

# MENSUEL OBLIGATAIRE

AlphaFixe  
Capital

## ÉVÉNEMENTS ÉCONOMIQUES

AVRIL 2024

- Fidèle à ses habitudes des 9 dernières années, le gouvernement Trudeau a déposé un budget déficitaire pour l'exercice 2024-25. Après avoir enregistré un manque à gagner de 40 milliards \$ au cours de l'exercice 2023-24, le gouvernement s'attend à répéter l'histoire cette année avec un déficit de 39,8 milliards \$ ou 1,3 % du PIB. Les dépenses devraient croître de 7,5 % cette année avec plusieurs mesures annoncées pour tenter de trouver une solution à la pénurie de logements. Pour financer l'augmentation de ses dépenses, la ministre des Finances a annoncé que le 2/3 des gains en capitaux annuels supérieurs à 250 000\$ seront désormais imposés au lieu de la moitié. Le gouvernement mise aussi sur une croissance nominale du PIB de 3,8 % qui inclut un taux annuel d'inflation de 3,1 %, soit 0,5 % de plus que la prévision de la Banque du Canada.
- Le PIB aux États-Unis a affiché une croissance trimestrielle de 1,6 % en rythme annualisé durant les 3 premiers mois de l'année, soit 1,8 % de moins qu'au trimestre précédent. Cependant, les détails démontrent une économie plus robuste. Les dépenses de consommation ont crû de 2,5 % alors que les investissements des entreprises affichent une hausse de 2,9 %. L'investissement en immobilier résidentiel a connu une forte croissance (+13,9 %) tandis que les dépenses gouvernementales (1,2 %) ont ralenti par rapport à la moyenne trimestrielle en 2023 (4,6 %). Par contre, la réduction des inventaires a légèrement nuï à la croissance, mais le coup de frein au PIB provient du commerce international. Les exportations ont légèrement augmenté (+0,9 %), tandis que les importations ont bondi de 7,2 %.
- L'inflation en Europe s'est stabilisée en avril selon une lecture préliminaire de l'indice des prix à la consommation. Les prix ont progressé de 0,6 % d'un mois à l'autre en avril et de 2,4 % dans la dernière année. En excluant les prix de l'alimentation et l'énergie, l'inflation sous-jacente progresse dorénavant à un rythme annuel de 2,7 %, soit 0,2 % de moins qu'en mars. Il s'agit de la lecture la plus faible depuis février 2022. Cette décélération est attribuable aux prix des services qui ont monté de 3,7 % sur un an contre 4,0 % le mois précédent.

*L'ensemble de ces mesures liées au logement visent à créer 3,87 millions de nouveaux logements en 7 ans. Ceci représente une moyenne annuelle des mises en chantier d'environ 550 000, soit le double d'une bonne année en construction. Où trouveront-ils les travailleurs pour construire autant de logements? Par ailleurs, quel sera l'impact de la hausse de la taxation du gain en capital sur les investissements des entreprises? La croissance économique et le contrôle de l'inflation dépendent de la productivité des entreprises et de leurs investissements.*

*Il y a davantage d'importations, car les ménages et les entreprises consomment plus, ce qui démontre la vigueur des dépenses. D'ailleurs, les ventes finales privées destinées aux acheteurs nationaux affichent un gain de 3,1 % au premier trimestre, non loin de la croissance du trimestre précédent (3,3 %). L'économie est donc encore vigoureuse et l'inflation accélère. L'indice des prix des dépenses personnelles de consommation est en hausse de 2,7 % sur 12 mois en mars, soit 0,2 % de plus qu'en février. La ténacité de l'inflation est inquiétante pour la Fed.*

*La conjoncture devient donc de plus en plus favorable pour reconforter la BCE que l'inflation retourne de manière durable vers sa cible de 2 %. Elle peut encore se permettre le luxe du temps, car l'économie affiche une expansion au premier trimestre après deux trimestres de suite de contraction au dernier semestre de 2023.*

*Il est très difficile de comprendre comment la Banque peut effectuer des révisions substantielles de la croissance et du potentiel de l'économie sous prétexte de la forte immigration. Cette conjoncture démographique était aussi présente auparavant lorsqu'elle s'attendait à une faible croissance. Somme toute, la Banque s'approche d'un assouplissement, mais doit patienter. La Réserve fédérale ne semble pas pressée à assouplir les conditions financières prochainement, car l'inflation s'est redressée dernièrement. Une politique monétaire canadienne qui prend une direction opposée à celle des États-Unis affaiblirait notre dollar. Ce risque est connu des autorités.*

## ÉVOLUTION DES TAUX

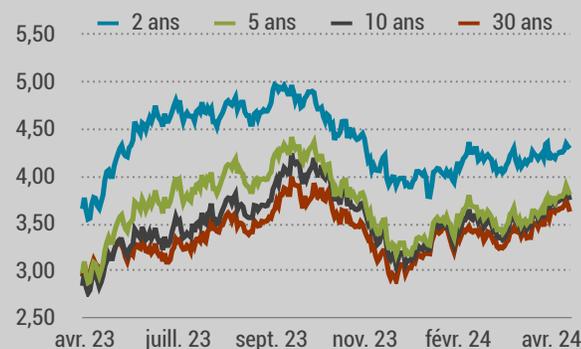
- Le ralentissement de l'inflation n'a pas été assez convaincant pour inciter la Banque du Canada à réduire son taux directeur en avril. Cette dernière a annoncé qu'elle conservait son taux à 5,0 %, se permettant ainsi d'amasser davantage de preuves que ce mouvement à la baisse de l'inflation est durable. Les prévisions de croissance de l'économie canadienne ont été fortement revues à la hausse pour 2024. Le PIB devrait croître à un rythme annualisé de 2,8 % au premier trimestre et de 1,5 % au second. La Banque justifie cette croissance plus vigoureuse par l'accroissement de la population, les mesures budgétaires annoncées récemment et la robustesse de l'économie américaine. L'inflation devrait toutefois ralentir, car la croissance potentielle de notre économie a aussi été rehaussée à cause de l'immigration.

## TAUX DE RENDEMENT OBLIGATAIRE

		Variation mois	Variation 2024		Variation mois	Variation 2024
30 avr. 2024						
Taux directeur	5,00 %	0,00 %	0,00 %	5,50 %	0,00 %	0,00 %
3 mois	4,95 %	-0,06 %	-0,11 %	5,39 %	0,03 %	0,06 %
2 ans	4,35 %	0,17 %	0,46 %	5,04 %	0,42 %	0,79 %
5 ans	3,87 %	0,34 %	0,69 %	4,72 %	0,51 %	0,87 %
10 ans	3,82 %	0,35 %	0,71 %	4,68 %	0,48 %	0,80 %
30 ans	3,67 %	0,32 %	0,64 %	4,78 %	0,44 %	0,76 %
ORR 30 ans	1,71 %	0,30 %	0,41 %			

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	2024	mois	2024	mois	2024
Banque Royale, dette recapitalisation interne	AA	105	140	170	0	-25	0	-25	0	-25
Banque Royale, dette subordonnée FPUNV	A	150	195	235	-5	-35	-5	-35	-5	-35
Sun Life, dette subordonnée	A	125	165	200	-5	-40	-5	-40	-5	-35
Hydro One	A high	75	105	135	0	-10	-5	-10	0	-5
Enbridge Inc	BBB high	115	160	210	-5	-15	-5	-15	-5	-10
Altalink LP	A	75	105	135	0	-10	-5	-10	0	-5
GTAA	A high	70	100	130	0	-10	-5	-10	0	0
Bell Canada	BBB high	115	155	200	0	-10	0	-10	0	0
Rogers Communications	BBBL	125	165	210	-5	-20	-5	-20	-10	-20
Loblaw	BBB high	100	140	175	0	-5	0	0	0	0
Canadian Tire	BBB	125	170	215	5	5	5	10	5	10
Province Québec	AA low	39	72	96	0	1	0	6	3	8
Province Ontario	AA low	40	71	94	0	0	0	3	3	4
SCHL	AAA	30	42	---	2	2	0	-2		

Source: Financière Banque Nationale

## MARCHÉ DU CRÉDIT

- La somme des nouvelles émissions d'obligations de sociétés canadiennes a atteint 5,8 milliards \$ au mois d'avril, en baisse de 3,9 milliards \$ par rapport au mois précédent, mais 1,4 milliard \$ de plus qu'en avril 2023. Depuis le début de l'année, la somme des financements obligataires totalise 38,1 milliards \$, soit une hausse de 41 % par rapport à la même période l'an dernier. L'industrie automobile a procédé à deux financements, dont une provenant de General Motors Financial of Canada. La note de crédit de la société a été rehaussée à BBB l'an dernier par Moody's et Fitch.
- Rogers Communications Inc. a présenté de bons résultats financiers pour le premier trimestre de l'année. Les revenus de la société sont en hausse de 28 % par rapport à la même période l'an dernier alors que les bénéfices avant intérêts, impôts et amortissements (BAIIA) ont bondi de 35 % sur la même période pour atteindre 2,214 milliards \$. Cependant, le bénéfice net a chuté de 50 % pour s'établir à 256 millions \$ en raison de coûts liés à l'acquisition de Shaw. Le ratio d'endettement de Rogers en proportion des BAIIA est dorénavant de 4,8x, mais la société prévoit le réduire graduellement au cours des prochains trimestres pour atteindre 3x au premier trimestre de 2026. Pour y parvenir, Rogers mise sur les synergies de coûts depuis l'acquisition de Shaw, sur la vente d'actifs non essentiels (environ 1 milliard \$) et sur une forte croissance des BAIIA. La note de crédit de la société est au dernier échelon de la zone de qualité d'investissement (BBB-), mais la perspective est maintenant stable partout.
- La résolution du conflit de travail au Québec en début d'année a propulsé l'économie de la belle province en janvier. Le PIB du Québec a bondi de 1,9 % au premier mois de l'année, effaçant la contraction observée en décembre (-1,5 %). D'une année à l'autre, le PIB affiche dorénavant une légère progression de 0,1 % contre 0,9 % au Canada. Certes, le secteur de l'enseignement (+22,9 %) et des soins de santé (+4,0 %) ont largement contribué à cette croissance mensuelle, mais d'autres industries se sont aussi mises de la partie. En fait, 17 industries sur les 20 répertoriées ont affiché une progression en janvier, soit la croissance économique la plus diffusée depuis septembre 2020 au milieu de la pandémie. En excluant les secteurs qui étaient en grève en décembre et les services publics, le PIB affiche tout de même un gain mensuel de 0,3 % en janvier. En 2023, l'économie du Québec a crû de 0,2 % contre 1,6 % en Ontario et 1,5 % en Alberta.

## PERFORMANCE INDICE FTSE CANADA

Secteurs	Poids	avr.-24	2024
Univers	100 %	-2,00 %	-3,20 %
Court terme	43,2 %	-0,40 %	-0,08 %
Moyen terme	28,7 %	-1,96 %	-3,06 %
Long terme	28,1 %	-4,46 %	-7,91 %
Fédéral	40,1 %	-1,68 %	-2,83 %
Provincial	33,4 %	-2,91 %	-5,06 %
Sociétés	24,6 %	-1,24 %	-1,18 %
ORR		-3,49 %	-5,24 %

Source: ftse.com

Au cours des dernières années, les sociétés de télécommunications ont tiré avantage de la forte croissance de la population pour vendre des forfaits cellulaires aux nouveaux arrivants. Les nouvelles cibles d'immigration du fédéral devraient ramener la croissance de la population à un rythme plus normal, ce qui forcera les sociétés de télécom à être plus disciplinées dans leur gestion des coûts et du prix des forfaits vendus.

La demande au Québec est affaiblie par une croissance moins vigoureuse de sa population (2,5 %) par rapport à l'Ontario (3,5 %). Le gouvernement Legault cherche à soutenir l'économie avec un déficit de près de 11 milliards \$ en 2024-25. La conjoncture plus fragile jumelée à un accroissement des emprunts dans les prochaines années exerce une pression sur les écarts de rendement.

## POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE

Jusqu'à présent, les banques centrales ont travaillé en harmonie pour stimuler la croissance économique durant la pandémie et ensuite resserrer les conditions financières pour endiguer l'inflation élevée et persistante. Cette unité des politiques monétaires pourrait bientôt tirer à sa fin. Leur conjoncture respective ne permet plus d'épouser le même discours. Aux États-Unis, la Réserve fédérale a maintenu son taux directeur à 5,5 % puisque l'activité économique continue de progresser à un rythme soutenu et les progrès vers la cible d'inflation de 2 % ont été interrompus. Différentes mesures d'inflation et de salaires ont affiché une accélération dernièrement, ce qui retarde à la fin de l'année les probabilités d'une baisse de taux. En revanche, un assouplissement des conditions financières s'impose davantage au Canada et en Europe en raison d'une conjoncture plus fragile et d'une décélération de l'inflation plus durable vers la cible des banques centrales. Mais jusqu'où la politique monétaire canadienne peut-elle diverger de celle des États-Unis. Actuellement, notre taux directeur est 0,5 % inférieur à celui de la Réserve fédérale. L'écart pourrait se creuser jusqu'à 1,0 % sans trop de conséquences néfastes sur notre devise et l'inflation. L'offre excédentaire dans notre économie procurerait un coussin de protection à l'inflation des importations. Au-delà de 1 % d'écart, les effets sur la devise pourraient être dommageables au travail de la Banque du Canada pour contrôler l'inflation. Tiff Macklem peut se targuer d'avoir une politique monétaire indépendante, mais pas autant qu'il le voudrait.