30	60	40	65	40	60
Canadian Tire	BBB high	BBB+	145	205	260	25	45	40	55	30	55
Province Québec	A high	AA-	46	69	81	6	10	9	14	5	16
Province Ontario	AA low	A+	49	73	84	6	11	9	14	4	17
SCHL	AAA	AAA	34	46	---	5	7	8	11		

Source: Financière Banque Nationale

## MARCHÉ DU CRÉDIT

- La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 5,2 milliards \$ au mois de novembre, une hausse de 1,5 milliard \$ par rapport au mois précédent, mais 7,9 milliards \$ de moins qu'en novembre 2017. Depuis le début de l'année, la somme des financements obligataires s'est élevée à 79,7 milliards \$, soit 20,5 % de moins qu'à pareille date l'an dernier. La turbulence enregistrée sur les marchés boursiers au cours du mois a finalement eu des échos sur le marché du crédit alors que les écarts des obligations de sociétés se sont élargis de 13 points centésimaux (p.c.) au mois de novembre selon l'indice FTSE Canada. Le secteur provincial n'a pas été épargné dans cet environnement avec un élargissement de 7 p.c. des écarts de long terme.
- Le nouveau gouvernement du Québec a présenté une mise à jour économique qui démontre un surplus budgétaire en hausse de 1,8 milliard \$ pour atteindre 2,6 milliards \$ durant l'exercice qui s'est terminé en mars 2018. Ce gain est principalement attribuable à des dépenses inférieures aux prévisions. Pour l'exercice en cours, la combinaison d'une croissance économique plus vigoureuse qu'anticipée et d'une hausse des transferts fédéraux permettra au gouvernement de dégager un surplus de 1,7 milliard \$ alors que l'équilibre était initialement prévu. Le gouvernement a aussi annoncé une mesure d'accélération du remboursement de la dette. Au total, 10 milliards \$ seront retirés du Fonds des générations pour être appliqués à la dette d'ici 2019-20. Le gouvernement prévoit donc atteindre son objectif de 45% de dette en proportion du PIB en 2020-21, cinq ans plus tôt que prévu.
- La province de l'Alberta a également publié une mise à jour de ses finances publiques qui misent dorénavant sur un déficit de 7,5 milliards \$ pour l'exercice en cours, une amélioration de 245 millions \$ par rapport au trimestre précédent. Cette légère amélioration provient des cours plus élevés du pétrole durant le premier semestre. Depuis, les prix du pétrole ont fléchi de façon marquée, forçant la province à réviser ses prévisions de croissance de 2,5 % à 2,0 % pour cette année. La mise à jour prévoit aussi un différentiel plus conservateur entre le prix du pétrole texan (WTI) et celui de l'Alberta, 29,25 \$ contre 22,40 \$ auparavant. Dans le but de redresser les prix du pétrole canadien et d'avoir un différentiel avec les cours du WTI le plus faible possible, le gouvernement a annoncé une réduction de production de 325 000 barils par jour à partir de janvier 2019.

## PERFORMANCE INDICE FTSE CANADA

Secteurs	Poids	nov.-18	2018
Univers	100 %	1,02 %	0,05 %
Court terme	45,6 %	0,59 %	1,03 %
Moyen terme	21,5 %	1,18 %	0,30 %
Long terme	32,9 %	1,53 %	-1,53 %
Fédéral	36,0 %	1,19 %	0,70 %
Provincial	34,3 %	1,32 %	-0,61 %
Sociétés	27,7 %	0,43 %	0,04 %
ORR		-0,51 %	-1,48 %

Source: ftse.com

*Ce remboursement permettra de réduire les dépenses du service de la dette dans les prochaines années. De plus, il s'avère prudent d'encaisser une portion du rendement produit par le Fonds des générations avant le début de la prochaine récession. Ainsi, le gouvernement disposera d'une plus grande marge de manoeuvre pour les jours plus sombres.*

*L'impact de la réduction de la production sur les finances publiques est mitigé. D'un côté l'économie devrait croître moins rapidement, réduisant ainsi les revenus de taxation, mais le prix plus élevé du pétrole bonifiera les revenus. Cette baisse de production et l'achat de trains par la province pour transporter le pétrole sont des décisions assez de gauche pour une province comme l'Alberta.*

## POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE

Le jury est présentement en délibération pour identifier la source de la turbulence sur les marchés financiers. Plusieurs coupables sont identifiés : le ralentissement de l'économie mondiale d'un rythme accéléré à une cadence plus normale, le discours restrictif de la politique monétaire américaine, la baisse marquée des cours pétroliers et les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine. Parmi ces éléments, les querelles commerciales semblent attirer le plus grand nombre de soupçons. Généralement, un corps en mouvement continuera sa course à moins qu'une force contraire ne vienne modifier sa trajectoire. Ce principe d'inertie s'applique aussi à l'économie qui, normalement, continuera son expansion à moins que la Fed restreigne considérablement le crédit causant des dommages au système financier ou que l'ordre mondial soit politiquement perturbé. Avec un taux directeur à 2,25 %, certains peuvent dire que la Fed diminue la dose de drogue au patient, mais il apparaît difficile de croire que ce taux est économiquement restrictif. Par contre, le protectionnisme et la modification des chaînes de production intégrées mondialement sont des changements majeurs dans l'échiquier économique. Les investisseurs sont davantage ravis aux gazouillis de Trump qu'à la lecture des données fondamentales. Le président sait pourtant qu'une économie forte est essentielle à sa réélection, il veut se montrer fort devant ses adversaires, quitte à signer une entente similaire à celle déjà en place. Nous vivons la volatilité d'une fin de cycle, mais celui-ci n'est pas encore terminé.