

MENSUEL OBLIGATAIRE

AlphaFixe
Capital



ÉVÉNEMENTS ÉCONOMIQUES

- Le rythme de croissance de l'économie canadienne a été plus lent qu'attendu. Le PIB a crû à un rythme annualisé de 1,7 % au premier trimestre, soit 0,6 % de moins que les attentes. L'économie a amorcé l'année de pied ferme, mais le rythme s'est estompé vers la fin du trimestre alors que l'économie a fait du surplace en mars. Toutefois, les détails sont plus reluisants que la lecture du PIB laisse prétendre. Les dépenses de consommation des ménages ont progressé de 3,0 %, soutenues par une hausse de 7,4 % du revenu disponible. Les entreprises ont aussi augmenté leurs investissements (+3,5 %) après deux trimestres consécutifs de recul marqué. Même les investissements en bâtiments résidentiels ont contribué (+1,3 %). Le commerce international a aussi ajouté marginalement à la croissance. Par contre, les entreprises ont réduit le rythme d'accumulation des inventaires, ce qui a amputé la croissance de 1,5 %.
- L'indice des prix à la consommation (IPC) a augmenté de 0,3 % aux États-Unis au mois d'avril, sensiblement près des attentes des investisseurs qui s'inquiétaient d'une hausse plus robuste. En glissement annuel, l'inflation est dorénavant à 3,4 %, soit un dixième sous la lecture de mars. En excluant l'alimentation (0,0 %) et l'énergie (1,1 %), l'inflation sous-jacente affiche une hausse mensuelle de 0,3 % et de 3,6 % sur 12 mois. Il s'agit ici aussi d'un léger recul par rapport au mois de mars, mais toujours au-dessus de la fourchette de fluctuation ciblée par la Fed. Les services de transport (+0,9 %) ont contribué à faire croître l'indice le mois dernier en raison d'un bond de 22,6 % des primes d'assurances automobile dans la dernière année.
- Après avoir fait du surplace au dernier trimestre de l'année, l'économie du Japon s'est contractée de 2,0 % en rythme annualisé au cours des trois premiers mois de l'année. La consommation privée a reculé (-2,8 %) pour un quatrième trimestre de suite alors que les investissements des entreprises ont chuté de 3,2 % au cours du premier trimestre. Le commerce international a également pesé sur le PIB puisque les exportations ont diminué plus que les importations. Seules les dépenses publiques ont contribué à la croissance au premier trimestre.

ÉVOLUTION DES TAUX

- La Banque du Canada a annoncé une réduction de 0,25 % de son taux directeur pour le fixer à 4,75 %. Il s'agit de la première banque centrale du G7 à assouplir sa politique monétaire. Les progrès en matière de ralentissement de l'inflation ont été assez convaincants pour renforcer la confiance de la Banque qu'elle retournera durablement vers la cible de 2 %. L'économie canadienne a progressé à un rythme plus lent (1,7 %) qu'attendu par la Banque (2,8 %) au premier trimestre, retenue par des investissements en stocks plus faibles. Le marché du travail est encore en expansion, mais la cadence est inférieure à celle de l'accroissement de la population. Par conséquent, l'économie canadienne affiche à nouveau une offre excédentaire qui allège les pressions sur les prix à la consommation. La politique monétaire n'a donc plus besoin d'être aussi restrictive qu'avant.

TAUX DE RENDEMENT OBLIGATAIRE

		Variation mois	Variation 2024		Variation mois	Variation 2024
31 mai 2024						
Taux directeur	5,00 %	0,00 %	0,00 %	5,50 %	0,00 %	0,00 %
3 mois	4,80 %	-0,14 %	-0,25 %	5,40 %	0,01 %	0,07 %
2 ans	4,18 %	-0,16 %	0,29 %	4,87 %	-0,16 %	0,62 %
5 ans	3,68 %	-0,18 %	0,51 %	4,51 %	-0,21 %	0,66 %
10 ans	3,63 %	-0,19 %	0,52 %	4,50 %	-0,18 %	0,62 %
30 ans	3,48 %	-0,19 %	0,45 %	4,65 %	-0,14 %	0,62 %
ORR 30 ans	1,56 %	-0,15 %	0,26 %			

Source: Bloomberg

MAI 2024

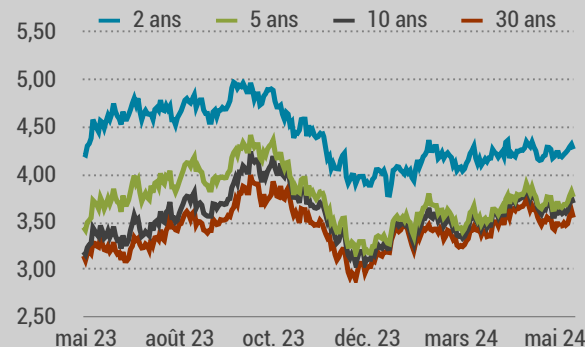
En fait, si l'on regarde la demande intérieure finale qui prend le PIB sans le commerce international et les inventaires, elle affiche une croissance de 2,9 %, soit son rythme le plus rapide depuis le premier trimestre de 2022. La croissance se poursuivra aussi en avril alors que Statistique Canada prévoit une hausse mensuelle de 0,3 %. Néanmoins, l'économie a crû de 0,5 % dans la dernière année, ce qui est bien en deçà du rythme de croissance de la population (3 %). Le marché du travail est aussi en offre excédentaire. La politique monétaire pourrait donc prêter main-forte à l'économie.

Même si l'inflation a légèrement fléchi en avril, le rythme est encore trop soutenu pour justifier un 180 degrés dans la politique monétaire. Les progrès en matière de ralentissement de l'inflation se sont évaporés depuis le début de l'année, car la demande globale excède toujours l'offre. Il faudra probablement des lectures plus timides sur l'inflation dans les prochains mois pour faire basculer l'opinion des membres de la Fed sur le fait que l'inflation se rapproche de manière convaincante de l'objectif de 2 %.

La progression de l'économie japonaise est difficile à suivre en raison des multiples révisions apportées aux comptes nationaux dernièrement. Néanmoins, en enregistrant deux replis au cours des 3 derniers trimestres, l'économie du Japon est fragile, ce qui devrait inciter la Banque du Japon à maintenir une politique monétaire accommodante pour un certain temps.

Les Canadiens qui s'attendent à des baisses agressives et successives des taux pourraient être déçus. La Banque a indiqué qu'il y existe encore des risques entourant les perspectives d'inflation. Le chemin vers la normalisation du taux directeur sera parsemé d'embûches. En premier lieu, la Banque est consciente qu'une réduction rapide des taux pourrait réanimer la surenchère sur le marché immobilier compte tenu de la pénurie de logements qui sévit au pays. L'effet sur la devise d'une baisse agressive au Canada sans réplique américaine est aussi à considérer. La Banque ne semble pas trop préoccupé par l'effet inflationniste d'une dépréciation du huard compte tenu de l'offre excédentaire au pays.

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	2024	mois	2024	mois	2024
Banque Royale, dette recapitalisation interne	AA	110	145	175	5	-20	5	-20	5	-20
Banque Royale, dette subordonnée FPUNV	A	150	195	235	0	-35	0	-35	0	-35
Sun Life, dette subordonnée	A	125	165	200	0	-40	0	-40	0	-35
Hydro One	A high	80	110	140	5	-5	5	-5	5	0
Enbridge Inc	BBB high	120	160	210	5	-10	0	-15	0	-10
Altalink LP	A	80	110	140	5	-5	5	-5	5	0
GTAA	A high	75	105	135	5	-5	5	-5	5	5
Bell Canada	BBB high	120	160	205	5	-5	5	-5	5	5
Rogers Communications	BBBL	130	170	215	5	-15	5	-15	5	-15
Loblaw	BBB high	105	145	180	5	0	5	5	5	5
Canadian Tire	BBB	130	175	220	5	10	5	15	5	15
Province Québec	AA low	37	72	94	-2	-1	0	6	-2	6
Province Ontario	AA low	38	70	91	-2	-2	-1	2	-3	1
SCHL	AAA	30	41	---	0	2	-1	-3		

Source: Financière Banque Nationale

MARCHÉ DU CRÉDIT

- La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 12 milliards \$ au mois de mai, en hausse de 6,2 milliards \$ par rapport au mois précédent et 3 milliards \$ de plus qu'en mai 2023. Depuis le début de l'année, la somme des financements obligataires totalise 50,1 milliards \$, soit une hausse de 39 % par rapport à la même période l'an dernier. Le marché primaire a été particulièrement actif avec 27 émissions différentes au cours du mois, soit une moyenne de plus d'une émission par journée ouvrable.
- S&P a annoncé qu'elle rehaussait la note de crédit de Vidéotron de BB+ à BBB-, ce qui porte les obligations non garanties de la société de télécommunication québécoise en territoire de qualité d'investissement pour cette agence. Ce changement de la note s'applique autant pour l'émetteur que pour les obligations non garanties de la société. L'agence de notation justifie sa décision par la diminution du ratio d'endettement qui devrait atteindre 3,2X les BAIIA d'ici 12 à 18 mois, en ligne avec une note dans la catégorie BBB. « Nous nous attendons à ce que l'entreprise gère ses bénéfices et génère un flux de trésorerie substantiel en pleine compétitivité croissante du marché en poursuivant sa croissance dans le sans-fil national tout en protégeant la rentabilité de ses opérations existantes au Québec », indiquait S&P. Moody's a emboîté le pas plus tard en mai en relevant aussi sa note pour Vidéotron de Ba2 à Baa3 avec une perspective stable. Le câblodistributeur québécois est maintenant de qualité d'investissement.
- Coastal Gaslink a procédé au début de juin au plus gros financement obligataire de l'histoire des obligations de sociétés au Canada. Le projet de pipeline de 670 km de Coastal GasLink alimentera le gaz naturel de schiste de la région de Montney dans l'Ouest canadien jusqu'au terminal GNL Canada dirigé par Shell sur la côte ouest. De cet endroit, il sera converti en gaz naturel liquéfié et exporté, principalement vers l'Asie. Ce projet d'envergure a été terminé l'an dernier et l'émission d'obligation servira à rembourser le financement déjà en place. La société devra donc emprunter 7,1 milliards \$ en obligations qui seront réparties en 11 tranches avec des échéances allant de 2027 à 2049. Certains dirigeants autochtones demandent aux investisseurs de ne pas acheter l'obligation, sous prétexte de violations des droits autochtones, de préoccupations environnementales et réglementaires et de risques financiers.

PERFORMANCE INDICE FTSE CANADA

Secteurs	Poids	mai-24	2024
Univers	100 %	1,77 %	-1,49 %
Court terme	42,1 %	0,89 %	0,81 %
Moyen terme	28,9 %	1,64 %	-1,47 %
Long terme	29,1 %	3,24 %	-4,92 %
Fédéral	40,1 %	1,48 %	-1,39 %
Provincial	33,7 %	2,37 %	-2,81 %
Sociétés	24,4 %	1,39 %	0,20 %
ORR		3,05 %	-2,35 %

Source: ftse.com

Les notes de crédit des agences convergent de plus en plus vers BBB. Bien que Vidéotron ait réussi à améliorer ses ratios financiers dernièrement, elle rencontrera les mêmes défis que les autres sociétés de ce secteur. La politique d'immigration canadienne des dernières années a facilité les ventes de forfaits aux nouveaux clients. La diminution de l'immigration temporaire compliquera la tâche pour les ventes à venir.

Même s'il s'agit de la plus grosse émission d'obligations de sociétés de l'histoire canadienne, l'information au sujet de cet émetteur est difficile à obtenir. Les agences ont assigné une note de crédit à l'entreprise (A low), mais elles sont difficilement accessibles, car elles ne sont pas publiques. Cette opacité devrait être un inconfort pour les créanciers qui peinent à faire une analyse diligente.

POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE

Après deux ans de resserrement des conditions financières pour lutter contre l'inflation, il est temps pour certaines banques centrales de rebrousser chemin. C'est le cas notamment de la Banque du Canada et de la Banque centrale européenne qui ont chacune annoncé une réduction de 0,25 % de leur taux directeur. Les pressions inflationnistes se sont allégées dans ces deux régions en raison d'une offre excédentaire dans l'économie. Ce n'est pas encore le cas des États-Unis où la demande excède encore l'offre dans différentes sphères de l'économie, notamment l'emploi. Cependant, le marché du travail semble se rééquilibrer davantage alors que le ratio des postes vacants par chômeur est revenu à son niveau d'avant la pandémie. Il devient de plus en plus important de suivre l'évolution du marché du travail, car les ménages ne peuvent plus utiliser l'épargne cumulée de la pandémie pour leurs emplettes. Selon les dernières statistiques disponibles, cet excès d'épargne s'écoulera prochainement, forçant les consommateurs à se fier davantage à leur revenu d'emploi pour leurs dépenses. Les taux d'intérêt élevés et les critères plus restrictifs de souscriptions des prêts affaiblissent aussi la demande de consommation d'articles financés. En somme, si le marché de l'emploi se rééquilibre et que la pression sur les salaires s'atténue, la demande des ménages devrait ralentir par rapport au rythme des dernières années. Ceci pourrait ouvrir la porte à la Réserve fédérale pour assouplir sa politique monétaire, mais il reste encore des mois avant que ceci se réalise.